**الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية**

**وزارة التعليم العالي والبحث العلمي**

**جامعة البليدة 2**

**كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير**

**قسم العلوم الإقتصادية**

# درجة تأثر مؤشرات الأسواق المالية العربية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية

**– دراسة تحليلية–**

مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الإقتصادية

**تخصص: نقود مالية وبنوك**

**إعداد الطالب:** **إشراف الدكتور:**

زروت رضا بن عبد العزيز/ بن حمودة فطيمة

**السنة الجامعية:2015/2014**

**الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية**

**وزارة التعليم العالي والبحث العلمي**

**جامعة البليدة 2**

**كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير**

**قسم العلوم الإقتصادية**

# درجة تأثر مؤشرات الأسواق المالية العربية بالمتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية

**– دراسة تحليلية–**

مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الإقتصادية

**تخصص: نقود مالية وبنوك**

**إعداد الطالب:**

زروت رضـا

أمام اللجنة المشكلة من:

| | | |
|---|---|---|
| بن نذيـر نصر الدين | أستاذ محاضر "أ"، جامعة البليدة2 | رئيـســـا |
| بن عبد العزيز فطيمة | أستـــاذ، جـــامعة البـــليـــدة2 | مشرفا ومقررا |
| بوزعـــرور عمـــار | أستاذ محاضر "أ"، جامعة البليدة2 | عضوا مناقشا |
| مسعـــداوي يـوسف | أستاذ محاضر "أ"، جامعة البليدة2 | عضوا مناقشا |

**السنة الجامعية:2015/2014**


بسم الله الرحمن الرحيم

# إهداء

إلى جدي رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه.....ثم إلى جدي الذي كان الأب والأم والأخ والصديق والرفيق،.....ثم إلى جدي الذي سهر على تربيتي وتعليمي.

إلى أخواي نورالدين و عبد القادر

إلى الوالدين

إلى الأهل والأقارب كل بإسمه من قريب ومن بعيد، كبيرا وصغيرا.

إلى أصدقائي ورفاقي الذين جمعتني بهم المحبة والأخوة في الله، والذين أعتز بصحبتهم.

إلى كل من جمعني بهم مشعل العلم من أساتذة وطلبة .

**رضا**

# كلمة شكر

نحمد الله تعالى ونشكره وبعد نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة :

الدكتـور: **نـصر الدين بن نذير**.

الدكتـور: **عمـار بوزعرور**.

الدكتـور: **يوسف مسعـداوي** .

وذلك لقبولهم مناقشة هذه المذكرة ولإفادتكم لنا بأرائهم وتوجيهاتهم القيمة التي سيكون لها الأثر الجلي في خلال البحوث والدراسات القادمة إن شاء الله.

كما نتقدم أيضا بالشكر الجزيل والإمتنان والتقدير إلى الأستاذة : **فطيمة بن عبد العزيز /بن حمودة** التي تفضلت علينا بقبولها الإشراف على هذه المذكرة والتي تابعتنا بتوجيهاتها القيمة التي كان لها الاثر الطيب في إخراج هذا العمل على صورته النهائية .

شكر خاص وخالص إلى الصديقين الأستاذ **محمد يعقوبي** والأستاذ **محمد ترقو** على تقديمهم لي المساعدة والدعم اللازمين في اتمام هذا العمل.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والإمتنان إلى كل الذين كانوا سندا لنا في إتمام هذا البحث :أساتذة،طلبة،وموظفي المكتبات، داعين الله عز وجل أن يوفق الجميع إلى ما يحبة ويرضاه .

**رضـا**

# الملخص

عملت الاقتصاديات العربية خلال السنوات الأخيرة على تطوير أسواقها المالية وجعلها أكثر تنافسية ما يتوافق ومستويات الأسواق المالية في الدول المتقدمة، فانتهجت سياسات تهدف إلى تحرير أسواقها بهدف الحصول على المنافع التي يوفرها الاندماج الاقتصادي ويمكنها من استقطاب أكبر قدر من رؤوس الأموال الأجنبية لضمان تنمية اقتصادية مستدامة. فبقدر ما استفادت الأسواق المالية العربية من مميزات الاندماج بقدر ما عرضت أسواقها للتقلبات الاقتصادية الصادرة عن أداء الاقتصاد العالمي، وذلك لطبيعة العلاقة التي تربطها بالاقتصاد الدولي عموما واقتصاديات الدول المتقدمة خصوصا والتي تتميز أساسا بتبعيتها المطلقة في العديد من المجالات ذات المتطلبات التكنولوجية المعقدة، وبعض المجالات الاستراتيجية الأخرى، على هذا الأساس فإن الدراسة المقدمة تهدف إلى الاجابة عن إشكالية مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات الأسواق المالية العربية؟.

بعد التعرف عن الخصائص المميزة للأسواق المالية العربية وأهم التطورات التي شهدتها تم التطرق إلى المؤثرات الاقتصادية المحيطة بها سواءا الداخلية منها والخارجية، وكذا أهم انعكاساتها على الاقتصاد العربي عموما وأسواقها المالية خصوصا، ليتم اجراء دراسة تطبيقية لتدعيم الجانب النظري من خلال دراسة مجموتين من الدول العربية– الأولى تشمل مجموعة الدول غير النفطية والتي أخذت الأردن كعينة لها، في حين شملت الدراسة المملكة العربية السعودية كعينة من المجموعة الثانية والتي تشمل الدول النفطية وذلك من خلال الاختبارات القياسية لمعرفة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية (الأمريكية) المتمثلة في كل من سعر الصرف، مؤشر أسعار الاستهلاك، أسعار الفائدة الاسمية، الكتلة النقديةM2، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغيرات مستقلة على مؤشر أسعار الأسهم كمتغير تابع.

بعد دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية على مؤشر أسعار الأسهم السعودي تبين أن المتغيرات الاقتصادية(أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم، و الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي) المحلية تؤثر على مؤشر أسعار الأسهم "TASI"، وذلك لوجود علاقة تكامل مشترك بينهما في المدى الطويل. في حين لا تتأثر مؤشر أسعار الأسهم بالمتغيرات الإقتصادية الأجنبية (الأمريكية)، وذلك لعدم وجود علاقة تكامل مشترك بينهما. والعكس بالنسبة أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني حيث وبعد إجراء الاختبارات القياسية تبين أن المتغيرات الاقتصادية(أسعار الفائدة، الكتلة النقدية) الأمريكية تؤثر على مؤشر أسعار الأسهم "ASE"، وذلك لوجود علاقة تكامل مشترك بينهما في المدى الطويل. في حين لا تتأثر مؤشر أسعار الأسهم الأردني بالمتغيرات الإقتصادية المحلية، وذلك لعدم وجود علاقة تكامل مشترك.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات


إهداء ..... 1
كلمة شكر ..... 3
الملخص ..... 4
*فهرس المحتويات* ..... 5
قائمة الجداول: ..... 11
قائمة الأشكال: ..... 14
قائمة الرموز والمختصرات ..... 17
*مقدمة* ..... 20
الفصل الأول: واقع الأسواق المالية العربية ..... 8
المبحث الأول : مفاهيم عامة حول الأسواق المالية ..... 30
المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية ..... 30
أولا: تعريف الأسواق المالية ..... 30
ثانيا: تصنيف الأسواق المالية ..... 33
ثالثا: وظائف السوق المالية ..... 38
المطلب الثاني:كفاءة السوق المالية ..... 41
أولا: مفهوم السوق الكفء ..... 41
ثانيا: أنواع كفاءة الأسواق المالية ..... 43
ثالثا: صيغ الكفاءة ..... 45
المطلب الثالث: المؤشرات الأساسية لقياس أداء السوق المالية ..... 47
أولا: مؤشر أسعار الأسهم ومؤشر درجة التركز ..... 48
ثانيا: مؤشرات حجم السوق ..... 48
ثالثا: مؤشرات سيولة السوق ..... 50
المبحث الثاني : الأسواق المالية العربية بين النشأة والتطور ..... 52
المطلب الأول: التطور التاريخي الأسواق المالية العربية ..... 52
أولا: نماذج من بورصات دول الفائض المالي ..... 53
ثانيا: نماذج من بورصات دول العجز المالي ..... 59
المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية ..... 66
أولا: الجانب التشريعي ..... 66
ثانيا: الجانب المتعلق بالسوق ..... 69
المطلب الثالث: جهود تطوير الأسواق المالية العربية ..... 75
أولا: تعزيز الدور الرقابي للسوق ..... 76

ثانيا: تعزيز الشفافية والإفصاح ..... 76
ثالثا: تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية ..... 77
رابعا: تشجيع الاستثمار الأجنبي ..... 78
خامسا: تعديل الأنظمة الضريبية ..... 79
سادسا: مكننة أنظمة التداول ..... 80
سابعا: اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية ..... 80
المبحث الثالث: مكانة الأسواق المالية العربية ضمن السوق المالية الدولية ..... 82
المطلب الأول: مؤشر الأسهم كأحد أهم مؤشرات السوق المالي ..... 82
أولا: مفهوم مؤشر أسعار الأسهم ..... 82
ثانيا: أنواع المؤشرات وطرق تكوينها: ..... 84
ثالثا: الأهمية الاقتصادية لمؤشرات قياس أسعار الأسهم في السوق المالية ..... 92
المطلب الثاني : تقييم تطور أداء أسواق رأس المال العربية خلال الفترة مابين 1994-2013 ..... 93
أولا: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ..... 93
ثانيا: رسملة البورصة ..... 102
المطلب الثالث : مقارنة السوق رأس المال العربية بنظيرتها الناشئة والمتقدمة ..... 105
أولا: مؤشر حجم السوق المالية ..... 105
ثانيا: مؤشر سيولة السوق ..... 108
ثالثا: مؤشر التذبذب ..... 109
الفصل الثاني: تطور مؤشرات أداء الاقتصاد العربي ..... 113أ
المبحث الأول: الإطار النظري للدورة الاقتصادية ..... 115
المطلب الأول : مفهوم الدورة الاقتصادية ..... 115
أولا: تعريف الدورات الاقتصادية ..... 115
ثانيا: النظريات المفسرة لدورات الاقتصادية ..... 118
المطلب الثاني : تقلبات الدورة الاقتصادية ..... 128
أولا: أنواع الدورات الاقتصادية ..... 128
ثانيا: مراحل الدورة الاقتصادية ..... 133
المطلب الثالث: مؤشرات قياس النشاط الاقتصادي ضمن الدورة الاقتصادية: ..... 136
أولا: تعريف المؤشرات الاقتصادية ..... 136
ثانيا: تقسيمات المؤشرات الاقتصادية ..... 137
المبحث الثاني : دراسة تطور الاقتصاد العربي ضمن دورة جوكلار jugular ..... 140
المطلب الأول: دراسة تطور النمو الاقتصادية والمالية العامة للاقتصاد العربي ..... 140
أولا: النمو الاقتصادي: ..... 141
ثانيا: المالية العامة ..... 146
المطلب الثاني: دراسة تطورات الأوضاع النقدية للاقتصاد العربي ..... 150

أولا: تطور أنظمة سعر الصرف العربية ..... 150
ثانيا: تطور أسعار الفائدة ..... 155
ثالثا: تطورات معدل التضخم في الدول العربية ..... 159
المطلب الثالث : تطور التجارة الخارجية للدول العربية ..... 162
المبحث الثالث: انعكاسات المتغيرات الاقتصادية الدولية والاقليمية على الاقتصاد العربي .....167
المطلب الأول: التطورات الاقتصادية الدولية خلال الفترة 1994-2012..... 167
أولا: نمو الاقتصاد العالمي ..... 167
ثانيا: التضخم وارتفاع أسعار موارد الطاقة والمواد الأولية والمواد الغذائية..... 170
ثالثا: حالة الاقتصاد الأمريكي على ضوء أزمة الرهن العقاري ..... 172
رابعا: أزمة الديون السيادية الأوروبية ..... 173
المطلب الثاني: أثر تغيرات أسعار المواد الأولية على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1994-2012.. 175
المطلب الثالث : أثر الازمات المالية على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1994-2012 ..... 177
أولا: انعكاسات الازمة المالية العالمية على الاقتصاد العربي..... 178
ثانيا: انعكاسات أزمة الديون السيادية على الاقتصاد العربي..... 180
الفصل الثالث : أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم العربية186
المبحث الأول: الإطار النظري لأثر تقلبات الدورة الاقتصادية على مؤشر أسعار الأسهم .....187
المطلب الأول: تأثير تغيرات الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر أسعار الأسهم..... 187
المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر الفائدة على مؤشر أسعار الأسهم..... 189
المطلب الثالث: أثر تغيرات التضخم وسعر الصرف على مؤشر أسعار الأسهم..... 191
أولا: تأثير التضخم على مؤشرات أسعار الأسهم..... 191
ثانيا: أثر تغيرات أسعار الصرف على مؤشر أسعار الأسهم..... 196
المبحث الثاني : قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم السعودي
.....201
المطلب الأول : المؤشر العام لأسعار الأسهم السعوديTASI..... 201
أولا: التعريف بالمؤشر العام لأسعار الأسهم السعوديTASI ..... 201
ثانيا: التحليل الوصفي والاحصائي سلسلة مؤشر أسعار الأسهم *INDEX* ..... 202
المطلب الثاني: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية على مؤشرات أسعار الأسهم السعودي 204
أولا: الدراسة الوصفية لمتغيرات الاقتصاد السعودي المدروسة ..... 204
ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ..... 210
ثالثا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle-Granger*) ..... 212
رابعا: تقدير نموذج تصحيح الخطأ..... 215
خامسا: اختبار صلاحية نموذج ..... 217
المطلب الثالث: أثر المتغيرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية على مؤشر أسعار الأسهم السعودي.219
أولا: الدراسة الوصفية للمتغيرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية..... 219

ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة: ..... 223
ثالثا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle-Granger*) ..... 225
المبحث الثالث : قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني228
المطلب الأول : المؤشر العام لأسعار الأسهم الأردني*ASE* ..... 228
أولا: التعريف بالمؤشر العام لأسعار الأسهم الأردني*ASE* ..... 228
ثانيا: التحليل الوصفي والاحصاءي لسلسلة مؤشر أسعار الأسهم *INDEX* ..... 230
المطلب الثاني: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني... 232
أولا: الدراسة الوصفية للمتغيرات الاقتصادية الأردنية ..... 232
ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ..... 238
ثالثا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle-Granger*) ..... 240
المطلب الثالث: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية للولايات المتحدة الأمريكية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني241
أولا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle-Granger*) ..... 242
ثانيا: تقدير العلاقة الانحدارية ..... 242
ثالثا: دراسة إستقرارية سلسلة البواقي ..... 243
رابعا: تقدير نموذج تصحيح الخطأ..... 244
خامسا: اختبار صلاحية نموذج ..... 246
**الخاتمة:** ..... 251
***المراجع*** ..... 259
***الملاحق*** ..... 273

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول:


| الجدول | العنوان | الصفحة |
|---|---|---|
| الجدول رقم (1-1) | البورصات المتواجدة في الدول العربية | **65** |
| الجدول رقم (1-2) | تطور عدد الشركات المدرجة في الدول العربية خلال الفترة 2005-2012 | **70** |
| الجدول رقم (1-3) | تطور أحجام التداول في البورصات العربية خلال الفترة 2005-2012 | **71** |
| الجدول رقم (1-4) | درجة تركز أكبر الشركات في الأسواق العربية خلال شهر جويلية 2000 و شهر أوت 2008. | **74** |
| الجدول رقم (1-5) | مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة | **87** |
| الجدول رقم (1-6) | مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية | **91** |
| الجدول رقم (1-7) | القيمة الاجمالية للاسواق المالية العربية | **104** |
| الجدول رقم(1-8) | مؤشر تطور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وبعض الدول النامية والمتطورة (2000/94). | **106** |
| الجدول رقم (2-1) | متوسط معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالى للدول العربية وأسعار النفط للفترة (2012-1990) | **141** |
| الجدول رقم (2-2) | عجز وفائض الموازنة العامة في الدول العربية 2011-2006 | **149** |
| الجدول رقم (2-3) | ترتيبات أسعار صرف في الدول العربية حتى عام 2007 | **154** |
| الجدول رقم (3-1) | المطور لاستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات ADFنتائج اختيار ديكي فولر الدراسة | **211** |
| الجدول رقم(3-2) | Z الموسع للبواقي ADFنتائج اختبار "ديكي فولر" | **214** |

| | | |
|---|---|---|
| الجدول رقم (3-3) | نتائج اختبار ديكي فولر لمتغيرات ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية المطور الدراسة | **224** |
| الجدول رقم(3-4) | نتائج اختبار "ديكي فولر" ADF للبواقي الموسع Z | **226** |
| الجدول رقم (3-5) | نتائج اختبار ديكي فولر لمتغيرات ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية المطور الدراسة | **238** |
| الجدول رقم (3-6) | نتائج اختبار "ديكي فولر" ADF للبواقي الموسع Z. | **241** |
| الجدول رقم (3-7) | نتائج اختبار "ديكي فولر" ADF للبواقي الموسع Z. | **244** |

# قائمة الأشكال

قائمة الأشكال:


| الشكل | العنوان | الصفحة |
|---|---|---|
| الشكل رقم (1-1) | تقسيمات الأسواق المالية | **37** |
| الشكل رقم (1-2) | نموذج عن سوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاث لكفاءة السوق المالية. | **47** |
| الشكل رقم(1-3) | تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة1994-2012 | **99** |
| الشكل رقم (2-1) | معدلات النمو الحقيقي للدول العربية وأبرز الأحداث الإقليمية والعالمية المسجلة خلال الفترة (1990- 2010) | **145** |
| الشكل رقم (2-2 ) | تطورات الموازنات العامة للدول العربية متجمعة خلال الفترة 1990-2010 | **148** |
| الشكل رقم (2-3): | مدى مسايرة السياسة المالية للدورة الاقتصادية في الدول العربية خلال الفترة(1990-2011) | **150** |
| الشكل رقم (2-4) | أنظمة الصرف في الدول العربية النامية لسنوات 1991، 1999،2000 | **151** |
| الشكل رقم (2-5) | أهم التقلبات في سعر الفائدة لبعض الدول العربية التي تثبت عملتها بالنسبة للدولار الأمريكي خلال الفترة 1990-2010 | **156** |
| الشكل رقم (2-6) | أهم التقلبات في سعر الفائدة لبعض الدول العربية ذات نظم صرف أكثر مرونة خلال الفترة 1990-2010 | **158** |
| الشكل رقم (2-7) | أهم التقلبات في سعر الفائدة لبعض الدول العربية ذات نظم صرف صرف للتعويم الحر أو المدار خلال الفترة 1990-2010 | **159** |

| | | |
|---|---|---|
| الشكل رقم (2-8) | تطور معدلات التضخم في الدول العربية (1994-2012) | **160** |
| الشكل رقم (2-9) | حصيلة الصادرات والواردات للدول العربية مجتمعة | **162** |
| الشكل رقم (2-10) | نسبة العجز أوالفائض للموازين الجارية للدول إلى الناتج المحلي الخام للدول العربية ومعدل تغير قيمة الصادرات النفطية خلال الفترة (1990-2010) | **166** |
| الشكل رقم (2-11) | تطور أسعار النفط والنمو الحقيقي للاقتصاد العربي وقيم معامل الارتباط خلال الفترة بين 1990 – 2010 | **176** |
| الشكل رقم (3-1) | تطور مِؤشر أسعار الأسهم السعودي خلال الفترة 1994-2012 | **203** |
| الشكل رقم (3-2) | تطور أسعار صرف لريال السعودي مقابل الدولار خلال الفترة 1994-2012 | **205** |
| الشكل رقم(3-3) | تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم خلال الفترة 1994-2012 | **206** |
| الشكل رقم (3-4) | تطور أسعار الفائدة خلال الفترة 1994-2012 | **207** |
| الشكل رقم (3-5) | تطور الكتلة النقدية M2 خلال الفترة 1994-2012 | **208** |
| الشكل رقم (3-6) | تطور الناتج المحلي الحقيقي الاجمالي خلال الفترة 1994-2012 | **209** |
| الشكل رقم (3-7) | سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012 | **213** |
| الشكل رقم (3-8) | تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم خلال الفترة 1994-2012 | **220** |
| الشكل رقم (3-9) | تطور أسعار الفائدة خلال الفترة 1994-2012 | **221** |

| | | |
|---|---|---|
| الشكل رقم (3-10) | خلال الفترة 1994-2012M2تطور الكتلة النقدية | **222** |
| الشكل رقم (3-11) | تطور الناتج المحلي الحقيقي الاجمالي خلال الفترة 1994-2012 | **223** |
| الشكل رقم(3-12): | سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012 | **226** |
| الشكل رقم (3-13) | تطور مِؤشر أسعار الأسهم الأردني خلال الفترة 1994-2012 | **231** |
| الشكل رقم (3-14) | تطور أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار خلال الفترة 1994-2012 | **233** |
| الشكل رقم (3-15) | تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم في الأردن خلال الفترة 1994-2012 | **234** |
| الشكل رقم (3-16) | تطور أسعار الفائدة خلال الفترة 1994-2012 | **235** |
| الشكل رقم (3-17) | في الأردن خلال الفترة 1994-2012M2تطور الكتلة النقدية | **236** |
| الشكل رقم (3-18) | تطور الناتج المحلي الحقيقي الاجمالي لأردني خلال الفترة 1994-2012 | **237** |
| الشكل رقم(3-19): | سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012 | **241** |
| الشكل رقم (3-20) | سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012 | **243** |

# قائمة الرموز والمختصرات

*INDEX* : مؤشر أسعار الأسهم.

*ER* : سعر الصرف.

*CPI* : مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم.

*IR* : سعر الفائدة.

*M* 2 : الكتلة النقدية.

*RGDP* : الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

*INDEX* : مؤشر أسعار الأسهم.

*ER* : سعر الصرف.

*CPI* : مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم.

*IR* : سعر الفائدة.

*M* 2 : الكتلة النقدية.

*RGDP* : الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي .

*lindex.* :لوغاريتم مؤشر أسعار الأسهم.

*ler :* لوغاريتم سعر الصرف.

*lcpi :* لوغاريتم مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم.

*lir :* لوغاريتم سعر الفائدة.

*Lm2 :* لوغاريتم الكتلة النقدية.

*Lrgdp :* لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

*d_lindex.* :فروق سلسلة أسعار الأسهم للسنة الجارية t .

*d_ler :* :فروق السلسلة سعر الصرف للسنة الجارية t.

*d_ler (-1)* : :فروق سلسلة سعر الصرف للفترة (t −1).

*d_ler(-2) :* :فروق سلسلة سعر الصرف للفترة (t −2).

*d_cpi :* :فروق سلسلة أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم للسنة الجارية t.

*d_cpi(-1) : :*فروق سلسلة أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم للفترة (t −1).

*d_cpi(-2) :* :فروق سلسلة أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم للفترة (t −2).

*d_lir :* :فروق سلسلة سعر الفائدة للسنة الجارية t .

*d_lir(-1) :* :فروق السلسلة سعر الفائدة للفترة (t −1).

*d_lir(-2) :* :فروق سلسلة سعر الفائدة للفترة (t −2).

*d_lrgdp : :*فروق سلسلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للسنة الجاريةt.

*d_lrgdp(-1)* : :فروق سلسلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفترة (t −1).

*d_lrgdp(-2) :* فروق السلسلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفترة (t −2).

*z :* الخطأ العشوائي.

*z(-1)* : معامل التعديل.

# مقدمة

تعتبر الأسواق المالية فضاءات متاحة للمتعاملين الاقتصاديين من أجل تصريف فوائضهم المالية واستثماراها،أوالحصول على احتياجاتهم التمويلية وضمان استمرار أداء عملياتهم الاقتصادية المختلفة بالتبعية، وبذلك فإنها تضطلع بالقيام بدور فعال في الاقتصاد يتمثل في توفير الروابط اللازمة لالتقاء أصحاب الفائض وأصحاب العجز في التمويل. وتشتمل هذه الروابط على ما يتعارف عليه بأدوات السوق المالية، والمتمثلة أساسا في الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات)، إضافة إلى ما استحدث من أدوات جديدة وهي ما يعرف بالمشتقات المالية كالمستقبليات، الخيارات، المبادلات،...الخ. وعليه فإن أهمية دور الأسواق المالية تتزايد يوما بعد يوم بالنسبة لمختلف الاقتصاديات، خاصة مع يعرفه الاقتصاد العالمي بصفة عامة، والاقتصاديات المكونة لها كأجزاء فاعلة فيه من هزات وأزمات، تساهم في تعدد التعثرات المالية للمتعاملين، وتعميق فجوة الثقة بين المقرضين والمقترضين، بالإضافة إلى ما تتميز به البيئة الاقتصادية الدولية من إزالة للحواجز وفتح المجالات لانتقال الأموال بين مختلف مناطق العالم، وهو ما جعل الأزمات المنعزلة جغرافيا أكثر شمولية وعالمية أكثر من أي وقت سابق.

وتمتلك السوق المالية حساسية كبيرة ومتبادلة بالنسبة لمختلف المتغيرات الاقتصادية للاقتصاد المحلي أو الاقتصاديات العالمية، ويتأتى هذا من تدخل حجم كبير من المتعاملين الاقتصاديين، عموميون وخواص، مستثمرون ووسطاء، كبار وصغار، مما يساهم في اتساع نطاق تأثير وتأثر الأسواق المالية ووصوله إلى مختلف الميادين مهما كان درجة أهميتها في الاقتصاد. ونتيجة لهذا فإن صناع القرار وراسمي السياسات الاقتصادية في مختلف الدول يهتمون بمعرفة ومتابعة درجة تأثر السوق المالية المحلية بمختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية والجزئية، كمعدلات النمو، التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدلات البطالة، المؤشرات القطاعية، ولا يكتفون

بمؤشرات الاقتصاد المحلي فقط، بل يتعدونها إلى التأثيرات الناتجة عن مؤشرات الاقتصاد العالمي، ومؤشرات أداء الاقتصاديات الكبرى بصفة عامة، وأهم الشركاء التجاريين والماليين بصفة خاصة. وتساهم هذه الإجراءات والمتابعات في وضع خريطة السير المستقبلي للاقتصاديات، واستعمال تغيراتها التاريخية في التنبؤ باتجاه أداء السوق المالية بصفة خاصة، والقطاع المالي بصفة عامة، وبالتالي وضع الحلول والخطط التحوطية اللازمة.

وتعتبر الدول العربية بلدانا حديثة العهد بالدور الفعال للأسواق المالية في الاقتصاد، نتيجة أساسا لتأخر نموها الاقتصادي، ومعاناتها من مشاكل أداء في مختلفة المجالات، تعكس بصفة كبيرة خصائصها الهيكلية، وهشاشة بناء قواعدها التجارية والمالية، وحتى الاجتماعية والسياسية، غير أنها وعلى الرغم من ذلك، فقد عرفت بعض الأسواق المالية العربية تطورات كبيرة في مؤشرات أداءها خلال السنوات الأخيرة، وأصبحت تحقق قيما سوقية وتداولية معتبرة، وتحتل مكانة مهمة في اقتصادياتها المحلية. وترتبط البلدان العربية بالاقتصاد الدولي عموما، والاقتصاديات المتقدمة خصوصا، كغيرها من الدول النامية، بعلاقات خاصة تتميز أساسا بتبعيتها المطلقة في العديد من المجالات ذات المتطلبات التكنولوجية المعقدة، وبعض المجالات الاستراتيجية، إضافة إلى تركز نواتجها المحلية، وصادراتها بالتبعية في القطاعات الاستخراجية، والمنتجات الأولية والخفيفة. وعليه فإن هذا الوضع يسمح بتداخل العديد من المتغيرات الاقتصادية الداخلية والخارجية، والمتعلقة بأداء الاقتصاديات العربية والمتقدمة في التأثير على الأسواق المالية العربية. وبالتالي يستدعي منا دراسة مدى تأثر مؤشرات الأسواق المالية العربية بمتغيرات اقتصادياتها المحلية، ومقارنته مع درجة التأثر

بمتغيرات الاقتصاديات المتقدمة. وعلى هذا الأساس تبلورت لدينا الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة كالآتي:

**ما مدى تأثر أداء مؤشرات الأسواق المالية العربية بالتغيرات التي تطرأ على المؤشرات الكلية لاقتصادياتها المحلية والاقتصاديات المتقدمة؟**

**الأسئلة الفرعية:**

وندرج تحت هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي مكانة الأسواق المالية العربية في اقتصادياتها المحلية والسوق المالية الدولية؟
- ما هي مميزات البنية الهيكلية للاقتصاديات العربية، ودرجة تأثرها بتغيرات البيئة الاقتصادية الدولية؟
- ما مدى تأثر مؤشرات أهم الأسواق المالية العربية بكل من المؤشرات الكلية لاقتصادياتها المحلية ومؤشرات أهم شركاءها التجاريين والماليين من الدول المتقدمة؟

**فرضيات الدراسة:**

تبنى الدراسة على عدد من الافتراضات، سيتم أثبات صحتها من عدمه من خلال دراسة الجوانب المختلفة للموضوع ، والاجابة عن الاشكالية المطروحة، والتي تتشكل أساسا فيما يلي :

- تلعب الأسواق المالية العربية دورا فعال في إقتصادياتها المحلية، وتحتل مكانة هامة ضمن السوق المالية الدولية يجعلها تتأثر وتؤثر في المتغيرات الإقتصادية العالمية .
- يرجع تطور أداء الأسواق المالية العربية الى توسع النشاط الاقتصادي للدول العربية وقوته في مواجهة التقلبات الاقتصادية كنتيجة لنجاح سياسات الإصلاح الهيكلية المنتهجة.
- تتأثر مؤشرات أسعار الأسهم العربية بشكل كبير بمتغيرات اقتصادياتها المحلية، في حين تؤثر المتغيرات الاقتصادية الكلية الأجنبية عليها بشكل نسبي ومحدود.

**أهمية الدراسة:**

يندرج موضوع الأسواق المالية وعلاقتها بمتغيرات البيئة الاقتصادية المحيطة بها ضمن مجالات اقتصادية متعددة، ويسمح بإلقاء الضوء على أهم المشاكل التي يعاني منها القطاع المالي، وبالتالي يمكن أن نشتق أهمية هذه الدراسة من جانبين رئيسيتين:

- الجانب الأول يتعلق بتزايد أهمية وفعالية دور الأسواق المالية في معظم الاقتصاد العربية، ورفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى مجتمعاتها ومتعامليها، مما يدعو إلى الاهتمام بهذا الجزء الهام من القطاع المالي العربي، وإلقاء الضوء على تطوراتها، وتقييم أداءها، وتجديد أهم العوامل والمتغيرات التي تؤثر عليها؛
- أما الجانب الثاني فيتمثل في الخصائص الهيكلية التي تتميز بها الاقتصاديات العربية، والتي تساهم في زيادة درجة ارتباطها بأداء الاقتصاد الدولي، وتعدد المتغيرات والمؤشرات التي تؤثر في أداء الأسواق المالية العربية، بين محلية ودولية.

**أهداف الدراسة:**

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى إبراز تأثر أداء الأسواق المالية العربية بكل من متغيرات البيئة الاقتصادية المحلية والدولية، ومقارنة درجة هذا التأثير، والتعرف في الأخير على درجة تبعية أداء مؤشرات الأسواق المالية العربية لمؤشرات أداء اقتصاديات الدول المتقدمة الكلية.

**مبررات اختيار الدراسة:**

تم اختيار هذا الموضوع بالنظر إلى الإهتمام المتزايد بالأسواق المالية في محاولة الباحثين ايجاد حلول تحول دون تأثر الأسواق المالية بتقلبات الدورة الاقتصادية، بالإضافة الى دوافع أخرى:

- دخول الموضوع في إطار التخصص في مجال الأسواق المالية على مستواها الدولي.

- يعتبر البحث تمهيدا لأبحاث ودراسات قادمة في مرحلة الدكتوراه في مجال الأسواق المالية.

**حدود الدراسة:**

تقتضي الدراسة الجيدة للموضوع وفق المنهج العلمي السليم ضبط الحدود الزمنية والمكانية لإيجاد الاجابة المباشرة والمضبوطة على الاشكالية الرئيسية، واختبار الفرضيات بشكل صحيح. ولتحيق ذلك قمنا بإنجاز هذا البحث ضمن الحدود والأبعاد التالية:

- **البعد الزمني:** شمل البحث دراسة تطور الاقتصاد العربي بما في ذلك الأسواق المالية العربية في مرحلة تعاظم فيها اهتمام الحكومات العربية بتطوير أسواقها المالية المحلية والتي تمتد على طول الفترة من سنة1994 إلى غاية سنة 2012 .
- **البعد المكاني:** تم اسقاط الدراسة على الأسواق المالية العربية من خلال مجموعتين من الدول العربية، المجموعة الأولى هي مجموعة الدول العربية النفطية حيث أخذت السعودية كعينة لها، والمجموعة الثانية التي تمثل الدول غير النفطية حيث اخذت الأردن كعينة لها.

**منهج الدراسة:**

للإجابة عن الاشكالية المطروحة واختبار صحة فرضياتها والوصول إلى الأهداف المرجوة، استعملنا المنهج الاستنباطي بأداتي الوصف والتحليل، من خلال وصف المفاهيم النظرية للأسواق المالية و المتغيرات الاقتصادية الكلية في الدول العربية، بالإضافة إلى تحليل تطورها خلال فترة الدراسة، كما تم استخدام المنهج الاستقرائي من خلال استخدام الأدوات القياسية لاختبار مدى تأثر مؤشرات أهم الأسواق المالية العربية بكل من المؤشرات الكلية لاقتصادياتها المحلية ومؤشرات أهم شركاءها التجاريين والماليين من الدول المتقدمة.

**الدراسات السابقة:**

**▪دراسة إياد خالد شلاش المجالي، رانيا الدروبي**

*"أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994-2009)".*

تناولت الدراسة العوامل المؤثرة في حجم صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد عد متغير حجم صافي الاستثمار الأجنبي مؤشراً على حجم الطلب على الاستثمار في أسهم السوق، وقد بينت الدراسة أثر كل من متغير أسعار الصرف الحقيقية، ومتغير عرض النقد، ومتغير سعر السهم السوقي، ومتغير حجم الإنفاق المحلي والأجنبي، في حجم صافي الاستثمار الأجنبي خلال السنوات (1978-2007)، وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر تلك العوامل باستخدام(*VAR) (Victor Auto Regression*) ونموذج تصحيح متجهات الخطأ ، نموذج *(Error Correction Mechanism) (ECM)*، واستُخدِم اختبار ديكي فولر(*Dicky-Fuller)* لمعرفة هل كانت متغيرات الدراسة مستقرة مع مرور الزمن؟ واختبار جوهانس للتكامل المشترك لبيان وجود علاقة توازنية في المدى الطويل كما طُبق اختبار جرينجر *Granger Causality)* *Test)* لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات، فبينت نتائج اختبار جرينجر للسببية وجود علاقة سببية بين المتغيرات، بعضها علاقة أحادية الاتجاه، وبعضها الآخر علاقة تبادلية، كما أظهرت وجود علاقة طردية بين المتغير التابع وبين المتغيرات المستقلة، وقد حققت أغلب المتغيرات الاقتصادية أثر ايجابيا على نشاط بورصة عمان.

▪دراسة ***Ramin Cooper ، Lee How ، Mohamed Hamzah ، 2004***

*"Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices."*

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي( أسعار الفائدة، ومستويات الأسعار، وأسعار الصرف، وعرض النقود)، وبين مؤشرات سوق رأس المال في سنغافورة( مؤشر قطاع التمويل ومؤشر قطاع العقارات، ومؤشر قطاع الفنادق)، ومدى أثر علاقة هذه المتغيرات في سوق الأسهم، وباقي القطاعات الاقتصادية الأخرى، حيث استخدم الباحثون طريقة يوهانسن للتكامل المشترك لتفسير توازن العلاقة بين المتغيرات في المدى الطويل، وقد خلصت دراستهم إلى وجود علاقة بين مؤشرات سوق الأسهم في سنغافورة وبين مؤشر قطاع العقار والرقم القياسي العام، وأسعار الفائدة طويلة الأجل والانتاج الصناعي وعرض النقود وأسعار الصرف. حيث توصلوا أن العلاقة تكون أوضح في المدة الزمنية القصيرة، وبينوا أنه يجب على الدولة أن تكون أكثر حذر عند قيامها بتغيرات في الاقتصاد، من شأنها أن تؤثر في متغيرات الاقتصاد الكلي مثل النقود وأسعار الفائدة وسعر الصرف غاية اجراء عملية التصحيح الاقتصادي.

**▪دراسة عباس كاظم جاسم الدعمي:**

*"أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية 1990-2006 )." أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والإقتصاد في جامعة الكوفة، وهي جزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية 2008.*

وقد درس الكاتب العلاقة بين عناصر السياسات النقدية والمالية في البلدين كمتغيرات مستقلة ومؤشرات الأسواق المالية فيهما كمتغيرات تابعة، واستنتج في الأخير أن السياسة النقدية

أكثر تأثيرا من السياسة المالية في مؤشرات سوق مصر المالية، بينما جاء تأثير السياسة المالية أكبر من تأثير السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق نيويورك المالية.

تناولت جل الدراسات السابقة المعروضة _أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية على سوق رأس المال، لمعرفة مدى مساهمة النشاط الاقتصادي في تفعيل أداء سوق رأس المال المحلي، الا أنها أهملت تلك التأثيرات الناجمة عن المتغيرات الاقتصادية للدول المتقدمة الشريكة. وهذا ما يشكل الاضافة من خلال بحثنا المقدم.

**تقسيمات الدراسة:**

ولمعالجة هذا الموضوع والإلمام بكل جوانبه فقد وضعنا خطة لدراسته تتكون من ثلاث فصول وخاتمة كالتالي:

- الفصل الأول خصّصناه لواقع الأسواق المالية العربية، وسنعالجه من خلال ثلاث مباحث، في المبحث الأول نتعرف على مفهوم الأسواق المالية وكفاءتها، والمؤشرات الأساسية لقياس أدائها. أما المبحث الثاني فنعرض من خلاله التطور التاريخي للأسواق المالية العربية، وأهم الخصائص المميزة لها والجهود المبذولة لتطويرها. وفي المبحث الثالث نتعرض إلى دراسة تقييمية لتطور أداءها خلال الفترة(1994-2012) ومقارنتها بنظيرتها من الدول المتقدمة.
- وفي الفصل الثاني نتعرض فيه بالدراسة إلى تطور مؤشرات أداء الاقتصاد العربي وهذا من خلال ثلاث مباحث، في المبحث الأول نتعرف على الاطار النظري للدورة الاقتصادية من خلال التعرف على مفهومها وانواعها ومراحلها وأهم المؤشرات لقياس تقلباتها. أما المبحث الثاني فنتعرض فيه إلى دراسة تطور أداء الاقتصاد العربي خلال الفترة(1994-2012). أما المبحث الثالث فسوف نتطرق إلى انعكاسات المتغيرات الاقتصادية الدولية لا سيما الأزمة

المالية العالمية لدول جنوب شرق أسيا وتداعيات أزمة الرهن العقاري الامريكي وكذا تقلبات أسعار النفط على الاقتصاد العربي.

▪مثّل الفصل الثالث والأخير الجانب التطبيقي للدراسة التي أُجريت على السوق المالي السعودي والسوق المالي الأردني، وذلك من خلال الاختبارات القياسية لمعرفة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية (الأمريكية) المتمثلة في كل من سعر الصرف، مؤشر أسعار الاستهلاك، أسعار الفائدة الاسمية، الكتلة النقدية*M2*، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغيرات مستقلة، على مؤشر أسعار الأسهم كمتغيرتابع. وعلى هذا الأساس قسمنا الفصل الثالث إلى ثلاث مباحث، خصصنا المبحث الأول لإظهار العلاقة النظرية بين المتغيرات الاقتصادية وأسعار الأوراق المالية من خلال التعرف على آلية انتقال آثار تغير المؤشرات الاقتصادية الكلية إلى الأسواق المالية. وفي المبحث الثاني ندرس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم السعودي في أسواقها المالية. أما المبحث الثالث فندرس فيه تأثير المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم الأردني.

▪أما خاتمة البحث فنخصّصها لعرض ملخص عن البحث وأهم النتائج التي خرجنا بها من هذه الدراسة، ونتائج إختبار الفرضيات التي وضعناها، بالإضافة إلى مجموعة من التوصيات، ومجموعة من الآفاق التي يمكن أن تشكل إشكاليات مكملة لإشكاليتنا الموضوعة في هذا البحث.

# الفصل الأول: واقع الأسواق المالية العربية

## تمهيد:

تعاظم دور الأسواق المالية في الحياة الاقتصادية خاصة في ظل توسع النشاط الاقتصادي في العالم عامة، وفي الدول الصناعية الكبرى خاصة. هذا التطور السريع جعل الدول المتقدمة أمام حتمية توفير التمويل اللازم لاقتصادياتها من أجل استكمال عملية التنمية الاقتصادية، فكانت الأسواق المالية الخيار الوحيد للوصول إلى هذا المسعى. ومنذ ذلك الوقت صارت الدول تهتم بتطوير أسواقها المالية وجعلها أكثر تنافسية لضمان جلب أكبر قدر من رؤوس الأموال الأجنبية، من خلال رفع كفاءتها، مما بوءاها لتشكل الحلقة الأساسية في عملية التمويل، فصارت الأسواق المالية في الدول المتقدمة تشكل نموذجا يقتدى به من طرف الدول النامية بما في ذلك الدول العربية التي بزر إهتمامها بتطوير أسواقها خلال العقديين الماضيين تزامنا مع تخليها في معظمها عن النظم الإشتركية و وتبنيها للنظام الإقتصادي الرأسمالي، فكان اندماج اقتصادياتها مرهون بتطوير أسواقها المالية وجعلها أكثر تنافسية بما يمكنها من استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية ورفع حجم الاستثمار الأجنبي لتحقيق الهدف النهائي في تطوير الاقتصاد بشكل عام. وعليه فمن خلال هذا الفصل سيتم دراسة التطورات التي شهدتها الأسواق المالية العربية بداية من التأصيل النظري لمفاهيم الأسواق المالية ومعايير قياس كفاءتها لنتمكن في الأخير من معرفة مكانتها ضمن السوق المالية الدولية بعد التطرق لخصائص المميزة لها وأهم التطورات التي مرت بها . وعلى هذا الأساس تم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاث مباحث تناولنا فيها ما يلي:

- ✓**المبحث الأول** : مفاهيم عامة حول الأسواق المالية .
- ✓**المبحث الثاني** : الأسواق المالية العربية بين النشأة والتطور
- ✓**المبحث الثالث:** مكانة الأسواق المالية العربية ضمن السوق المالية الدولية.

## المبحث الأول : مفاهيم عامة حول الأسواق المالية .

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط. وتتركز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات إلى مشروعات كبيرة وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية ومشروعاتها الاستثمارية، ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركاء عن المعروض منه في السوق المالي ظهرت الأسواق المتقدمة مع الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل.

### المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية.

تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية كبرى للاقتصاد الوطني والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

#### أولا: تعريف الأسواق المالية

السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي من خلالها المشترون والبائعون و الوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات

الرأسمالية و النقدية، لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات، والى حد ما إلى عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا[1].

يتدخل في السوق المالية العديد من المتعاملين، كل على حسب حاجاته ورغباته ووظائف الرئيسية بشكل يجعل عملها متكاملا، من أبرزها :

أ- **صناديق الاستثمار:** وهي صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين، أو شركات المساهمة تديرها شركات مساهمة أخرى مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار، يعتمد عملها على تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، وتستخدم تلك الأموال في استثمارات في الأوراق المالية بما يحقق أقصى ربح بأقل المخاطر، حيث تشكل صناديق الاستثمار أهمية كبرى في السوق المالية نتيجة لأنها تجمع أكبر حجم من الأموال، واستثمارها بكل خبرة وكفاءة[2].

**ب- الشركات والمؤسسات:** يتدخل في السوق المالية العديد من الشركات والمؤسسات بمختلف أنواعها وطبيعة نشاطها ، فهناك الشركات التي تعمل في مجال الوساطة المالية والتي تظم شركات السمسرة وشركات المقاصة والتسوية، بالإضافة إلى الشركات القابضة والمؤسسات المالية التي تتعامل في السوق المالية لحسابها الخاص.

**ت-المستثمرون الأفراد:** ويمثلون كبار الذين يقومون بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات أولا بأول، ورصد تحركات السوق بما يجعل قراراتهم الاستثمارية سليمة ،في وقت لا

---

[1]- **هوشيار معروف،** الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفا للنشر و التوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2003، ص 58.

[2]- **طارق عبد العال حماد،** دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية، للطبع و النشر والتوزيع، مصر ،سنة 2000، ص 29.

تتوفر هذه الإمكانيات للمستثمرين الصغار ما يجعلهم يتوجهون نحو المؤسسات المالية المتخصصة في التداول في السوق المالية[1].

يتعامل المتدخلون في الأسواق المالية بأدوات مالية متعددة ساهم التطور التقني والاقتصادي في تحديثها، وإفراز أدوات جديدة تلاءم احتياجات ورغبات المتعاملين، والتي تنقسم في أساسها إلى أدوات مالية تقليدية تظم بشكل عام السندات والأسهم بمختلف أشكالها، وكذا الأدوات المالية الحديثة التي استحدثت للتعامل بها كنتيجة لزيادة درجة المخاطرة وعدم التأكد المتعلقة بالاستثمارات المالية ، بالإضافة إلى زيادة إمكانية التربح وبطرق عديدة، وهي أصول مالية تشتق قيمها من الأصول محل التعاقد ولذلك يطلق عليه مصطلح المشتقات المالية ، تتمثل أساسا في:

أ-**العقود الآجلة:** وهي عبارة عن اتفاق عن شراء و بيع أصل معين في وقت مستقبلي مقابل سعر معين يكون عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية واحدة وأحد عملائها من المنشأة. [2] تكون هذه العقود ملزمة للطرفين عند حلول تاريخ التنفيذ بما يقضي بتسليم البائع للأصل مقابل استلامه مبلغ السعر المتفق عليه في العقد، هذا الذي يجعلها لا تتناسب مع عدد أكبر من المتعاملين في السوق المالية مما يجعل عددها قليل ومحدود.

**ب- العقود المستقبلية :** هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أو ورقة مالية ) بسعر محدد مسبقا ، على أن يتم التسليم و الاستلام في تاريخ لاحق في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى

---

[1]-**محمد الصيرفي**، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر سنة 2006، ص 14.

[2]- **طارق عبد العال حماد**، المشتقات المالية ( المفاهيم -إدارة المخاطر - المحاسبة )، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع،مصر، سنة 200، ص12 .

السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية ، وذلك لحماية كل طرف من المشاكل المتعلقة بعدم مقدرة الطرف الأخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه. [1]

**ت-عقود الخيار** : وهي عقد يتيح لمشتريه شراء خيار (خيار الشراء) أو بيع (خيار البيع) سلعة معينة أو أصل معينا بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد. [2] يسمى عقد الخيار بالخيار الأمريكي إذا كان تاريخ التنفيذ فترة محدودة، وإذا كان تاريخ التنفيذ معين يسمى الخيار الأوربي، وقد يكون تاريخ التنفيذ في شكل تواريخ محددة وخلال فترة زمنية معينة. يعطي الخيار لمشتريه الحق في التنفيذ من عدمه عند حلول التاريخ المتفق عليه على حساب بائع الخيار، وتستعمل الخيارات للمضاربة المستقبلية وتحقيق الأرباح أو التغطية ضد المخاطر.

**ث-عقود الأفضلية warrants:** تعني حقوق الأفضلية بأنها خيارات طويلة الأجل تصدرها شركات المساهمة تعطي حاملها الحق في شراء عدد محدد من أسهم الشركة عند سعر معين، وعموما تعطى هذه إلى من يرغب بشراء أداة دين استثمارية (سندات ) ترغب الشركة بطرحها في السوق بسعر فائدة أقل بهدف تشجيع المستثمرين على شراء سندات الشركة .

**ثانيا: تصنيف الأسواق المالية**

إن تصنيف السوق المالية يشكل أهمية بالغة كونه يساعد في تجزئتها، ويجردها من ذلك النطاق الواسع الذي يصعب حصره ، حيث يستند تصنيف السوق المالية إلى عدة معايير من أهمها:

---

[1]- **منير إبراهيم هندي**، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، توزيع منشأة المصارف بالإسكندرية، مصر سنة 2002، ص 631.

[2]- ***Dov ogien**, pratique marché financiers, Edition bunod, paris 2005, p 271.*

*معيار طبيعة الأوراق المتداولة في السوق وتنقسم أسواق المال حسب هذا المعيار إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية.

* معيار غرض التمويل؛ وتقسم أسواق المال حسب هذا المعيار إلى أسواق نقد وأسواق رأس مال.

* حسب حقوق الالتزامات المترتبة على أدوات الاستثمار المتداولة فيها تقسم الأسواق المالية إلى أسواق دين وأسواق ملكية.

* وطبقا لأسلوب التمويل تقسم إلى أسواق القروض وأسواق الأوراق المالية .

*وحسب الحدود الوطنية إلى أسواق محلية و أسواق عالمية .

يوجد العديد من التصنيفات للأسواق المالية، يمكن التمييز بين تصنيف و أخر بناء على الأساس المستخدم في عملية التصنيف وغالبا ما تصنف الأسواق المالية على أساس تاريخ استحقاق الأموال بين طويلة الأجل قصيرة، وهذا كما يلي:

**أ-السوق النقدي *Money Markers*:**

يتم من خلال السوق النقدي تبادل أدوات النقد قصيرة الأجل ذات تاريخ استحقاق أقل من سنة[1]. ومواصفات سوق النقد أنها لا تحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل من مجموعة البنوك بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة لنشاط السوق، لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وذات مخاطر منخفضة تصدرها الحكومة والشركات ذات المصادر الائتمانية القوية. [2]

[1]- **محمد عبد الحميد عطية**، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، القاهرة – مصر، سنة 2011،ص 25.

[2]- **أرشد فؤاد التميمي ، أسامة غربي سلام**، الاستثمار بالأوراق المالية –تحليل وإدارة، عمان-الأردن سنة 2004 ،ص 114.

تتوفر في سوق النقد مجموعة من الأدوات المالية التي تشكل بطبيعتها دينا، فتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية ، ويمكن تصنيف مجمل الأدوات المالية المتاحة في سوق النقد كما يلي:

**ب-السوق المالي *Financial Market***

يمثل السوق المالي سوقًا طويلة الأجل يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية من أسهم وسندات بالإضافة إلى المنتجات المالية المبتكرة، ويتم في السوق المالي تعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتحويلها إلى استثمارات منتجة من طرف أصحاب العجز المالي .ولتحقيق هذه الغاية تقوم الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة بإصدار الأوراق المالية بغرض تغطية العجز الموازني وتمويل المشاريع الضخمة بالنسبة للحكومات، والتوسع في المشاريع القائمة أو القيام باستثمارات جديدة بالنسبة للمؤسسات. وتنقسم السوق المالي عادة إلى سوق أولي وسوق ثانوي.

- **السوق الأولي*Primary Market***: يتم في السوق الأولي إصدار الأوراق المالية لأول مرة، فيتم تحويل المدخرات إلى موارد مالية طويلة الأجل تستفيد منها الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة، ومقابل تحصيل تلك الموارد يتم إصدار أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص، حيث يقتصر الاكتتاب الخاص على أعوان اقتصاديين محددين، بينما يسمح لجمهور المدخرين بدون استثناء اقتناء الإصدارات الجديدة عن طريق الاكتتاب العام. وتضطلع المؤسسات المالية المتخصصة- عادة بنوك الاستثمار -بمهمة الوساطة بين مصدري الأوراق المالية والمستثمرين فيها.

- **السوق الثانوي *Secondary Market***: يجري في السوق الثانوي تداول الأوراق المالية المصدرة سلفًا في السوق الأولي، وتعمل السوق الثانوي على تحقيق السيولة وتنشيط المدخرات، فبالنسبة لعنصر السيولة، فإن تحقيقها يضمن للمستثمرحرية تداول الأوراق المالية بيعًا أو شراءً

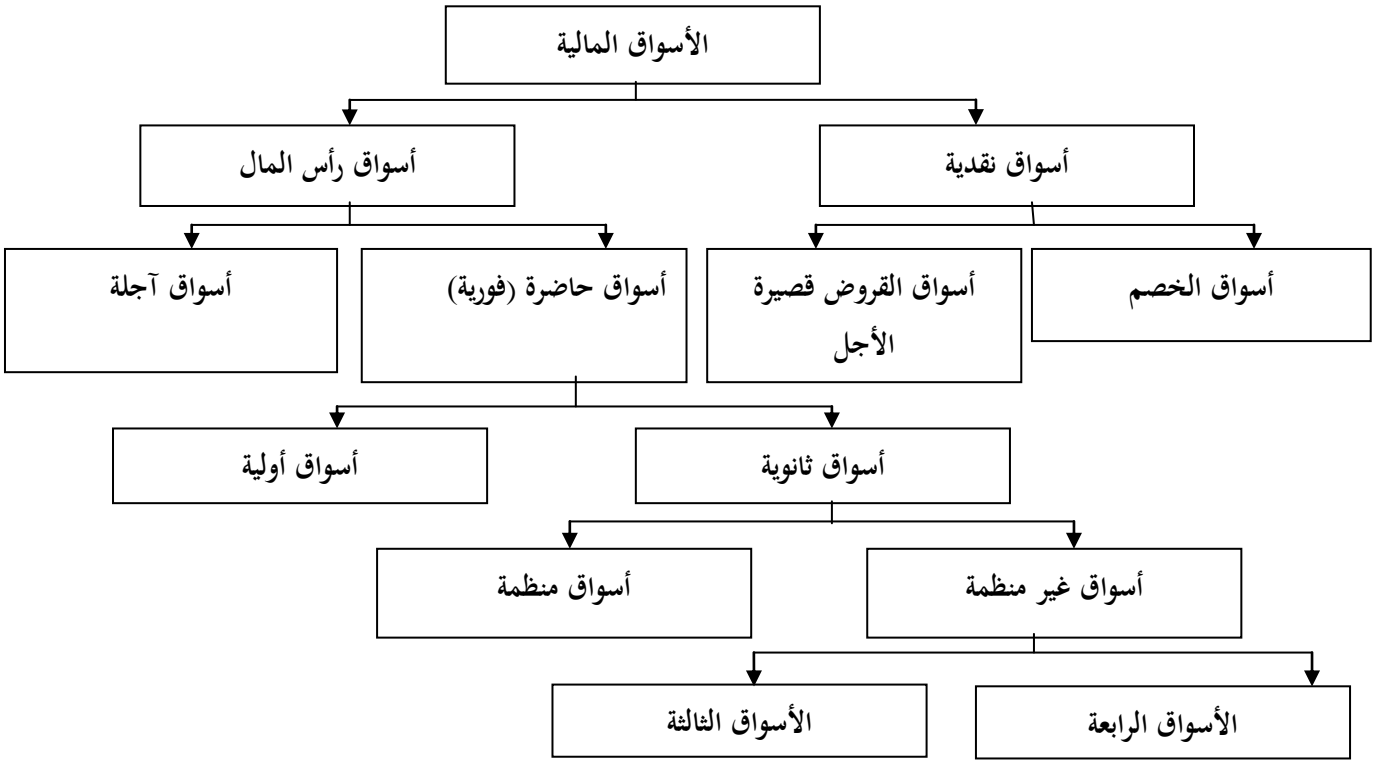
وبالتالي القدرة على الاحتفاظ بالقيم المالية أو التخلص منها في أي وقت، أما بالنسبة لعملية تنشيط المدخرات فتضمن استمرارية السوق الأولي بفضل المعلومات التي يوفرها السوق الثانوي حول القيم المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي[1]. وتتميز السوق الثانوي بالنشاط مقارنة بالسوق الأولي. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، حيث تضم السوق المنظمة البورصات التي تخضع لقوانين وتدابير تنظيمية تشرف على سيرها وقبول إدراج الأوراق المالية بها هيئات متخصصة. أما الأسواق غير المنظمة فليس لها مكان محدد للتداول وتعرف التعاملات بها بالتعاملات على المنضدة Over the Conter وتمثل الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة الرسمية أهم المنتجات، المالية المتداولة بها، خاصة السندات، في حين يتم تداول الأسهم على نطاق ضيق في هذه السوق. ونظرًا لعدم تقيدها بالمكان، فإن تحديد أسعار التعاملات في الأسواق غير المنظمة يتم وفقًا للمفاوضات التي تتم بين البائع والمشتري، وتتميز هذه الأسواق بشبكة متطورة من الاتصالات تساهم في التخفيف من أعباء التعاملات. وتتفرع عن الأسواق غير المنظمة في الولايات المتحدة الأمريكية السوق الثالث والسوق الرابع.[2]حيث يتضمن هذين السوقين الصفقات التي تتم حول القيم المنقولة المدرجة في البورصة لكن عملية التداول تتم خارج السوق الرسمي. ويتم الاعتماد في السوق الثالث على نظام معلوماتي للسمسرة Proprietary Trading Systems يعمل وسطاء البورصة على تزويده بالأوامر، أما السوق الرابع فيتم التفاوض فيه بين

[1] -***Ross LEVINE***, *spur of stock market, in Finance & Development, Vol. 33, N°1. Mars 1996, p.16.*

[2]– **محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام**، المؤسسات المالية، البورصة والبنوك الاستثمارية،الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية، سنة 2000، ص-ص 17-18.

المستثمرين بشكل مباشر، وتسمح هذه السوق بتنفيذ أوامر تتميز بحجم كبير من الأوراق المالية [1].

ويلخص الشكل رقم (1-1) مختلف تقسيمات الأسواق المالية.




**الشكل رقم (1-1): تقسيمات الأسواق المالية**

**المصدر: نجاة زياني:** دور نظام الإفصاح في إرساء وتدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية –دراسة بعض أزمات التلاعب في الإفصاح– ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، مالية وبنوك،

جامعة سعد دحلب بالبليدة، 2012، ص28.

[1].- ***Bernard BELLETANTE***, *Dictionnaire de la Bourse et des Marchés, Paris : Hatier, 1996, p159 .*

**ثالثا: وظائف السوق المالية**

لقد تعاظم دور السوق المالية بظهور الابتكارات المالية الحديثة بشكل جعلها تقوم بوظائف جديدة بالإضافة إلى الوظيفة التقليدية في عملية الوساطة المالية ومن أهم وظائف السوق المالية :

**أ-تشجيع الادخار**

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

**ب-مخزن للثروة**

توفر الأسواق المالية أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة من خلال الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق، فعلى الرغم من أن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعتبر أفضل مستودع للقيمة كلا أفضل شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة، حيث أنه في ظل التطورات كالتغيرات الاقتصادية أصبحت النقود تؤدي دور مقياس للقيمة دون الأدوار الأخرى التي استأثرت بها الأدوات المالية الحديثة كالأسهم والسندات التي أصبحت تحقق لصاحبها الربح والأمان لضمان زيادة الثروة فهي تدر على صاحبها عائدا أو دخلا نقديا يساوي قيمة الثروة مضروبا في نسبة العائد عليها(r) إذ أن[1]:

$$Y=W.r$$

وبطبيعة الحال يمكن استخدام الدخل المتولد من الثروة لأغراض الاستهلاك والادخار،إذ يمثل الادخار بذلك مصدر تراكم الثروة المالية أي أن : $Y= C+S$ .

[1]-**عباس كاضم الدعمي**، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية ،دار صفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن ،سنة 2010،ص124.

فضلا عن ذلك فإن الأوراق المالية التي تصدر في الأسواق المالية لا تتعرض للاندثار في الوقت الذي تعد مخاطرها أقل من مخاطر الأشكال الادخار أو الاحتفاظ بالثروة. ومثلما تقوم السوق المالية بتوفير الفرص لتحويل النقود إلى أشكال أخرى مالية للاحتفاظ بالثروة فأنها في نفس الوقت توفر الفرص لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجداتهم المالية إلى نقود في أي وقت يحتاجون إلى سيولة تامة[1].

**ج-توفير السيولة:**

تؤثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، كون أن الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن غالبا ما يتخلى المستثمرين عن السيطرة عن مدخراتهم لفترات طويلة، وتجعل أسواق المال السائلة الاستثمار أقل خطرا وأكثر جاذبية، لأنها لا تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة، واستردادها إذا رغبوا في تغيير محافظهم الاستثمارية، في الوقت التي تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم[2].ومن خلال تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل والأكثر ربحية ، فان السوق المالية بتوفيرها للسيولة تحسن من تخصيص رأس المال، وتعزز من أفاق النمو الاقتصادي في الأجل الطويل . كما يمكن للسيولة التي توفرها الأسواق المالية أن تؤدي إلى رفع مستويات الادخار والاستثمار.

---

[1]- **عبد المنعم السيد علي، نزار سعيد الدين العيسي،** النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2004، ص 69.

[2]- **عاطف وليد أندراوس** ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،مصر،سنة 2006 ،ص 235 .

**د-المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار :**

ويتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية[1]:

- **التأمين** : ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحريق والسرقات وتأمين السيارات ...إلخ ،وخاصة في مجال الاستثمار الحقيقي ؛
- **التنويع** : أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار عملا بالمبدأ القائل(لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة) ، وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنويع ؛
- **التحوط** : أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل ،وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيرا إذ أنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه النقود ؛

**هـ-السوق المالية كمؤشر لحالة الاقتصاد**

تمثل السوق المالية مؤشرا هاما يعبر عن الحالة الاقتصادية العامة للبلد، حيث تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ من خلال موقعها كمركز تيم فيه جمع وتحليل التذبذبات في الكيان الاقتصادي ، ومعرفة أسبابه وتعتبر السوق المالية أول من يظهر فيها تقلبات الدورة الاقتصادية من رواج وركود مما يجعلها كأداة للإنذار المبكر عن مرحلة الركود الاقتصادي في البلد وبتالي تساهم في تحديد السياسات الاقتصادية الكلية بما في ذلك السياسة النقدية والمالية ؛

---

[1]-**طارق محمد الخليل الأعرج** ، مقرر الأسواق المالية ، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك ، كلية الإدارة والاقتصاد، ص 08.

**المطلب الثاني:كفاءة السوق المالية.**

إن الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية تستدعي الاهتمام بالكثير من الأساسيات، المتمثلة في تحديد كل من مفهوم السوق الكفء، الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية وأخيرا الصيغ المختلفة لكفاءة السوق.

**أولا: مفهوم السوق الكفء**

تعرف السوق الكفء على أنها ":السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيها مساوية لقيمتها الحقيقية وتترك عشوائيا دون إمكانية السيطرة عليها"؛[1]

وفي السوق الكفء يظهر ما يسمى بـ "السعر العادل للورقة المالية "، والذي يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في الورقة المالية من مخاطر. ويستوجب مفهوم الكفاءة بالشكل السابق ضرورة توافر كافة البيانات والمعلومات ، وتكون متاحة لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت ، لكن هذا لا يعني تماثل تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعة ومستوى المخاطرة، ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواع مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبرتهم في تعاملات أسواق رأس المال. [2]

---

[1]–**عصام فهد العربيد**،" الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، دار الرضا للنشر، سوريا، طبعة 1،سنة2002 ، ص46.

[2]– **صلاح الدين حسن السيسي**، الأسواق المالية : الأزمة المالية العالمية (الأسباب التداعيات ، سبل المواجهة)في ظل منظمة التجارة العالمية ، دار الفكر العربي،مصر، سنة 2008 ، ص 164.

ونقول عن سوق أنها كفء إذا كانت أسعار الأسهم تمثل أفضل التقديرات للقيمة السوقية لشركة معينة، وبعبارة أخرى فإن الأسعار تعكس بدقة المعلومات المتخذة في تقييم الشركة[1].

ويعطى النموذج العام لكفاءة السوق المالية كما يلي[2] :

$$P_{i,t} = \alpha_i \times E\left(P_{i,t} / Q_{t-1}\right) + \beta_i Z_i + \varepsilon_{i,t} \quad \text{.....(1-2)}$$

حيث: $P_{i,t}$: سعر الورقة المالية $i$ في الزمن $t$ .

$Q_t$: مجموعة المعلومات المتوفرة في الزمن $t$.

$Z_{i,t}$: شعاع الأسس المعتبر كمحددات لـ $P_i$ .

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي الذي يمثل تأثير العوامل الخارجية على $P_i$ .

وهذا النموذج يأخذ شكله المبسط عندما يكون: $\alpha_i = 1$ و $\beta_i = 0$ ، و $Q_{t-1}$ تمثل السلسة الزمنية لأسعار الورقة المالية $i$ . وبالتالي تكتب المعادلة السابقة كما يلي:

$$E\left(P_{i,t} / Q_{t-1}\right) = P_{i,t-1} \quad \text{.....(2-2)}$$

ويرتبط مؤشر الأسهم ارتباطا وثيقا بكفاءة السوق المالية، ويرجع هذا إلى تأثر أسعار الأسهم المكونة للمؤشر بالمعلومات الواردة إلى السوق سلبا أو إيجابا يؤثر مباشرة على قيمة المؤشر بالانخفاض أو بالارتفاع وبتالي فما ينطبق على الأوراق المالية في علاقتها بالكفاءة ينطبق بالضرورة على مؤشر أسعار الأسهم.

وفي السوق الكفء يتم تخصيص الموارد المالية بشكل كفء، إلا أنه في الحقيقة لكي يتمكن السوق من التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوفر على سمتين أساسيتين هما[1]:

---

[1] -***C.A. Vailhen***, *évaluation de l'entreprise et cout de capital .libraire Vuibert, 1981, p92.*

[2]- ***Robert COBBAUT***, *Theorie financiére. Edition ECONOMICA, 3eme edition, 1994. P26.*

- **كفاءة التسعير** :وتدعى الكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين بسرعة دون فاصل زمني كبير –وكذلك بدون تكلفة باهظة مما يجعل الحصول على المعلومات متاحة للجميع.
- **كفاءة التشغيل** :وتدعى بالكفاءة الداخلية، وتعني إمكانية تحقيق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار وصناع السوق من تحقيق أرباح غير عادية.

**ثانيا: أنواع كفاءة الأسواق المالية**

في مجال كفاءة السوق المالية يتم التمييز بين مفهومين أساسيين للكفاءة، هما مفهوم الكفاءة الكاملة، ومفهوم الكفاءة الاقتصادية:

**أ–الكفاءة الكاملة:**

السوق الكفء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة، يعني أنه لا يوجد عائق زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يعني التأثير المباشر بناءا على المعلومات الواردة إلى السوق. فجميع من ينتظر منهم البيع والشراء على علم مستمر بالأسعار التي تعقد بها الصفقات وعلى علم بما يعرضه البائعون وما يطلبه المشترون، لهذا يرى الاقتصاديين الماليين من أن سوق الأوراق المالية تعتبر سوقا كاملة إذا ما كان باستطاعة

[1] – **منير هندى** ، **رسمية قرياقص** ،"الأسواق و المؤسسات المالية" ، مكتبة الإشعاع ، الإسكندرية ، سنة1995، ص501.

كل مستثمر في جميع الأوقات أن يعرف أفضل الأسعار التي يستطيع أن ينجز بها عمليات البيع والشراء[1]. وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط[2] أهمها :

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أية كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبيين مما يعني قابلية الأسهم للتجزئة.
- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أيا منهم على حركة الأسعار في السوق ، وبتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.
- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الشروط صعب توافرها في الواقع في السوق المالية جملة واحدة، فهي تبقى تجسد الجانب النظري أكثر منه الجانب الفعلي نظرا لعدت أسباب منها التشريعية والتنظيمية وأخرى تحول دون تحققها ما يجعل السوق المالية لا تجسد الكفاءة الكاملة إلا نادرا، وبالمقابل فإن السوق المالية تستطيع أن تحقق الكفاءة الاقتصادية.

**ب-الكفاءة الاقتصادية:**

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يرتكز على أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة، وأنه دائما في سباق مع الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعده في بلوغ ذلك الهدف .[1]وعليه، وفي

---

1-**سمير عبد الحميد رضوان،** أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة-مصر سنة 1996،ص64.

2- **صلاح الدين حسن السيسي،** مرجع سبق ذكره ، ص165.

ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضى بعض الوقت منذ وصول لمعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد ن أعلى أو اقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، لكن في ظل وجود تكلفة المعاملات كالضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون هذا الفرق كبيرا إلى الدرجة التي يحقق فيها مستثمر ما فارق ربح كبير على مستثمر آخر، خاصة في المدى الطويل[2].

**ثالثا: صيغ الكفاءة**

تنقسم صيغ الكفاءة إلى ثلاث مستويات تصنف درجة كفاءة السوق المالية من ضعيفة إلى متوسطة وقوية.

**أ-الصيغة ضعيفة الكفاءة**

وتسمى أيضا ب"**نظرية الحركة العشوائية للأسعار** "ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية التي جرت في الماضي(سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين ) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لأخر لا يسير على نمط واحد.

---

[1] -**عماد صلاح سلام** ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والتنمية المتواصلة ، حقوق الطبع والنشر للمؤلف، أبو ظبي، سنة 2002،ص 237.

[2] - **منير إبراهيم هندي** ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، توزيع منشأة المعرف بالإسكندرية ،سنة 2002، ص 501.

**ب-الصيغة متوسطة الكفاءة :**

يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ومنذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

**ج- الصيغة قوية الكفاءة**

تعتبر الصيغة القوية لكفاءة السوق بمثابة أعلى مستويات الكفاءة لسوق المالي، وذلك حينما تكون الأسعار تعكس تماما وبشكل سريع كافة المعلومات المطروحة.

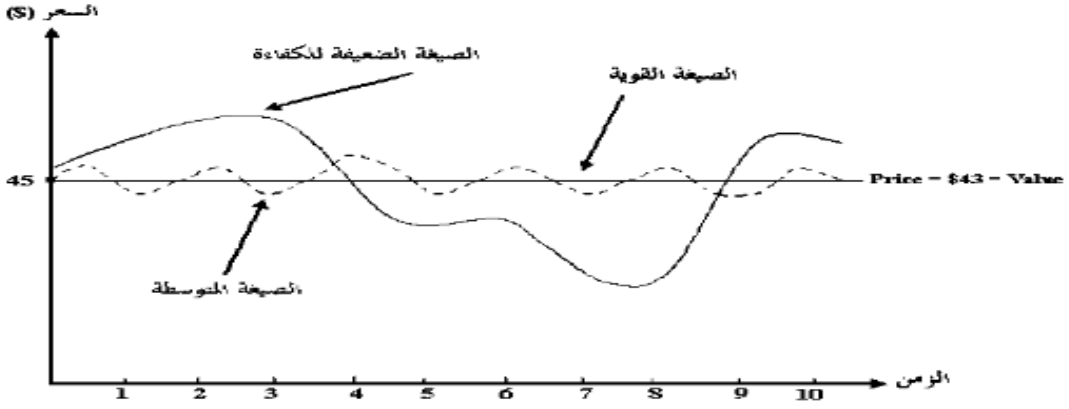
تعكس الصيغة القوية للكفاءة جميع المعلومات العامة المتاحة للجميع وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوفر لمجموعات معينة، مثل كبار العاملين بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية أو مدير المؤسسات المالية ، حيث لا يمكن لهذه المجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية لفترة طويلة نسبيا[1]. وتكتمل الصيغة القوية للسوق المالية عندما تنعدم إمكانية الحصول على معلومات غير منشورة تخص أصل مالي من أجل تقدير التطورات المستقبلية لسعر هذا الأصل المالي[2].

---

[1]- **طارق عبد العال حماد** ، مرجع سبق ذكره، ص 268.

2 - ***Philipe Gillet***, *les marchés financiers efficients , Edition Economica , paris, 1999, p 97.*

ينشغل السوق الكفء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح. ويمكن توضيح الصيغ الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة السوق المالية كما يلي:




**الشكل رقم (1-2):** نموذج عن سوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاث لكفاءة السوق المالية

**المصدر: وليد اندوراس عاطف،** أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية – مصر، سنة 2006، صفحة 163.

**المطلب الثالث: المؤشرات الأساسية لقياس أداء السوق المالية**

يستخدم الاقتصاديون العديد من المؤشرات للاستدلال على طبيعة أداء السوق المالية خلال فترة زمنية معينة، ويمَكِّن تحليل هذه المؤشرات أيضا من معرفة درجة تطور السوق ونضجها ومدى

تحقيقها لأهدافها. وسنتطرق في هذا المطلب إلى أهم هذه المؤشرات حسب طبيعتها وتعبيرها على جوانب أداء السوق المالية.

**أولا: مؤشر أسعار الأسهم ومؤشر درجة التركز**

**أ-مؤشر أسعار الأسهم:** وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق المالية، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم التي يفترض أن تعبر تحركاتها عن الحركة العامة للسوق المالية. وعادة ما تنشر المجلات العالمية يوميا قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات اللحظية التي تطرأ على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم إلى الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً.

**ب-مؤشر درجة تركز التداول:** ويقيس هذا المؤشر مدى تركز التداول في حجم معين من الأوراق المالية لعدد معين من الشركات المقيدة في السوق، أو إذا كان موزعا على عدد كبير من الأوراق المالية. ويمكن قياس درجة التركز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي السوق وإجمالي قيمة التداول.[1]

**ثانيا: مؤشرات حجم السوق**

يتم من خلال هذه المؤشرات التعرف على حجم السوق المالية بالاعتماد على مؤشرين أساسيين وهما مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات.

---

[1]- **عباس كاظم جاسم الدعمي،** أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006) .أطروحة مقدمة إلى مجلس الإدارة والاقتصاد في جامعة الكوفة، وهي جزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية. 1429-2008. ص124.

أ- **مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):**[1] يقصد برسملة السوق المالية مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق مأخوذة بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دلّ ذلك على ارتفاع مستوى نشاط السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيها، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية، أو كليهما معا، وبالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي، وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب من أبرزها:

- درجة تطور نشاط السوق نفسها ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة أو ما يعرف بالمشتقات (الخيارات، المبادلات، والمستقبليات)، الأمر الذي يحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل، وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة وبالتالي القيمة السوقية للأسهم؛

1- نفس المرجع السابق، ص124.

– تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية؛

– التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الإلكترونية ولاسيما بعد إدخال نظام الكمبيوتر.

**ب– مؤشر عدد الشركات:** يسمح هذا المؤشر بمعرفة عدد الشركات المقيدة في السوق المالية، والتي يتم التداول في الأوراق المالية التي تصدرها، وبالتالي فكلما كان هذا المؤشر مرتفعا كلما كان حجم السوق كبير والعكس صحيح. وتؤشر الزيادة في عدد الشركات المقيدة في السوق المالية على تطورها، ويكون هذا دالاّ كذلك على زيادة النشاط الاقتصادي داخل البلد. ويكتمل الاستدلال الذي يعطيه هذا المؤشر بحساب مؤشر القيمة السوقية، حيث أنه قد يكون هناك عدد كبير من الشركات المقيدة في السوق المالية، غير أن قيمتها السوقية تكون صغيرة، وبالتالي لا تصبح المعلومة التي يعطيها مؤشر عدد الشركات ذات دلالة اقتصادية كبيرة.

**ثالثا: مؤشرات سيولة السوق**

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية بسهولة، وهناك مؤشران لقياس سيولة السوق هما مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران.

**أ– مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق المالية على الناتج المحلي الإجمالي. ويقاس هنا مؤشر التداول لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة.

ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق، فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا، وذلك للتمكن من الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.[1]

**ب- مؤشر معدل الدوران:** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في السوق المالية خلال مدة زمنية معينة. ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال مدة زمنية معينة كالآتي:[2]

| |
|---|
| معدل دوران السهم = إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول) / رسملة السوق (القيمة السوقية) |

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشيطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيه منخفض.

---

[1]- ***Ross LEVINE and Sara ZERVOS****: Capital contrdiberalisation and stock development. The Policy Research Woring Paper, 1996, P04.*

[2] – **عباس كاظم جاسم الدعمي**، مرجع سبق ذكره، ص124.

## المبحث الثاني : الأسواق المالية العربية بين النشأة والتطور

تزايد اهتمام الاقتصاديات العربية بإنشاء أسواق مالية تواكب التوجه الجديد تجاه العولمة، والعمل على تطويرها بما يسمح لها بالقيام بالدور المنوط بها في تفعيل عملية الوساطة المالية، وقد برز هذا الاهتمام بشكل جلي في نهاية الثمانينات من القرن الماضي حيث عمدت بعض الدول لعربية على تفعيل أسواقها بما يتواءم والتحولات الاقتصادية الدولية، في حين البعض الأخر من الدول العربية على غرار دول الخليج فقد كانت هذه المرحلة هي بداية لإنشاء أسواقا لها والتي تعتبر حديثة النشأة. فمن خلال هذا المبحث سيتم دراسة الأسواق المالية العربية بشكل من التفصيل بداية من استعراض بعض نماذج البورصات العربية وتاريخ نشأتها إلى أهم الخصائص المميزة لها، وكذا الجهود المبذولة في تطويرها.

### المطلب الأول: التطور التاريخي الأسواق المالية العربية

أدركت معظم الاقتصاديات العربية أهمية وجود أسواق مالية منظمة خاصة في ظل تحديات العولمة المالية بشكل جعل تطوير الأسواق المالية أمر ضروريا، حيث تعتبر الأسواق المالية العربية حديثة نوعا ما مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة والتي عرفت تتطورا كبيرا، وصارت تتبوأ مكانة أساسية في اقتصادياتها نظرا لأهميتها في عملية التنمية الاقتصادية. وقد عرفت الدول العربية أسواق رأس المال من خلال الدول الاستعمارية التي احتلتها واستنزفت ثرواتها، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقا لنظمها الاقتصادية، ولضمان تصدير المواد الخامة إليها، وتسويق منتجاتها.

ولقد كانتا مصر ولبنان السباقتان في إنشاء سوق لرأس المال وذلك منذ بداية القرن التاسع عشر ، ومن ثم تأسست أسواقا أخرى على غرار الأردن والكويت والسعودية والمغرب وتونس والعراق، لتظهر أسواقا جديدة تم إنشاءها حديثا بعد سنة 1990 كسوق فلسطين والبحرين وقطر و الإمارات وعمان والجزائر وليبيا والسودان[1] .

وعلى العموم يمكن تقسيم أسواق رأس المال العربية إلى نوعين، أسواقا ذات فائض مالي وأسواق مالية في إطار الإصلاح ذات عجز مالي وهي كما يلي:

**أولا: نماذج من بورصات دول الفائض المالي**

يظم هذا النوع من الأسواق المالية كل البوصات العربية التي لها فائضا ماليا في موازين مدفوعاتها، والتي تتكون في معظمها من الدول المصدرة للبترول ، تتميز في غالبيتها بالتطور النسبي لأسواقها المالية مقارنة بنظيرتها في دول العجز المالي ونذكر منها:

**أ-بورصة الإمارات العربية المتحدة:**

كان لمسار التنمية الاقتصادية والاجتماعية في دولة الإمارات الأثر الكبير في تطور القطاع المالي ككل، وهذا ما انعكس على السوق المالية الإماراتية، فقد ارتفع عدد البنوك التجارية من 20 بنك في عام 1973 إلى 47 بنك سنة 2002، إضافة إلى حوالي 37 مكتبا لهذه البنوك، ليتدعم هذا التطور بتأسيس سوقي أبو ظبي ودبي. فقد تم افتتاح سوق دبي بتاريخ السادس والعشرين مارس من سنة 2000، ليباشر عمله كمؤسسة مالية عامة ذات شخصية مستقلة تعمل كسوق ثانوية لتداول الأوراق المالية عن شركات المساهمة وكذا السندات الحكومية، ومن ثم تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية سنة 2000 وهي هيئة تضمن سلامة وشفافية السوق، وفي

[1]-**سامي حطاب**، تطور الأسواق المالية العربية، فرص التكامل و التنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، سنة 2008، ص3.

سنة 2004 تم افتتاح مركز دبي العالمي ليعزز عملية استقطاب الاستثمار الأجنبي ويساهم في تطوير السوق الإماراتي[1].

**ب-سوق المال السعودي:**

يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر الأول المنظم لإصدار الأوراق المالية ، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية و التي بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية ، ولقد شهد سوق الأسهم السعودية تطورا كبيرا +مر بثلاث مراحل :

- **المرحلة الأولى 1954-أوائل الثمانينات:**حيث بلغ عدد شركات المساهمة حوالي10 شركات برأسمال بلغ حوالي 1.7 مليون ريال، وكان حينذاك التداول يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة، وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، هذا ما انعكس مباشرة على أسعار السندات التي شهدت ارتفاعا كبيرا في بداية عقد الثمانينات[2].
- **المرحلة الثانية أوائل الثمانينات -2003:** بقي السوق السعودي "**غير منظم**" حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول و إيجاد الأنظمة اللازمة لذلك. وفي عام 1984 تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تطوير وتنظيم السوق. وقد عهدوا إلى مؤسسة ، بعد ذلك ، بمهمة التنظيم اليومي للسوق.

---

[1]- **بن شاعة نادية،** إمكانية وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف-الجزائر، سنة 2007، ص112.

2- **مفتاح صالح، معارف فريدة،** متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث. العدد السابع. جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة 2009 -2010، ص 187 .

وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول. وفي عام 1984 تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية .تقوم الهيئة بتسوية وتقاص عمليات الأسهم ، وقد ادخل نظام التسوية الآلية و التقاص في عام 1989 وتم تشغيله من طرف المؤسسة عام 1990 ،بينما تم إعادة عصرنته وبعث تشغيله من جديد بداية من أكتوبر 2001 وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتسوية والتقاص.وفي تاريخ 31جويلية 2003 تأسست هيئة السوق المالية بموجب " نظام السوق المالي" الصادر بالمرسوم الملكي رقم(م_30).بحيث تمثل الجهاز الحكومي المسؤول على تنظيم السوق المالية السعودية ، وترتبط مباشرة برئيس الوزراء ، وتتمتع بشخصية معنوية مستقلة تهدف إلى وضع اللوائح التي تضمن العدالة وترفع من كفاءة السوق. [1]

- **<u>المرحلة الثالثة 2003-2012:</u>** لم تشهد هذه المرحلة تغيرات تشريعية مؤثرة على الهيكل الإداري بقدر التطور الكبير في من الناحية الكمية والنوعية لسوق رأس المال السعودي بحيث شهد السوق اتساع حجم التداول و النابع من زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق، وهذا بفضل التسيير الحسن لهيئة السوق المالي التي عملت على تطوير السوق من خلال تعزيز الشفافية و الإفصاح حيث ارتفعت القيمة السوقية للأسهم من 590 مليار عام 2003 إلى 1450 مليار ريال خلال الربع الأول من عام 2013، وبالموازاة مع ذلك ارتفعت عدد الأسهم المتداولة في السوق خلال نفس الفترة من 5566 مليون سهم إلى 31746 سهم، هذا الذي

[1] –**المعهد المصرفي لمؤسسة النقد العربي السعودي**، ورقة حول الدورة التحضيرية لاختبار تداول، العدد العاشر، سنة2007، ص 23.

بوئها إلى أن تكون اكبر سوق عربية بحيث تمثل 37.71 % من حجم الأسواق المالية العربية ككل. [1]

**ت–سوق الكويت للأوراق المالية:**

بدأت معالم السوق المالي الكويتي منذ تأسيس أول شركة مساهمة كويتية في عام 1952، وهي "بنك الكويت الوطني"، وذلك في ظل ارتفاع موارد الدولة من العائدات النفطية المرتفعة والتي كانت تسير عن طريق الحكومة دون القطاع الخاص الذي كان محدودا جدا، وترتب عن هذا ظهور الدولة كمحرك رئيسي للحياة الاقتصادية[2]. وقد مر تطور السوق الكويت للأوراق المالية بعدت مراحل ففي عام 1962 تم إصدار مرسوم ينظم عملية تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج، وفي سنة 1975تم إصدار قانون ينظم تداول أسهم الشركات الكويتية. [3] وفي أفريل عام 1988 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في منطقة التجارة الخامسة بمدينة الكويت، والتي دخل حيز التنفيذ في 28 فبراير 2010.كانت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية حيث:

–في نوفمبر 1995، أنشأت البورصة أول نظام للتداول الالكتروني.

–في أكتوبر 1998، تم إدخال السوق الآجل.

–في أغسطس 2003، تم إدخال سوق البيوع المستقبلية.

–في نوفمبر 2003، بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني .

---

[1] – **الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء**، التقرير السنوي الثامن والأربعون "احدث التطورات الاقتصادية "، مؤسسة النقد العربي السعودي، سنة 2012 ، ص–ص 60–70 .

[2] – **صفوت عبد السلام عوض الله**، الشفافية و الإفصاح والأثر على كفاءة سوق الأوراق المالية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الكويت، سنة 2001، ص87.

[3] – **رمضان علي الشراح**، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، العدد الثامن عشر، سنة 2000، ص 35.

-في مارس 2005، تم تطبيق سوق الخيارات.

في أواخر عام 2009، وقع سوق الكويت للأوراق المالية عقد "شراكة" مع مجموعة ناسداك وأم أكس، والذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد X-stream" ، ونظام الرقابة الآلي ."SMARTS" كما تتم الاستفادة من نقل المعرفة والخبرة من مجموعة واسعة من خبراء ناسداك أو أم أكس في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة. وقد تم تنفيذ نظام الرقابة الآلي SMARTSفي مايو 2010، وكذلك المرحلة الأولى من تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد-X streamفي مايو 2012.

إن القيمة الرأسمالية للسوق لا تزال تعد إحدى أكبر القيم في الأسواق العربية، مع إدراج ما ينوف عن 200 شركة تقدر قيمتها السوقية بأكثر من 28 مليار دينار كويتي أي ما يعادل 100 مليار دولار أمريكي، والتي تمثل نسبة تعادل 100% من الناتج المحلي الإجمالي؛ الأمر الذي يجعل سوق الكويت للأوراق المالية أكثر عمقاً من كثير من نظرائه في المنطقة[1].

**ث- بورصة الجزائر:**

إن فكرة خلق بورصة في الجزائر يعود لسنة 1990 في إطار الإصلاح الاقتصادي سنة 1988. حيث تم إنشاء شركة القيم المنقولة في عام 1990، والتي صارت تسمى ببورصة القيم المنقولة عام 1992. تأسست بورصة الجزائر سنة1993 ،وفق المرسوم التشريعي رقم 10/93 في 23 ماي 1993، لكنها لم تتشكل حتى في 25ماي 1997، ولم تمارس عملها حتى سنة 1998 بسبب غياب الإطار المنظم لها في إطار اقتصاد السوق.[2]

1- *Kuwait stock exchange ,About KSE,2013*

2- ***Benchabane Meriem***, *étude comparative des marchés financiers maghrébins : Maroc, Algérie, Tunisie, mémoire magister monnaie-finance-banque, université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou, 2012, p. p 126-127.*

•**الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر**[1]: تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما:

-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصةCOSOB

-شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM : وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة.تقوم هاتين اللجنتين بتنظيم وتسيير عملية التداول في البورصة من خلال تطبيق اللوائح والقواعد التي بنص عليها القانون ، كما لها وظيفة تأديبية وتحكيمية تقع بشكل خاص على لجنة تنظيم ومراقبة البورصة لمعاقبة على كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة باللوائح و القواعد التنظيمية.[2]

•**شروط الإدراج في بورصة الجزائر** [3]

تتعلق شروط الادراج في بورصة الجزائر بجانبين هما:

**شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:**وهي:

-لابد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.

- لابد من تحديد قيمة كل سهم.

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التيتسند إليها مقبولة في التسعيرة.

---

1- الجريدة الرسمية العدد 11الصادر في17/ 2003/01.

2- **شمعون شمعون** ، البورصة، الأطلس النسر، الجزائر، سنة 1999، ص 144.

3- *Guide de COSOB – guide de l'introduction 1997 p69.*

– الأسهم المعروضة على الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

–القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

**شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:**

– الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

–إصدار % 20 من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

– نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

– تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

– أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

– إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.

– تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

**ثانيا: نماذج من بورصات دول العجز المالي**

يظم هذا النوع من الأسواق المالية كل البوصات العربية للدول التي لها عجزا ماليا في موازين مدفوعاتها، والتي تتكون في معظمها من الدول غير المصدرة للبترول، تتميز في غالبيتها

بصغر حجمها مقارنة بنظيرتها في دول العجز المالي ونذكر منها:

**أ-بورصة مصر**

إن بورصات الأوراق المالية في مصر تعد من أقدم البورصات على مستوى العالم، فمنذ أن تكونت أولى شركات المساهمة المصرية عام 1850 بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة، وقد نشأت أقدم البورصات المشتغلة بالعقود المستقبلية في القطن بالإسكندرية عام 1861، وكان التعامل في بورصة العقود يجري على أساس المضاربة، فكل متعاقد يسعى إلى تصفية مركزه قبل حلول أجل التسليم عن طريق شراء العقد. وفي عام 1883 تم تدشين بورصة الإسكندرية، تبعتها بورصة القاهرة للأوراق المالية التي تأسست عام1890، خلف حديقة الأزبكية، ولكن لم يستمر نشاطها لفترة طويلة ، فقد تم إغلاق البورصة مع حالة الكساد، وظلت العمليات تتم لبعض السنوات في قهوة نوبارن، ومع حلول عام 1903 اجتمعت لجنة مشكلة من مجموعة من السماسرة يرأسها أحد المساهمين المؤسسين للبنك الأهلي (السيد الأهلي فطاوي) وبدعم من البنك الأهلي إعادة تأسيس بورصة القاهرة في ماي 1903، واختارت المقر القديم للبنك العثماني (جروبي فرع عدلي حاليا) كمقر مؤقت لإدارة البورصة، وتعتبر البورصة المصرية أول البورصات في الشرق الأوسط. ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح سوق الأوراق المالية عام 1909 وبسبب تغير الظروف الاقتصادية تم وضع لوائح جديدة تنظم السوق المالي سنة1933، هذا ما جعلها تصنف كخامس أنشط بورصة في العالم. [1] ولقد استمر نمو البورصة حيث تم قيد 56 شركة جديدة في بورصتي القاهرة و الإسكندرية في الفترة ما بين 1952و 1956، وبموجبه وضعت لائحة جديدة لسوق

[1]- **جابر محمد عبد الجواد**، قياس الآثار الاقتصادية الكلية للاقتصاد الخفي في مصر، أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة حلوان،مصر، سنة 2003، ص343.

الأوراق المالية بدلا من تلك التي كان معمولا بها سنة عام 1933 وذلك حتى تكون السوق أكثر مطابقة وتماشيا مع الأوضاع و التطورات في الاقتصاد القومي.

وفي في بداية الستينات من القرن الماضي تأثرت البورصة المصرية بشدة نتيجة قرارات التأميم التي قامت بها الحكومة المصرية، حيث انخفض عدد الشركات المقيدة في البورصة وهجر السماسرة المهنة لتكون نهاية حقبة تاريخية لازدهار سوق رأس المال في مصر، واستمر الركود في سوق الأوراق المالية حتى نهاية الثمانينات أين أنشت الهيئة العامة لسوق المال بالقرار رقم 520 لسنة 1979 لتنمية سوق رأس المال، ثم صدور القانون رقم59 لسنة 1981 لينشط إنشاء شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة وبذلك ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 640شركة، بلغت رؤوس أموالها 730 مليون جنيه وعدد أسهمها 21.4مليون سهم عام 1985، وفي عام 1991 صدر القانون رقم 203 الذي أنشت بمقتضاه الشركات القابضة بما يتوافق وبرنامج الخصخصة المنتهج في تلك الفترة ، وإصدار القانون 95 سنة 1992 الخاص بسوق رأس المال الذي صاغ الأحكام المنظمة للبورصة وعلاقتها بالهيئة العامة لسوق المال والمؤسسات المالية المتعاملة قي الأوراق المالية مثل صناديق الاستثمار وشركات ضمان أو ترويج الاكتتاب ، واعتبر ذلك خطوة هامة لتطوير البورصة. لقد استمر التطور والازدهار في بورصة الأوراق المالية المصرية حتى عام 2000وفقا لمؤشرات الهيئة العامة للسوق أين ارتفع رأس المال السوقي للشركات المقيدة من 5071 إلى 2742 ثم الى119778 مليون جنيه في الأعوام 1990 و1995 و2000 على التوالي .[1]

[1] –**جابر محمد عبد الجواد** ، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية التجارة، جامعة حلوان، سنة 2006، ص 19.

**ب- بورصة الأردن**

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية ثلاثينيات القرن العشرين حيث تم تأسيس ثلاث شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء كما بدأ الاكتتاب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ، لكن في غياب بورصة منظمة لتداول الأوراق المالية كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير المنظم. ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة العامة ليصل إلى 66 شركة عام 1978 ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام مع العلم أنه تم إصدار أول قرض سندي في أوائل الستينيات، اتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم فتم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 31 لسنة 1976 حيث بدأ أول يوم عمل فعلي له كسوق منظم للأوراق المالية في /1978/1[1] 1وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، كان من أهم أهدافه تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، إضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.منذ إنشائه قطع سوق عمان المالي خطوات هامة على صعيد سوق رأس المال المحلي حيث حقق تقدما كبيرا في تحقيق أهدافه التي وضعت له مما جعله يحتل مكانة مرموقة بين الأسواق الناشئة في المنطقة وفي العالم، هذه المكانة التي لم تأتي عبثا بل بعد الجهود الكبيرة واتخاذ خطوات هامة كان من أهمها إصدار العديد من التشريعات الاقتصادية، وتنفيذ العديد من الإجراءات والقرارات للنهوض بالاقتصاد وبمؤسسات الوطن، فكان من أهم التشريعات الاقتصادية والخطوات التي تم

1 –سوق عمان المالي نبذة عامة من الموقعالإلكتروني*http://www.jsc.gov.jo/jsc_arabic/history.asp*، تاريخ الاطلاع: 2013/05/05.

اتخاذها، إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، الذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية هامة في تاريخ سوق رأس المال الوطني وذلك بصدور مرحلة إعادة هيكلة إصلاح سوق رأس المال الوطني وفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الوطني، بإنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي لتصبح الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة. أنشئت بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص و لا تهدف إلى الربح، و أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية[1] "

كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والتقاص

**ج-بورصة الدار البيضاء المغربية**

منذ إنشاءها سنة 1929 م مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967م حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر في عام 1992 م وكذلك قانون السندات لسنة 1941م ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية

[1]- **صبري الخصيب** تقرير حول أداء بورصة عمان من الموقع الإلكتروني:
*http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file16.doc*، تاريخ الأطلاع: 05/05/ 2013.

إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في سوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له،كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة إلا بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباعة إلى بنك المغرب والجدير بالذكر أنه لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج. [1]

•**الإصلاحات التي عرفتها بورصة الدار البيضاء** :عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات، إذ منح الإصلاح الأول الذي جاء سنة 1948م شخصية معنوية لبورصة القيم، أما الإصلاح الثاني الذي جاء سنة 1967 م فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا وتقنيا وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية، ومنذ 1993 أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية للبورصة دار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري لانبعاثها.

-إنشاء مجلس القيم المنقولة جويلية 1994 كما تم في أكتوبر من نفس السنة الترخيص لـ 12شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء، وتم إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة في فيفري 1995 وفي أوت من نفس السنة تم إنشاء شركة بورصة القيم للدار البيضاء وفي نوفمبر من نفس السنة ثم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. وفي سبتمبر من عام1996 تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع لشركة المالية IFC وذلك بنسبة.0.75%

-انطلاق النظام الالكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997 تعميم التسعير

1- **الهندي خليل أنطوان الناشف** ، العمليات المصرفية والسوق المالية ، الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، طرابلس، لبنان،سنة 200،ص 257.

الالكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1998م .وتم انطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الانترنيت في سبتمبر 1999 م[1].

**الجدول رقم (1-1):** البورصات المتواجدة في الدول العربية

| الدولة | بورصة التداول | الاختصار | التأسيس | هيكل الإدارة |
|---|---|---|---|---|
| **الجزائر** | بورصة الجزائر | SGBV | 1993 | إدارة الدولة |
| **البحرين** | سوق البحرين للأوراق المالية | BSE | 1987 | إدارة الدولة |
| **مصر** | الهيئة العامة لسوق المال بمصر | EGX | 1883 | هيئة عمومية |
| **العراق** | سوق العراق لتداول الأسهم | ISX | 2004 | تعاضدية |
| **الأردن** | بورصة عمان | ASE | 1999 | هيئة عمومية |
| **الكويت** | سوق الكويت للأوراق المالية | KSE | 1984 | إدارة الدولة |
| **لبنان** | بورصة بيروت | BSE | 1920 | هيئة عمومية |
| **ليبيا** | سوق ليبيا لتداول الأسهم | LSM | 2007 | إدارة الدولة |
| **المغرب** | بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء | CSE | 1929 | تعاضدية |
| **عمان** | سوق مسقط للأوراق المالية | MSM | 1988 | إدارة الدولة |
| **فلسطين** | سوق فلسطين للأوراق المالية | PEX | 1995 | إدارة خاصة |
| **قطر** | سوق الدوحة للأوراق المالية | QE | 1987 | إدارة الدولة |
| **السعودية** | سوق الأسهم السعودي | SSE | 1984 | إدارة الدولة |
| **سوريا** | سوق ديمشق لتداول الأوراق | DES | 2009 | هيئة عمومية |
| **تونس** | بورصة الأوراق المالية بتونس | BVMT | 1969 | تعاضدية |
| **الإمارات العربية المتحدة** | سوق دبي المالي | DFM | 2000 | إدارة الدولة |
| | سوق أبو ظبي للأوراق المالية | ADX | 2000 | إدارة الدولة |
| | نازداك دبي | ND | 2005 | إدارة الدولة |

**المصدر:** من إعداد الطالب بالإعتماد على ماسبق في الدراسة.

[1]-التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لعام2002 ، ص116-117.

يظم هذا الجدول غالبية البورصات المتواجدة في الدول العربية ، حيث يعطي نظرة عن كل بورصة وذلك من خلال الاسم الرسمي للسوق وسنة تاسيسه وكذا هيكل وطبيعة الادارة التي تسير كل سوق .

**المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية**

على الرغم من حدوث بعض التطورات في أسواق رأس المال العربية و محاولتها مواكبة التطور السريع للأسواق المالية العالمية من خلال تحسين أداءها، إلا أنها ما زالت تعاني من نقائص تحول دون تطورها إلى مستوى يحقق لها الفعالية الكفاءة ويعزز الشفافية والإفصاح لديها بما يكسبها القدرة على استقطاب المستثمرين، وهذا يرجع إلى السمات التي تتميز بها أغلب الأسواق العربية، هذه السمات لا تعبر عن خصائص الأسواق المالية فقط بل أنها تمثل في نفس الوقت سلبيات تعيق تطور أسواق رأس المال العربية[1].ويمكن تقسيمها إلى خصائص الجانب التشريعي وخصائص أخرى يتميز بها السوق في حد ذاته كما يلي:

**أولا: الجانب التشريعي**

على الرغم من التطورات التشريعية التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة ، إلا أنه بعض الأسواق العربية ما زالت تعاني بعض القصور يعترض قدرتها على القيام بالدور المنوط بها ، والتقليل من فعاليتها، حيث أن اللوائح والقوانين التي تحكم وتنظم تداول الأوراق المالية في بعض الدول العربية قد تم إعدادها في مراحل سابقة وفق أطر نظرية لم تتوفر التجارب العلمية، مما أدى إلى عدم قدرتها على مواكبة تطورات الأسواق المالية الدولية.

1- **جابر محمد عبد الجواد** ،،مرجع سبق ذكره ،ص 33.

ولعل من أحد وجه القصور غياب التشريعات التي تفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق المعينة من طرف الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة.

– إن الكثير من الأسواق المالية العربية لا تزيد أن تكون وحدة تابعة للقطاع العام، فهي ليست مستقلة وبتالي لا تخضع لحريتها الذاتية، وإنما تبقى خاضعة إلى ظروف خارجة عن العوامل الطبيعية التي تسير السوق.

– غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي القوائم المالية على المعلومات الكافية التي من شأنها أن تعزز درجة الإفصاح وتفضي بشفافية كما أوصت به الهيئة الدولية للإفصاح I.O.S.C.O[1].

–غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بياناتها النصف والربع سنوية، وحتى حتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك، فان صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان يأتي متأخرا لعدم تحديد فترات إصدارها وهذا ما يصنف الأسواق المالية العربية ضمن الكفاءة الضعيفة .

–غياب التشريعات التي تحدد إنشاء الأجهزة والآليات المساندة المستقلة مثل مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وجمعية الوسطاء كما أوصت به مجموعة الثلاثة للتسوية والمقاصة فيما يتعلق[2] بـ:

أ– مقارنة التداول في يوم التداول زائد يوم عمل واحد بعد التداول (t+ 1)لأنه يجب أن تتم كل مقارنات التداول للمتعاملين المباشرين السماسرة والوكلاء يوم واحد بعد التداول كحد أقصى.

---

1– **أحمد بيطار**، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، سنة 2002، ص16–19.

2– **رشيد بوكساني**، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر، سنة 2006 ،ص261.

**ب**–مقارنة التداول غير المباشر للمتعاملين بحيث يجب إتمام مقارنة معاملات المتعاملين غير المباشرين أي المستثمر المؤسسي ضمن نظام مقارنة التداول في السوق.

**ج**–تواجد مراكز حفظ وإيداع مركزية بحيث يجب أن تملك كل دولة مركزا متطورا للحفظ والإيداع.

**د**–تصفية النفقات، يجب أن تدرس كل دولة أحجام التداول ومكوناته في سوقها المالي لتحديد مدى إمكانية تطبيق نظام معين لتصفية التداول يساعد على تعزيز الكفاءة واتقاء المخاطر، آخذا في الاعتبار انه إذا كان يمكن أن تنجح أنظمة التصفية المستمرة في الصفقات الكثيرة والمتعددة، فإنه لا يمكن تصفية كل صفقة على حدة إذا كانت الصفقات قليلة ومحدودة.

**هـ**–التسليم بمقابل الدفع، يجب تطبيق مفهوم الدفع مقابل التسليم على جميع صفقات تداول الأوراق المالية وذلك لحماية المتعاملين.

**و**–تحصيل الائتمان في نفس اليوم، يجب أن تساعد طريقة الدفع باعة الأوراق المالية على تحصيل الأموال في نفس اليوم الذي تتم فيه عملية الدفع مقابل التسليم، ويرتبط ذلك بطبيعة نظام تسوية المدفوعات في كل بلد.

**ي**–دورة التسليم النهائية يوم تداول زائد ثلاثة أيام عمل(t+3) بعد التداول يجب أن تتم كافة إجراءات صفقة تداول الأوراق المالية بحد أقصى ثلاثة أيام عمل بعد يوم التبادل، ولتجنب المخاطر التي قد تنتج عن تراجع أحد طرفين عن إتمام الصفقة.

ويضاف إلى ما سبق اتسام الأسواق العربية بوجود تباين كبير بين القواعد والنظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة، وكذا تباين طرق عملها، وعدم وضوح القواعد والنظم بكل من السوق الأولية والثانوية، مع ما يرافقها من قصور عملي وجمود تشريعي لأنه غالبا ما تحمل التشريعات والتنظيمات الحالية للسوق في طياتها الكثير من التناقضات ، كما أن الهياكل التنظيمية للكثير

منها غير مكتملة وهي أمور يترتب عنها سوء الأداء ،بما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها[1].

إن هذا القصور التشريعي للأسواق المالية العربية لم يمنع البعض منها لبذل مجهودات لتطوير أسواقها على غرار مصر وعمان والإمارات والمغرب وتونس والسعودية حيث استطاعت سلطاتها التشريعية أن تفصل بين الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بحيث تقوم هيئات الرقابة بالدور التشريعي الرقابي فيما يناط الدور التنفيذي بسوق الأوراق المالية.

**ثانيا: الجانب المتعلق بالسوق**

بالإضافة إلى الخصائص المتعلقة بالجانب التشريعي الذي يحكم وينظم الأسواق المالية ، فان هناك خصائص ومميزات تتسم بها الأسواق المالية العربية في حد ذاتها من خلال عدت جوانب أهمها:

أ-**ضيق نطاق السوق:** يعزى ضيق نطاق الأسواق المالية العربية إلى محدودية عرض المنتجات المالية ن هذا ما يحول دون تحفيز الاستثمار، ويقاس عرض أدوات الاستثمار المالي عن طريق عدد الشركات المدرجة في السوق. وبالمقابل فان الأسواق المالية العربية تتسم بضعف الطلب على أدوات الاستثمار المالي، نظرا لانخفاض حجم أوامر الشراء ويرجع هذا لضعف الادخار وكذا التأثيرات السلبية الناتجة عن الأزمات المالية التي مرت بها معظم أسواق

[1] -**منير إبراهيم الهندي**، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، منشأة المعارف لإسكندرية، مصر، سنة 1995، ص-ص 658-712.

المال العربية. وهذا تفسره بيانات الجدول التالي:

**الجدول رقم (1-2):** تطور عدد الشركات المدرجة في الدول العربية خلال الفترة 2005-2012

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **سوق أبو ظبي للأوراق المالية** | 59 | 60 | 64 | 65 | 67 | 64 | 67 | 66 |
| **بورصة عمان** | 201 | 227 | 245 | 262 | 272 | 277 | 247 | 243 |
| **سوق البحرين للأوراق المالية** | 47 | 50 | 51 | 51 | 49 | 49 | 49 | 47 |
| **سوق الأسهم السعودي** | 77 | 86 | 111 | 126 | 135 | 146 | 150 | 158 |
| **سوق الكويت للأوراق المالية** | 156 | 180 | 196 | 204 | 205 | 214 | 216 | 219 |
| **بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء** | 54 | 63 | 73 | 77 | 70 | 75 | 76 | 77 |
| **بورصة الجزائر** | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| **بورصة الأوراق المالية بتونس** | 45 | 48 | 51 | 50 | 52 | 56 | 57 | 59 |
| **سوق دبي المالي** | 30 | 46 | 55 | 65 | 66 | 65 | 62 | 57 |
| **سوق الخرطوم للأوراق المالية** | 49 | 52 | 52 | 52 | 53 | 53 | 56 | 57 |
| **سوق فلسطين للأوراق المالية** | 28 | 33 | 35 | 37 | 39 | 40 | 46 | 48 |
| **سوق مسقط للأوراق المالية** | 125 | 12 | 125 | 122 | 122 | 119 | 130 | 130 |
| **سوق الدوحة للأوراق المالية** | 32 | 36 | 40 | 43 | 44 | 43 | 42 | 42 |
| **بورصة بيروت** | 15 | 16 | 15 | 13 | 12 | 26 | 25 | 26 |
| **الهيئة العامة لسوق المال بمصر** | 744 | 603 | 435 | 373 | 319 | 212 | 214 | 213 |

**المصدر:** من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لأسواق المال العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي لسنوات متعددة.

**ب-ضعف حجم السيولة:** يعتبر انخفاض حجم السيولة في الأسواق المالية العربية من السمات البارزة التي تتسم بها ما يعبر عن عدم قدرتها بقيامها بالدور الأساسي في التخصيص الأمثل للموارد، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول سواء التعاملات اليومية أو السنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول والتي يبلغ متوسطها 59 يوم في السنة، فضلا عن انخفاض معدل دوران الأسهم و الذي يعتبر منخفضا بالنسبة للأسواق المالية المتقدمة بنسبة تفاوت تقدر بنسبة 5%.[1] والتي تتراوح نسبتها في بورصة المغرب 4.2% و23.9% في بورصة مصر (الربع الأول من عام 2009 ) ، وهذا ما نلاحظه خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم (1-3):** تطور أحجام التداول في البورصات العربية خلال الفترة 2005-2012 (مليون دولار)

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **سوق أبو ظبي للأوراق المالية** | 132،41289 | 80،745 | 121،128 | 68،81 | 80،201 | 77،081 | 71،329 | 77،647 |
| **بورصة عمان** | 37،63889 | 29،729 | 41،233 | 35،844 | 31،889 | 30،904 | 27،21 | 26،971 |
| **سوق البحرين للأوراق المالية** | 17،36431 | 21،122 | 27،016 | 19،947 | 16،263 | 20،06 | 16،59 | 15،532 |
| **سوق الأسهم السعودي** | 646،1208 | 326،869 | 518،984 | 246،337 | 318،751 | 353،4 | 338،873 | 373،365 |
| **سوق الكويت للأوراق المالية** | 123،89258 | 105،95 | 135،362 | 70،181 | 93،824 | 113،883 | 86،295 | 79،262 |
| **بورصة القيم المنقولة** | 27،27439 | 49،415 | 75،495 | 65،748 | 74،186 | 69،386 | 60،092 | 52،605 |

[1]- ***Société de la gérance des fonds FMOQ***, *marchés émergents : y être ou ne pas être tell est la question ,2006 http: www.fonds/fmoq.com ,octobre 2013.*

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **بالدار البيضاء** | | | | | | | | |
| **بورصة الجزائر** | 0،9082 | 0،96 | 0،97 | 0،92 | 0،91 | 1،06 | 1،36 | 1،22 |
| **بورصة الأوراق المالية بتونس** | 2،8214 | 4،222 | 5،339 | 6،304 | 9،237 | 10،612 | 9،648 | 8،874 |
| **سوق دبي المالي** | 111،99268 | 86،895 | 138،179 | 63،099 | 58،095 | 54،692 | 49،033 | 49،523 |
| **سوق الخرطوم للأوراق المالية** | 3،24164 | 4،624 | 4،931 | 3،804 | 3،033 | 2،446 | 2،695 | 2،192 |
| **سوق فلسطين للأوراق المالية** | 3،15715 | 2،731 | 2،474 | 2،124 | 2،377 | 2،449 | 2،782 | 2،836 |
| **سوق مسقط للأوراق المالية** | 12،06205 | 13،033 | 23،086 | 15،139 | 23،616 | 28،309 | 26،21 | 30،299 |
| **سوق الدوحة للأوراق المالية** | 87،14334 | 60،905 | 95،505 | 76،627 | 87،93 | 123،641 | 125،598 | 126،297 |
| **بورصة بيروت** | 4،91718 | 8،304 | 10،894 | 9،609 | 12،843 | 12،676 | 10،285 | 10،421 |
| **الهيئة العامة لسوق المال بمصر** | 79،50756 | 93،496 | 138،828 | 85،923 | 91،092 | 84،109 | 48،679 | 61،621 |

**المصدر:** من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لأسواق المال العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي لسنوات متعددة.

**ت- التقلبات الشديدة في الأسعار:** ينتج أيضا عن الخصائص الأساسية السابقة صفة أساسية تميز بورصات الأوراق المالية العربية وهى شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزي ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، آما أن هذا النمط التمويلي

في ظل ما يسمى (الرفع المالي)من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية بالتالي علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق العربية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منه[1].

**ث- ضعف التنويع في الأوراق المالية:** تتسم الأسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيودا على المستثمرين لتنويع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطرة، وخاصة في ظل وجود سياسة القطيع التي تحكم غالبا سلوك المستثمرين في البورصات العربية، وغياب الرقابة التي تضمن حدا أدنى من الإفصاح، وتقطع السبيل أمام الشائعات، وتوفر الحماية الملائمة لكسب ثقة المستثمرين. يرجع ضعف التنويع إلى ارتفاع درجة تركز التداول مما يقلل من الأوراق المالية ذات جاذبية[2]، وفيما يلي جدول يبين درجة تركز أكبر الشركات في الأسواق العربية خلال شهر جويلية 2000 وشهر أوت 2008.

---

[1]- **محمد عبد المطلب الأسرج** ،آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة ، ورقة بحثية ، جامعة الزقازيق ، مصر،سنة 2004 ، ص48.

[2] -اشرف دوابه، نحو سوق مالية عربية، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي، الأردن سنة2004، ص-ص 20-21.

**الجدول رقم (1-4):** درجة تركز أكبر الشركات في الأسواق العربية خلال شهر جويلية 2000 وشهر أوت2008 .

| الدولة | درجة التركز جويلية( 2008 ) | | درجة التركز أوت(2000 ) | |
|---|---|---|---|---|
| | عدد الشركات | نسبة التركز | عدد الشركات | نسبة التركز |
| الأردن | 6 | 70 | 10 | 72 |
| مصر | 6 | 30 | 10 | 28.7 |
| المغرب | 6 | 75 | 10 | 70.4 |
| السعودية | 6 | 64 | 10 | 77.3 |
| سلطنة عمان | 6 | 50 | 10 | 45 |
| الكويت | 6 | 52 | 10 | 45.5 |
| سوق دبي المالي | 6 | 76 | | |
| سوق أبو ظبي المالي | 6 | 78 | | |

**المصدر: نسيمة حاج موسى،** الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، سنة 2008، ص 77.

بالإضافة إلى الخصائص والمميزات السابقة، أعطت بعض المؤسسات و الهيئات الدولية على غرار المؤسسة المالية الدولية SFI ، وبعض البنوك الدولية بما في ذلك cité Bank و Merrill lynch و morgen stonley، خصائص عامة للأسواق المالية العربية تتلخص[1] في :

-ثغرات في عمل السوق و تنظيمه؛

-محدودية حجم السوق؛

- معدلات العائد المحققة في البورصات العربية باعتبارها أسواقا ناشئة اكبر من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة؛

- غالبا ما تحتل قيمة الشركات العشر الأولى و الرائدة جزء كبير من القيمة السوقية لسوق ككل؛

- افتقارها إلى عدة عوامل محفزة لجذب الاستثمار المحلي والأجنبي؛

**المطلب الثالث: جهود تطوير الأسواق المالية العربية**[2]

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا شمل جوانبها المختلفة بما في ذلك التنظيمية والتشريعية أدت إلى إرساء بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصفة متواصلة وفي مجملها، استهدفت تلك التطورات زيادة كفاءة الأسواق المالية وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيه. كما استهدفت تطوير الأنظمة الضريبية وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ

[1] -***Donation avale,*** *organisation de marché émergent : efficience et risque de sélection adverse, mémoire de magister, université de bordeaux IV, France, 2004, page 102.*

[2] - **صندوق النقد العربي،** مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، سنة2003 ،ص-ص 14-19.

الملائم لتلبية احتياجات المتعاملين واستحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى إيجاد فرص استثمارية لمختلف فئات المستثمرين، وتحسين سرعة وسهولة ودقة عمليات التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلى الارتقاء بكفاءة العاملين في مجال أسواق الأوراق المالية والتشديد على قواعد السلوك المهني . ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي:

**أولا: تعزيز الدور الرقابي للسوق**

اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص .وفي هذا الجانب، تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى إعادة هيكلة السوق، والتي تم بموجبها فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في نهاية عام 2002 سبعة أسواق، وهي الأسواق في كل من الأردن ومصر وعُمان وتونس والمغرب والإمارات والجزائر. أما في بقية الدول العربية، فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معاً الرقابي والتنفيذي.

**ثانيا: تعزيز الشفافية والإفصاح**

أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. فمن جانب السوق، اتسع نطاق التعليمات

والمعلومات والبيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنه، فأصبحت تشمل مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية. وفي هذا الجانب، تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، منها شركتي رويترز وبلومبيرج. ويلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيه. وقد تضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول، يتم تحديثها بشكل يومي، بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات، وكذلك أهم التشريعات والقوانين المتعلقة بهذه الأسواق. ومن جانب آخر، أولت هذه الأسواق اهتماماً كبيراً لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها. فبالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية، أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم الشركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية.

**ثالثا: تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية**

اتجه معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة. وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية .أما المستثمر الفرد، من ناحية

أخرى، فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. وحيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلباً على حركة التعامل في البورصات العربية. وفي هذا الجانب، عملت السلطات في الدول العربية على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في هذه الأسواق. ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار. وتجدر الإشارة أن صناديق الاستثمار التي قد تم تأسيسها في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية. فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد لا يسمح حجم الاستثمار الفردي المباشر تحقيقها. كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين العرب المقيمين في الخارج والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية العربية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة. وبالإضافة، توفر هذه الصناديق قنوات للمستثمرين الوافدين المقيمين في الدول العربية ومجالاً للدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، ذلك أن حق المستثمر في هذه الصناديق يقتصر على حصة في الأوراق المالية التي تستثمر بها موارد الصندوق ونسبة مماثلة من عوائدها.

**رابعا: تشجيع الاستثمار الأجنبي**

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق . وفي هذا الإطار، عملت

الدول العربية على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها . ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى الدول التي لا تفرض أي قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر والمغرب والأردن والجزائر ولبنان.أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة، وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. ففي تونس، يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50 % من أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وفي السعودية والكويت، يسمح للأجانب الاستثمار في الأسهم عبر صناديق الاستثمار . وفي الإمارات، يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الاستثمار، كما أجاز قانون الشركات للأجانب بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 49 %في حال سمحت الأنظمة الداخلية للشركات بذلك .وفي عُمان، يسمح للأجانب بتملك الأسهم في الشركات حديثة الإدراج، وتصل نسبة التملك إلى 49%وإلى 100 % لبعض الشركات . وفي البحرين، يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100 % إن رؤي أن في ذلك مصلحة للاقتصاد الوطني. وفي قطر، يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 25 % من أسهم الشركات المساهمة العامة وذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات باستثناء شركات البنوك والتأمين.

**خامسا: تعديل الأنظمة الضريبية**

توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، من ناحية أخرى .وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على

العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة10%. وبالإضافة إلى ذلك، عملت بعض الدول على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق.

**سادسا: مكننة أنظمة التداول**

اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وقد نتج عن ذلك استحداث أنظمة تداول آلي متطورة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة .كما اتجه بعض من هذه الأسواق إلى إدخال خدمة التداول عن بعد، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدنها هذه الأسواق وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

**سابعا: اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية**

تمكنت البورصات العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية. وتهدف هذه الاتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين البورصات العربية فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات .كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك .وفي هذا الإطار، استهدفت

الاتفاقيات الموقعة بين الأسواق في الكويت والبحرين وعمان، والاتفاقية الموقعة بين سوقي البحرين والأردن، والأخرى الموقعة بين الأسواق في الكويت ولبنان ومصر، ومذكرة التفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية والاتفاقية الموقعة بين سوق أبو ظبي وسوق الخرطوم للأوراق المالية، إلى تنمية آفاق التعاون بين هذه الأسواق وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات والأموال فيما بينه ا .وبالإضافة إلى ذلك، فقد استهدفت مذكرة التفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية التي تحكم التعامل بين السوقين. ومن أجل تعزيز الاتجاه التكاملي بين أسواق الأوراق المالية العربية بالعمل على تهيئة الظروف المناسبة للارتقاء باتفاقيات الإدراج المتبادل من وضعه ا الثنائي والثلاثي إلى وضع جماعي، فإن ذلك يتطلب إيجاد درجة عالية من التنسيق بين المعايير المحاسبية المتبعة والنظم التشريعية وبصورة خاصة التنسيق في مجال المقاصة والتسويات.

## المبحث الثالث: مكانة الأسواق المالية العربية ضمن السوق المالية الدولية

إن معرفة مكانة السوق المالية العربية ضمن قرينتها الدولية يعتمد أساسا على التقييم الجيد لأداء السوق العربية، وذلك بالاعتماد على مؤشرات السوق المالية، والتي من أهمها مؤشر الأسهم، الذي يعتبر مؤشرا جيدا لمعرفة الأداء العام للسوق ولدلالته الواضحة عن درجة كفاءة السوق المالية المدروسة.

### المطلب الأول: مؤشر الأسهم كأحد أهم مؤشرات السوق المالي

يعتمد المستثمرون في سعيهم للتعرف على السير العام للسوق المالية على تحليل مؤشرات أسعار الأسهم المختلفة للسوق، سواء كانت مؤشرات عامة للسوق أو مؤشرات جزئية تضم عينة من أسهم شركات معينة، وسوف نتعرض في هذا المطلب إلى مفهوم هذه المؤشرات وكيفية بنائها وأهمية وجودها بالنسبة للمستثمرين والسوق والاقتصاد ككل.

#### أولا: مفهوم مؤشر أسعار الأسهم

يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات الأسهم وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة والتي تهتم بالنواحي المالية. وتعبر مؤشرات الأسهم عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية وذلك على أساس متوسط أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين، و هذه المؤشرات تتغير طوال اليوم طالما أن هناك عمليات بيع وشراء للأسهم في البورصة إلى أن ينتهي اليوم. وفي هذه الحالة، فإن آخر أسعار

تصل إليها الأسهم تسمى أسعار الإقفال وهي نفسها أسعار التعامل في صباح اليوم التالي التي تسمى أسعار الافتتاح.[1]

ويقيس مؤشر أسعار الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه. ويوجد نوعين من المؤشرات، الأول: المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر "داو جونز" لمتوسط الصناعة و"مؤشر ستاندردأندبور 500"، وهناك مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين مثل مؤشر ستاندردأندبور لصناعة الخدمات العامة.[2]

وبالتالي فمؤشر أسهم السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أية نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها. وهو بذلك يمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق، يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوًى مرجعيا للمستثمر عن سوق المال، أو لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين. وتستخدم مؤشرات السوق (مؤشرات أسعار الأسهم) كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشر وعدد من المؤشرات التقييمية.[3]

---

[1]– **أمين عبد العزيز**: الأسواق المالية . دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة سنة2007.ص132.

[2]– **حسان خضر**: تحليل الأسواق المالية . المعهد العربي للتخطيط بالكويت: سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون– مارس/ آذار سنة2004– السنة الثالثة. ص7.

[3] –**محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد**: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق . الدار الجامعية،سنة 2005. ص251.

**ثانيا: أنواع المؤشرات وطرق تكوينها :**

**أ-أنواع المؤشرات**

يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها:

-تقسم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى[1]:

•**مؤشرات عامة** :تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات- الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأنّ جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أنّ سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة؛

•**مؤشرات قطاعية:** وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع- الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندرد اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز؛

-وتقسم المؤشرات من حيث إمكانية تداول إلى[2]:

•**مؤشرات متداولة** :وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بها 50 مؤشر عام2000م، وذلك بالرغم من أنّ

---

[1]- **عصام فهد العربيد**، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق،سوريا، الطبعة2، سنة 2008، ص 38-39.

[2]- **واثق حمد أبو عمر**، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق،سوريا، الطبعة 1،سنة2003، ص31.

أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في **كنساس سيتي** بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1982 وكمثال على ذلك :مؤشر Nikkei225 ومؤشر Nasdaq100.

•**مؤشرات غير متداولة** :وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية. ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة؛ ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

**ب-أساليب بناء وتكوين مؤشرات سوق الأوراق المالية:**

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية[1]:

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلاً للتسعير؛

وتؤخذ مجموعة من الأمور في عين الاعتبار في عملية تكوين وبناء المؤشرات وهي[2]:

•**ملائمة العينة**:تعرّ ف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي :الحجم والاتساع والمصدر.

- **<u>فيما يتعلق بالحجم:</u>** القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق؛

---

[1]- **عصام فهد العربيد** ، نفس المرجع السابق، ص39.

[2] -**الموقع الالكتروني للمعهد العربي للتخطيط في الكويت** *-http://www.arab- api.org-* : تاريخ الاطلاع: 2013/12/18.

- **<u>أما الاتساع:</u>** فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت فيكل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تميز؛ أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة؛

- **<u>أما المصدر:</u>**فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية؛

•**الأوزان النسبية:** تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة.

وهنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي:

- مدخل الوزن على أساس السعر :أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها.

- مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر

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

ويوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب:

**▪المؤشرات المبنية على أساس القيمة[1]**

وحسب هذه الطريقة يتم إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنه النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، والجدول التالي يبين كيفية تكوين المؤشر:

**الجدول رقم (1-5):** مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة.

| السهم | عدد الأسهم | سعر السهم في السنة الأولى | القيمة الإجمالية لأسهم المنشأة للسنة الأولى | سعر السهم في السنة الثانية | القيمة الإجمالية لأسهم المنشأة للسنة الثانية |
|---|---|---|---|---|---|
| أ | 60 | 50 | 3000 | 80 | 4800 |
| ب | 70 | 40 | 2800 | 50 | 3500 |
| ج | 120 | 10 | 1200 | 20 | 2400 |
| قيمة المؤشر | | | 7000 | | 10700 |

**المصدر: منير إبراهيم هندي،** أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر ،سنة1999 ،ص253.

متوسط العائد على المؤشر يساوي :10700 – 7000 / 7000 = 52.9%

[1] – **منير إبراهيم هندي،** أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر ،سنة1999 ،ص253.

كما يقاس المؤشر على أساس النقطة كما يلي:

متوسط العائد على المؤشر يساوي : :10700 – 7000 / 7000 = 52.9%

كما يقاس المؤشر على أساس النقطة كما يلي:

$$V = T + \frac{V_{t1} - V_{t0}}{V_{t0}} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (1-3)$$

T أساس المؤشر في زمن تكوينه .

$V_{t1}$ قيمة مؤشر الفترة في النقطة الزمنية.

$V_{t0}$قيمة المؤشر في فترة البداية .

- طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة:

$$\boldsymbol{Index_t} = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum p_b Q_b} \times \textit{Begining Index Value} \dots\dots\dots\dots (1-4)$$

$\boldsymbol{Index_t}$=قيمة المؤشر في الفترة*t*

$P_t$ =إقفال أسعار الأسهم في الفترة*t*

$Q_t$ =عدد وحدات الأسهم في الفترة*t*

$p_b$ =اقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس

$Q_b$ =عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

من أهم المآخذ التي تؤخذ على هذه الطريقة عيب التحيز، ولبيان ذلك نفرض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة ولتكن 60% مثلا وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم منشأة ما أعلى من مثيله لمنشأة أخرى، ولا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.

وعلى الرغم من هذا العيب إلا أن هذه الطريقة تعتبر من أكفأ الطرق في بناء المؤشراتت ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر ستاندرآندبور، مؤشر Nasdaq نازداك، مؤشر الفاينانشل تاميز، مؤشر CAC40.

**▪المؤشرات المبنية على أساس السعر[1]**

وتنطلق هذه الطريقة من المبدأ التالي :بما انه يوجد سهم لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي تقوم عليها المؤشر، ولتوضيح ذلك بفرض أن المؤشر يتكون على سبيل المثال من ثلاثة أسهم فقط :أ، ب، ج، وأن أسعارها هي :50 ، 40 ، 10 على التولي، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر والتي على أساسها يحسب عائد محفظة السوق تساوي 100 وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة :5 ، 4 ، 1 على التوالي، وإذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح :80، 50 ، 20 على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150 ، مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50%. ويؤخذ على هذه الطريقة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها، يضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في المؤشر في حالة الاشتقاق على، مما يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة بانخفاض في سعره وللتغلب على ذلك ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم معين التي تحدد قيمته بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{ق قبل}}{\text{وبعد}} = \frac{\text{ق بعد}}{\text{وبعد}}$$

[1] –الموقع الالكتروني: www.sa11.com . تاريخ الاطلاع: 2013/01/03 .

ق :تمثل القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

و :تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الاشتقاق.

ولتوضيح ذلك نفترض أن المؤشر ينكون من ثلاثة أسهم لثلاث شركات وأن السعر هو 10 ، 20 ،30 على التوالي، وهو ما يعادل قيمة قدرها 60 ، في ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر 20= (10+20+30)/3، أما إذا حدث اشتقاق في السهم الشركة الثالثة بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم فيصبح سعر السهم من 30 إلى 10 ، ففي هذه الحالة سوف ينخفض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لتصبح (10 + 10 + 20) = 40: في هذه الحالة تصبح قيمة المقسوم عليه يساوي 2 بدلاً من 3، لتصبح قيمة المؤشر :20= 2/40.كما كان قبل الاشتقاق لأن الانخفاض لا يعزى على سوء حال السوق إنما سببه الاشتقاق الذي حدث. ومن أشهر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر :مؤشر داو جونز Dow Jonesونيكاي250Nekkei.

**▪المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية[1]**

تعطي طريقة الأوزان المتساوية قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا يمثل فيها المنشأة بسهم واحد فمثلاً لو أن المؤشر يتكون من ثلاثة التي أسهم تمثل المنشأة أ، ب، ج بسعر 10، 40، 50على التوالي، ففي تباين أسعار الأسهم يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية حيث الكمية الوهمية من السهم( أ) $=\frac{1}{50}=0.02$ ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي( السعر×الكمية )داخل المؤشر تساوي الواحد$50\times\frac{1}{50}$ ، أما بالنسبة( ب)= $0.025\times\frac{1}{40}$ وبالنسبة(ج)= $(0.1\times\frac{1}{10}$

[1]– **محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد**، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة2005، ص266 .

والمثال التالي يوضح ذلك:

**الجدول رقم (1-6):** مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية

| السهم | سعر السهم في نهاية السنة الأولى | الكمية الوهمية المحسوبة | القيم النسبية للسهم في نهاية السنة الأولى | سعر السهم في نهاية السنة الثانية | الكمية الوهمية المحسوبة | القيم النسبية للسهم في نهاية السنة الثانية |
|---|---|---|---|---|---|---|
| أ | 50 | 0.02 | 1 | 80 | 1.60 | 1.60 |
| ب | 40 | 0.25 | 1 | 50 | 1.25 | 0.25 |
| ج | 40 | 0.25 | 1 | 20 | 2 | 1.0 |
| قيمة المؤشر | | | 3 | | 4.85 | |

**المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد،** بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة2005، ص266 .

متوسط عائد المؤشر: (4,85 – 3) /3 = 0,617

متوسط عائد الأسهم الفردية: (0,60+0,25+0,1)=0,617

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهاً حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها.

**ثالثا: الأهمية الاقتصادية لمؤشرات قياس أسعار الأسهم في السوق المالية**

تكمن أهمية مؤشرات الأسهم في القوة الاستدلالية التي تتمتع بها، والتي يعتمد عليها في اتخاذ القرارات، سواء تلك القرارات المتعلقة بالمستثمرين أو القرارات المتخذة من السلطات القائمة على السياسات الاقتصادية ،ويمكن تلخيص الفوائد المرجوة من مؤشرات قياس أسعار الأسهم في البورصة بالأتي[1] :

- تعتبر احد الأدوات الرئيسية للتنبؤ بالحالة الاقتصادية والتغيرات المحتملة فيها فهي والى حد كبير المؤشر الذي يعكس حالة الوضع الاقتصادي العام؛

- أداة تقييم لاستثماراتنا بحيث تعطينا مؤشرا إذا ما ارتفعت عوائد استثماراتنا في أسهم قطاع معين أو عن مدى الانخفاض في العائد المتوقع من ذلك النشاط أو القطاع وذلك من خلال النظر إلى الفارق في سعر الشراء والسعر السوقي الحالي؛

-أداة مراقبه ومتابعه يوميه لأداء المحافظ الاستثمارية في هذه النشاطات والقطاعات العامة والجزئية وكذلك للشركات المنضوية تحتها فالمستثمر يستطيع يوميا ومن خلال متابعه هذه المؤشرات أن يراقب ويحسب عائده أو خسارته المتوقعة أول بأول؛

-أداة توجيه بحيث يمكن من خلالها المتابعة اليومية لهذه المؤشرات القطاعية الجزئية والعامة أن تعطي المستثمر الضوء الأخضر لان يتخذ قراره اليومي بأي اتجاه يسير قراراته؛

-احد أدوات الحكم على أداء مدراء المحافظ الاستثمارية وأداة تحفيز لهم لتحقيق عائد أعلى من معدل العائد العام للسوق.

---

[1]- **سعيد خليل العبسي**، أهمية مؤشرات قياس أسعار الأسهم في البورصة، مجلة الاقتصادية، السعودية، العدد 5633،سنة 2009.

- استنادا لها يمكن إعطاء المشورة المستمرة لمقارنه الأداء الاستثماري للمحافظ الاستثمارية القائمة لدى العديد من المستثمرين في الأسهم وتقديم التقارير الدورية عن أداء هذه المحافظ.

## المطلب الثاني : تقييم تطور أداء أسواق رأس المال العربية خلال الفترة مابين 1994-2013

يتم تحليل أداء أسواق رأس المال العربية من خلال مختلف المؤشرات البورصة، وذلك بالاعتماد على قاعدة المعلومات لصندوق النقد العربي الذي يظم 12 سوق مالي عربي، وفيما يلي استعراض لأهم مؤشرات البورصات العربية خلال الفترة مابين عامي 1994 و2013:

### أولا: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

هو مؤشر مركب يتعامل مع أسهم الأقطار وكأنها دولة واحدة، ويجري احتساب المؤشر بالدولار الأمريكي، حيث يعتمد اختيار عينة الأسهم لتكوين الشروط التالية:

-القيمة السوقية.

-معدل دوران السهم.

-تصنيف الشركات قطاعيا.

ويجري اختيار الأسهم نشطة التداول والممثلة للقطاعات المختلفة، والتي تشكل قيمتها 60%من القيمة الإجمالية في نهاية العام، وتتم مراجعة الأسهم المدرجة في عينة المؤشر مرة كل عام لتأكد من استكمالها للشروط.

يعتمد تكوين المؤشر على أساس الترجيح بالقيمة السوقية (عدد الأسهم × سعر السهم)، ويجري تكييفه لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر.

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل. والصيغة العامة للمؤشر هي:

عندما تكون $i > 1$.

$$X_i = (B_i/M_i) * 100$$

$$B_i = M_{ad}/M_i * B_{i-1}$$

عندما تكون $i=1$

$$X_i = 100$$

$$B_i = M_i$$

حيث:

$X_i$ = المؤشر عند الفترة i

$B_i$ = القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون $i = 1$ (الفترة الأولى)

$M_i$=القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

$M_{ad}$=القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

**القيمة السوقية**(M) : تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

والقيمة السوقية لكل سهم: $n_i * P_i$

حيث:

$P_i$ = آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i

$n_i$ = عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i

**القيمة السوقية المعدلة** ($M_{ad}$)

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة ($M_{ad}$) الفترة i بموجب الصيغة التالية:

$$M_{ad}= M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-5)$$

حيث:

$I_i$=القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i. وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

$R_i$=القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

$N_i$=القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .

$Q_{i-1}$=القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

شهد المؤشر المركب لصندوق النقد العربي عل طوال الفترة الممتدة مابين عامي 1994 و2013، حيث يمكن تقسيمها إلى مرحلتين كما يلي:

أ- **أداء المؤشر المركب في الفترة (1994-2003):** أظهر المؤشر في نهاية سنة 1997 تحسنا ملحوظ ليسجل 138.45نقطة مقارنة بسنة 1996 أين سجل 119.93 نقطة، بنسبة ارتفاع قدرت بـ 16.12%، والتي تعتبر أعلى نسبة سجلها المؤشر بعد أربع سنوات حيث لم تتجاوز عتبة 8%. وفي سنة 1999 سجل المؤشر عتبة ارتفاع أخرى وصلت إلى 114.3 نقطة بنسبة ارتفاع 9.8% مقارنة بسنة 1998، ويعود هذا التحسن إلى الأداء المميز لأسواق الأوراق المالية في كل

من السعودية ومصر وتونس ذلك أن مؤشرات أسعار الأسهم في باقي الأسواق شهدت انخفاضا خلال العام[1].

– إذ ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق الأسهم السعودي بنسبة 31.7% بسبب ارتفاع أسعار النفط وكذا الإجراءات التي اتخذتها السلطات لتعميق السوق وتطويره ومنها السماح للأجانب بالاستثمار في صناديق الأسهم المحلية البالغة اثنا عشر سوقا واعتزامها إنشاء جهاز جديد لتنظيم السوق الذي يتوقع له أن يوفر المزيد من الشفافية. كما ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق المال بمصر نسبة 6.9% وذلك نتيجة لإجراءات التي اتخذتها بهدف تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر وحماية الأسعار من التلاعب. وارتفاع مؤشر الأسعار الخاص بسوق تونس بالأوراق المالية بنسبة 6.4% عاكسا بذلك الأداء والأرباح الجيدة لشركات المدرجة فيه.

ومن جهة أخرى تراجعت أسعار أسهم باقي أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة.(*)

– إذ سجلت بورصة بيروت الأوراق المالية أعلى انخفاض بلغت نسبته 21.9% وذلك نتيجة لتباطؤ النمو الاقتصادي وارتفاع الفوائد المصرفية بالإضافة إلى الأزمة العقارية التي أثرت على شركة سوليدير SOULIDER وهي كبرى الشركات اللبنانية.

– أما في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض جاءت بورصة القيم المنقولة بدار البيضاء ثم سوق مسقط وبشكل عام تعاني هذه الأسواق من قلة السيولة المتاحة نتيجة ارتفاع معدل الفوائد المحلية وأيضا انخفاض ربحية الشركات بالإضافة إلى ارتفاع كلفة المعاملات.

---

– اعتمادا على النشرات الفصلية للربع الرابع التي يصدرها صندوق النقد العربي لسنوات: 1996، 1997، 1998، 1999[1].

(*) أسواق الأوراق المالية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي لسنة 1999 هي: السعودية، مصر، تونس، بيروت، دار البيضاء، مسقط الأردن، البحرين

وفي سنة 2000 أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعا في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة في نهاية عام 2000، إذ انخفضت بنسبة 10.6% مقارنة مع عام 1999 ومن الملاحظ انخفاض مؤشرات أسعار الصندوق الخاصة بهذه الأسواق باستثناء مؤشر الأسعار لسوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية اللذين ارتفعا بنسبة 11.3% و7.2% على التوالي وقد بلغت هذه الانخفاضات أعلاه في مؤشر أسعار الصندوق الخاص بسوق المال بمصر إذ انخفضت بنسبة 45.8% وهذا راجع إلى انخفاض الجنيه المصري مقابل الدولار خلال هذا العام وكما نعلم أن مؤشرات الصندوق يتم احتسابها مقومة بالدولار، ليسجل نهاية عام 2001 تراجعا في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة فقد انخفض المؤشر بـ 1.1% مقارنة مع عام 2000.وبالنسبة لأداء الأسواق فرادي فقد انخفضت خلال 2001 مؤشرات ستة أسواق عربية من نسبة الأسواق التسعة المشاركة في قاعدة البيانات [*]أسواق الأوراق المالية العربية، فقد سجل سوق المال بمصر خلال هذا العام أعلى انخفاض وبما يقارب 34% تلته بورصة بيروت ثم سوق مسقط الأوراق المالية 30% و27.7% على التوالي ويرجع انخفاض الأسعار في سوق المال بمصر إلى ضعف أداء شركات المدرجة في السوق، أما بالنسبة لسوق مسقط للأوراق المالية فيرجع التراجع في أدائه بشكل أساسي إلى تراجع قطاع البنوك نتيجة لتدني أرباحه وخاصة في ظل ارتفاع حجم القروض الهالكة. وبالمقابل ارتفع مؤشر الصندوق الذي يحتسبه لسوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 31.3%، وفي البورصة عمان بلغ 25% ولسوق الأسهم السعودي 1% كما ارتفعت المؤشرات المحلية التي تحتسبها هذه الأسواق بنسبة 26.8% في سوق الكويت 29.8% في بورصة عمان و7.6% في سوق الأسهم السعودي ويرجع أسباب التحسين إلى انخفاض أسعار الفائدة على العملة المحلية بالإضافة إلى تحسن نتائج الشركات

(*)أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة التسعة في قاعدة البيانات خلال عام 2001 هي الأردن، البحرين، تونس، السعودية، سلطنة عمان ،الكويت، لبنان، مصر، المغرب .

المدرجة في هذه الأسواق. وفي نهاية 2002 استمر المؤشر بالارتفاع بالموازات مع ارتفاع مؤشرات الأسعار لتسعة أسواق عربية من بين اثنا عشر سوقا(*) المشاركة في قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية بالصندوق. فقد سجل سوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية العام ارتفاعا بلغ 35.3% وهو أعلى ارتفاع في أسواق الأوراق المالية العربية ثم يليه سوق مسقط ب 31% في المرتبة الثانية ثم سوق دبي المالي بـ 20.9% وبالمقابل سجل أداء بورصة تونس انخفاضا بلغ 6.2% وهو أعلى انخفاض ثم جاء في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض بورصة عمان 5.1% ثم بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ب0.2%.

أظهر المؤشر المركب الذي يحتسبه الصندوق لقياس أداء هذه الأسواق في نهاية عام 2003 مقارنة مع عام 2002 ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 40.9% ليبلغ 141.9% نقطة ويعتبر هذا المستوى أعلى مستوى بلغه مؤشر الصندوق منذ أن بدأ في احتسابه لعام 1994.

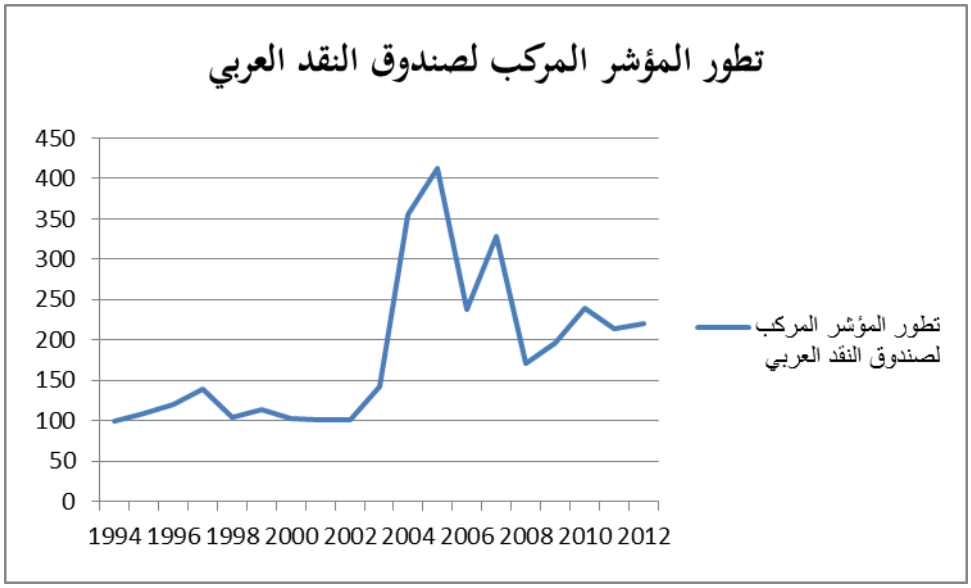
– أما بالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية بشكل فردي فقد ارتفعت مؤشرات الأسواق المالية الأربعة عشر المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بعد إضافة بورصة الجزائر وبورصة الخرطوم بنسب متفاوتة باستثناء مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي انخفض 2.3% وقد سجل سوق الكويت للأوراق المالية أعلى ارتفاع إذ بلغت 101.7% تلته بورصة عمان بارتفاع بلغ 61.7% ثم سوق الدوحة وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بارتفاع بلغت 54.8% و53.9% على التوالي، أما بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بشكل كبير إذ بلغت في نهاية عام 2003 ما يقارب 361.8 مليار دولار مقابل 208.9 مليار دولار في نهاية عام 2002 أي بنسبة ارتفاع بلغت 73.2% وقد سجلت

(*) أسواق الأوراق المالية العربية التي دخلت قاعدة البيانات هي: سوق أبو ظبي، سوق الدوحة، سوق دبي، لتصبح قاعدة البيانات تضم أثنتا عشرة سوق.

القيمة السوقية لسوق الدوحة للأوراق المالية أعلى ارتفاع حيث بلغت نسبة 152.7% وجاء سوق الأسهم السعودي في المرتبة الثانية من حيث الارتفاع وذلك بنسبة 110% ويرجع الارتفاع الكبير في القيمة السوقية لعام 2003 إلى عدة عوامل من أهمها ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير وخاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر نتيجة لزيادة أرباحها وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيدة وحصول البعض منها على عقود لعمليات إعادة الاستثمار للعراق واحتمال حصول بعض الشركات الكويتية على تعويضات من العراق. [1]

**ب- أداء المؤشر المركب في الفترة(2004-2013):**

يتضح تطور مؤشر صندوق النقد العربي من خلال الشكل التالي :




**الشكل رقم(1-3):** تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة1994-2012

**المصدر:** بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي لأعداد مختلفة.

[1] -اعتمادا على النشرات الفصلية للربع الرابع التي يصدرها صندوق النقد العربي لسنوات: 2002، 2003.

أظهر المؤشر المركب الذي يحتسبه الصندوق لقياس أداء هذه الأسواق في نهاية عام2005 ارتفاع كبير نسبته[1] 27.17 % ليبلغ 413.31 نقطة مقارنة ب393.3 نقطة سنة 2004[2]، حيث تعود القفزة النوعية لأداء المؤشر خلال هذه الفترة إلى دخول أسواق مالية عربية جديدة إلى قاعدة بيانات السوق ليصبح عددها 15 سوقا، كما يعود الارتفاع الغير المبرر إلى عدت عوامل كان أبرزها سيطرة المضاربين على حركات تداول أسهم الشركات المدرجة، وضعف الوعي الاستثماري، ونشاط اقتصادي مدعوم بارتفاع أسعر النفط، وتوفر الائتمان المصرفي لتمويل شراء الأسهم، وممارسات غير سليمة من قبل كثير من الشركات العاملة في أسواق المال، وعدم توفر وتطبيق نظم رقابية مناسبة[3]. وفي سنة 2008 انخفض المؤشر المركب ليصل إلى 166.2نقطة مع نهاية العام مقارنة مع 328.7 نقطة سنة 2007 وبنسبة قياسية بلغت 49.43%، ونجم عن هذا الانخفاض تراجع ملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية، حيث بدا تأثير الأزمة المالية العالمية جلي فبلغت نسبة الانخفاض في سوق دبي إلى نحو 65%، والى نحو 3.8في بورصة الجزائر، و59.2%في السعودية، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 50.9%وسوق أبو ظبي بنحو40.3%، وسوق الدوحة بنسبة 22.2%، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنحو 19%، حيث اعتبرت هذه الأخيرة من الأسواق المالية العربية الأقل تضرر بالأزمة المالية. [4]وفي نهاية2010 ارتفع المؤشر المركب ليبلغ 204.36 نقطة وبنسبة 22.28% عن سنة 2008 وهو ما يعني بداية خروج الأسواق المالية العربية من الأزمة المالية العالمية، وعلى صعيد الأداء الفردي للأسواق العربية خلال فقد شمل التحسن معظم الأسواق العربية خلال هذه السنة. فقد ارتفعت

[1]– اعتمادا على النشرات الفصلية للربع الرابع التي يصدرها صندوق النقد العربي لسنة: 2005.

[2]– اعتمادا على النشرات الفصلية للربع الرابع التي يصدرها صندوق النقد العربي لسنة: 2004.

[3]–**إبراهيم عكوم** ،أسواق الاوراق المالية العربية : انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية ، الدائرة الاقتصادية والفنية لصندوق النقد العربي، العدد 9، أبو ظبي– الإمارات العربية المتحدة ، سنة 2009 ، ص3.

[4]– اعتمادا على النشرات الفصلية للربع الرابع التي يصدرها صندوق النقد العربي لسنة: 2008.

مؤشرات صندوق النقد العربي لمعظم هذه الأسواق، باستثناء بورصات كل من فلسطين والبحرين ودبي والكويت، بالإضافة إلى بورصة تونس التي تراجع مؤشر الصندوق لها بنسبة 11.9 %، أعلى نسبة تراجع بين البورصات العربية خلال الربع الأخير من السنة. وقد بلغت نسبة الارتفاع في مؤشرات الصندوق أعلاها خلال هذا الربع، لدى بورصة قطر بنحو11 %، تليها بورصتي الدار البيضاء والجزائر بنحو% 7.6 و 6.2 %على الترتيب، تليها السوق المالية السعودية بنسبة 4.5%، فبورصات كل من مصر وعمان ومسقط وأبو ظبي وبيروت والخرطوم بنسبة تراوحت بين 0.2و.3% ولا يختلف هذا الحال بالنسبة لمؤشرات الأسعار المحلية التي تحتسبها الأسواق نفسها، حيث شهدت هذه المؤشرات ارتفاعاً خلال الربع الرابع، شملت بورصات كل من قطر والدار البيضاء ومسقط ومصر والسعودية وعمان وبيروت وأبو ظبي والخرطوم خلال الربع نفسه، فيما تراجعت مؤشرات البورصات الخمس الأخرى المشار إليها أعلاه.[1] ولقد استمر الأداء الايجابي لغالبية البورصات العربية خلال سنة2013 وبوتيرة أقوى مقارنة السنتين السابقين .وقد عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الأداء الايجابي لهذه الأسواق وارتفع بدوره ليصل إلى 257.82نقطة خلال الربع الثالث بنسبة ارتفاع 19.41% عن سنة 2012 و20.86%عن سنة 2011، وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق العربية خلال الربع الثالث 2013، فقد كان أداء هذه الأسواق ايجابيا بشكل عام. فقد ارتفعت مؤشرات صندوق النقد العربي لعشرة أسواق هي، ابوظبي والبحرين والسعودية ودبي ومسقط وقطر ودمشق وفلسطين ومصر ولبنان. وقد جاءت اكبر هذه الارتفاعات في مؤشرات الصندوق الخاصة ببورصات كل من دبي ومصر ودمشق بنحو 21.3 و

[1]–نفس المرجع السابق.

12.5و 12.1%على التوالي .أما البورصات الست الباقية، فقد سجلت مؤشرات الصندوق الخاصة بها تراجعاتٍ خلال الربع الثالث 2013 بنسبٍ تراوحت بين6.5 و0.2 %[1].

**ثانيا: رسملة البورصة**

يتضح التحسن الواضح في أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة مابين(1994_2012) من خلال التصاعد المستمر لرسملة البورصات العربية مجتمعة حيث ارتفعت من نحو 72.5 مليار دولار عام 1994 إلى حوالي 361.8 مليار دولار عام 2003 بمتوسط معدل نمو سنوي بلغ حوالي 20% خلال الفترة (1994–2003).ويلاحظ أن الأهمية النسبية لسوق الأسهم السعودي في رسملة البورصة قد انخفضت من 53% عام 199 إلى نحو45.3% عام 2000 ثم إلى 43.5% عام 2003.كما انخفضت أيضا الأهمية النسبية لسوق الكويت للأوراق المالية من 15% عام 1994إلى 13.4% عام 2000 إلا أنها ارتفعت ارتفاعا طفيفا في عام 2003 لتصل إلى 15.6%. ويلاحظ أن الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية قد قفزت من نحو 5.9% عام 1994 إلى حوالي 20.8% عام 2000،إلا أنها أخذت في التراجع في السنوات التالية لتصل إلى 7.7% عام 2003. وتجدر الإشارة إلى أن إجمالي رسملة البورصات العربية قد ارتفعت بنحو 37%، و72.3% أعوام 2002 ،2003 على التوالي. ويعزى هذا التحسن في العامين الأخيرين بشكل أساسي إلى الزيادات الهائلة التي شهدنها أسواق السعودية والكويت، بالإضافة إلى دخول أسواق كل من الإمارات وقطر في عام 2002، أسواق السودان والجزائر في الربع الأول من عام 2003 لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي. وعلى الرغم من ذلك فإنها ما تزال منخفضة خاصة

[1]– النشرة الفصلية لأسواق المال العربية للربع الثالث سنة 2013 الصادرة عن صندوق النقد العربي.

عند مقارنتها ببعض الأسواق ،حيث بلغت 131 مليار دولار في الهند،2126 مليار دولار في اليابان، نحو 967، 686 مليار دولار في فرنسا وألمانيا على الترتيب عام 2002[1].

وخلال الفترة (2004-2013) استمرت القيمة السوقية للأسواق المالية العربية في الارتفاع حتى سنة 2007، إذ بلغت قيمتها 1،338، 550 مليون دولار بنسبة ارتفاع 27.87 % مقارنة عام 2006 ، لتبدأ الانعكاسات السلبية تظهر على أداء الأسواق المالية العربية منتصف عام 2008، حيث هبط إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو 770 مليار دولار بنهاية العام، وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار خلال العام ككل بعدما كانت ارتفعت القيمة السوقية بنحو 78 مليار خلال النصف الأول من العام.[2]

عاودت القيمة السوقية في الارتفاع بداية من نهاية عام 2010 وقد ظهر الارتفاع بشكل جلي وواضح ليؤكد تعافي السواق المالية العربية خلال سنة 2013 حيث بلغت قيمتها في الربع الثالث1،055، 271 مليار دولار بعدما كانت تقدر قيمتها 852،994 مليار دولار سنة 2012.

وتجدر الإشارة إلى أن باقي المؤشرات على غرار إجمالي حجم التداول و إجمالي عدد الأسهم المتداولة و وعدد الشركات المدرجة وكذا معدل دوران الأسهم أخذت نفس منحنى التغير الذي أخذه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي وفيما يلي جدول يبين تطور مؤشرات الأسواق

---

[1]-***Lamba,Asjeet S.****"An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets",National Stock Exchange of India Limited,Research Papers No 83,p 15*
***http://www.nseindia.com/content/research/comppaper-lat 83.pdf,*** *date de vu:10/01/2014*

[2] -**إبراهيم عكوم** ، مرجع سبق ذكره، ص16.

المالية العربية خلال الفترة (1994-2012) :

**الجدول رقم (1-7):** القيمة الاجمالية للأسواق المالية العربية

| | القيمة السوقية(مليون دولار) | عدد الشركات المدرجة | قيمة الاسهم المتداولة(مليون دولار) | عدد الاسهم المتداولة(مليون سهم) | المؤشر المركب للصندوق |
|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | 72.53671 | 1089 | 10.51317 | 3.15005 | 100.00 |
| 1998 | 122.87206 | 1446 | 35.53637 | 15.83726 | 104.12 |
| 2002 | 208.85811 | 1826 | 65.40009 | 46.08629 | 100.71 |
| 2006 | 888.138 | 1623 | 250.732 | 37.691 | 237.7 |
| 2008 | 589،769 | 1542 | 327،153 | 776،62 | 170.2 |
| 2010 | 754،983 | 1441 | 133،87 | 830،44 | 240.04 |
| 2012 | 612،918 | 1466 | 649،103 | 875،47 | 219.63 |

**المصدر** : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، على الموقع www.amf.org.ae، تاريخ الاطلاع: 2013/01/06.

**المطلب الثالث : مقارنة السوق رأس المال العربية بنظيرتها الناشئة والمتقدمة**

بعدما تم تحليل تطور أداء الأسواق المالية العربية بالاعتماد على مختلف المؤشرات ، سنقيم تطور الأسواق المالية العربية بالمقارنة مع نظريتها من الأسواق الناشئة والمتقدمة ومعرفة درجة اندماجها مع أسواق رأس المال العالمية ومدى فعاليتها ، وذلك بالاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كما يلي:

**أولا: مؤشر حجم السوق المالية**

يستعمل المحللون عموما نسبة رسملة السوق لقياس حجم السوق وهذه النسبة هي عبارة قيمة الأسهم المدرجة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، والتفسير الاقتصادي وراء استعمال المؤشر هو ارتباط حجم السوق ايجابيا بالقدرة على تعبئة رأس المال والتنويع في المخاطرة، وعلى هذا الأساس ومن خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم(1-8):** مؤشر تطور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وبعض الدول النامية والمتطورة (2000/94).

| المؤشرات | معدل رسملة السوق | نسبة التداول للناتج المحلي | معدل دوران السهم | التذبذب | متوسط 1 | متوسط 2 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| عمان | 0،7 | 07،0 | 1،0 | 0،11 | (8) 0،29 | (6) 0،19 |
| البحرين | 1،01 | 05،0 | 05،0 | 0،2 | (5) 0،37 | (5) 0،23 |
| تونس | 0،16 | 02،0 | 13،0 | 0،31 | (14) 0،10 | (14) 0،00 |
| السعودية | 0،36 | 08،0 | 23،0 | 0،27 | (10) 0،22 | (8) 0،10 |
| مسقط | 0،24 | 08،0 | 26،0 | 0،51 | (11) 0،19 | (12) 0،02 |
| الكويت | 0،64 | 41،0 | 56،0 | 0،25 | (3) 0،54 | (3) 0،34 |
| لبنان | 0،11 | 01،0 | 1،0 | 0،21 | (15) 0،07 | (13) 0،00 |
| مصر | 0،24 | 06،0 | 22،0 | 0،32 | (12) 0،17 | (9) 0،05 |
| المغرب | 0،3 | 03،0 | 09،0 | 0،22 | (13) 0،14 | (10) 10 |
| البرازيل | 0،31 | 0،18 | 0،6 | 1 | (6) 0،36 | (11) 0،02 |
| الهند | 0،34 | 0،18 | 0،53 | 1،46 | (7) 0،35 | (15) - 0،10 |
| المكسيك | 30 | 0،12 | 0،39 | 0،32 | (9) 0،27 | (7) 0،12 |
| اليابان | 0،7 | 0،32 | 0،46 | 0،27 | (4) 0،49 | (4) 0،30 |
| الولايات | 1،29 | 1،45 | 1،06 | 0،11 | (1) 1،27 | (1) 0،92 |
| بريطانيا | 1،56 | 0،73 | 0،45 | 0،09 | (2) 0،91 | (2) 0،66 |

**المصدر: سامية زيطاري،** ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، سنة2004، ص 120.

من خلال ملاحظة أرقام هذا الجدول نجد متوسط رسملة الأسواق المالية التقدمة يصل إلى 543052 مليار دولار أمريكي و153.48 مليار دولار في الأسواق المالية الناشئة، في حين لا تتعدي 13.25 مليار دولار في الأسواق الملية العربية مما يدل أنها قصورها على تعبئة رأس المال و عدم قدرتها على تنويع المخاطر على عكس الأسواق المالية العالمية التي تتمتع بجاذبية أكبر للاستثمارات وقدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر، حيث يرجع قصور الأسواق المالية العربية الى نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجذابة لرؤوس الأموال حيث تساهم الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق. ويتمثل ضيق هذه الأسواق من ناحية بقلة هذه الأدوات المتاحة للتداول وبضعف أحجام التداول . وإذا ما حاولنا استعمال مؤشر عدد الشركات المدرجة كمؤشر إضافي لمقارنة حجم الأسواق المالية العربية بنظيرتها الناشئة والمتقدمة نلاحظ أن متوسط عدد الشركات في الأسواق المتقدمة يصل إلى 418233 شركة و210924 شركة في الأسواق الناشئة في حين لا يتعدى عددها 14643 شركة في متوسطها مدرجة في سوق رأس المال العربية، حيث تمثل نسبة 3.5% من عدد الشركات في الأسواق المتقدمة، وذلك لأن سوق رأس المال العربية لازال في مراحله الأولى حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية وذلك رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات وعدم إلزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ويتعلق الأمر كذلك في السندات التي تصدرها الحكومة، فعلى الرغم من اعتماد الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة إلا أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق إذ يلاحظ أن معظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب فيها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، حيث تحتفظ هذه المؤسسات بهذه السندات وتحول دون طرحها للتداول .وقد أنعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من الأدوات في الأسواق الثانوية. فانه

وعلى الرغم من وجود أدوات جديدة في بعض الأسواق العربية كوحدات صناديق الاستثمار والتعامل الآجل وحقوق الإصدار، إلا أن التداول في هذه الأدوات لم يرتق إلى المستوى المطلوب[1]. وبالاعتماد على مؤشر لوغاريتم متوسط حجم الشركات الذي يقيس انتشار قطاع الشركات في الاقتصاد نجد أن سوق الأوراق المالية العربية تقبع في المرتبة الأخيرة ضمن الأسواق المتقدمة الأخرى وحتى الناشئة[2].

**ثانيا: مؤشر سيولة السوق**

تعتبر السيولة من أهم مميزات تطور سوق رأس المال، فنظريا الأسواق التي تتمتع بسيولة عالية تحسن من تخصيص رأس المال و تعزز تدفقات النمو الاقتصادي في المدى الطويل، ومن مقاييس السيولة نجد نسبة مجموع قيم التداول للناتج المحلي الإجمالي لنقيس سيولة السوق المالي بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، حيث نلاحظ أن متوسط نسبة التداول للناتج المحلي في الأسواق المتقدمة تقدر بـ0.83%، في حين لا تتعدى نسبتها 0.09 في سوق رأس المال العربية مما يبين تذبذب أداءها وعدم تنويعها للمخاطر، واعتبار أن أغلبية رؤوس الأموال المستثمرة جبانة وهي معرضة لخروجها من الأسواق من أول معلومة تنبأ بالتدهور المستقبلي ن وبتالي لا تمثل تمويل حقيقي للنمو الاقتصادي على المدى الطويل.

إن المقياس الثاني للسيولة يتمثل في معدل دوران السهم والذي يقاس بالنسبة بين مجموع قيم تداول الأسهم ورسملة السوق وتعتبر القيمة العالية لمعدل دوران السهم مؤشر لتدني تكاليف التداول، وكذلك مؤشر لمستوى نشاط السوق ويقيس خواص البنية المؤسسية بحيث يعطينا فكرة

---

[1] – اعتمادا على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي والتقرير العربي الموحد لسنة 2000.

[2] – **سامية زيطاري**، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة : حالة أسواق المال العربية، أطروحة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد القياسي، سنة 2004، ص115.

على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها وانعكاسها في السعر أي فعالية السوق ، ومن خلال الجدول نلاحظ سوق الكويت تتمتع بمعدل دوران السهم عالي حيث يقدر المتوسط خلال الفترة بـ 0.56، وهذه القيمة أكبر من قيمة سوقي الهند والمكسيك بل وأكثر من سوق اليابان والمملكة المتحدة. في حين يتراوح متوسط معدل دوران السهم في بقية الأسواق العربية بين 0.26 و0.05 وهي قيم كلها أقل من متوسط قيم الأسواق المتقدمة وحتى الناشئة المأخوذة في عينة المقارنة. [1]

**ثالثا: مؤشر التذبذب**

يعتبر التذبذب في عوائد الأسواق المالية من المميزات التي لقيت اهتماما كبيرا من حيث الدراسات النظرية وكذا من طرف المحللين والمهتمين بشؤون هذه الأسواق. ويعرف التذبذب بأنه التغيرات التي يشهدها العائد في سوق الأوراق المالية والذي يعكس وصول معلومة جديدة قد تخص الأرباح المستقبلية أو حركة في معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة، وتقاس المخاطرة بالتذبذب العالي وعدم فعالية الأسعار، وهذا قد يعكس التأخر في وصول واستيعاب المعلومات الجديدة، ووجود عمليات داخلية بالسوق وتداولات غير دائمة وضعف التداولات ويمكن أخذ فكرة أولية عن التذبذب في الأسواق المالية العربية وبعض الأسواق المالي الناشئة والمتطورة بحساب الانحراف المعياري لعوائد السوق خلال الفترة. ويتم حساب مؤشر العائد بالاعتماد على مؤشرات الأسعار التي يعدها صندوق النقد العربي و ذلك من العلاقة[2]:

$$R_t = \Delta log(P_t) \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1-3)$$

حيث R هي مؤشر العائد في الفترة t و log(p) هي لوغاريتم مؤشر السعر للفترة t.

[1] – نفس المرجع السابق، ص–ص 115–116.

[2] – نفس المرجع السابق، ص–ص 117–118.

إن التذبذب في أسواق المال العربية يتراوح بين 0.11 ( الأردن) و 0.51 (سوق مسقط) وإن كان التذبذب يبدو أكبر منه في الدول المتطورة التي يتراوح فيها التذبذب بين 0.09(بريطانيا) و 0.27(اليابان) إلا أنه يلاحظ بأن أغلب الأسواق (6من9) لديها تذبذب أقل من اليابان ، في حين يقترب تذبذب الأردن من تذبذب الولايات المتحدة .نلاحظ أن سوق لبنان أقل تذبذبا من سوقي الكويت والعربية السعودية مما يشير لصغر حجم السوق وعدم عمقها ، كما نلاحظ أن سوق مصر من بين الأسواق الأكثر تذبذبا حيث يأتي في المرتبة الثامنة بقيمة 0.32 وهي قيمة مماثلة لسوق المكسيك التي تعتبر أقل من سوقي الهند والبرازيل.

من خلال مقارنة سوق رأس المال العربية بنظيرتها في الدول المتقدمة وجدنا أنها مازالت بعيدة كل البعد لتكون أسواق مالية كفئة تخصص بشكل أمثل للموارد وتوفر تمويل دائم لعملية النمو لاقتصادياتها وذلك لمستوى كفاءتها الضعيف[1]

[1]– اعتمادا على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي والتقرير العربي الموحد لسنة 2000.

**خلاصة الفصل الأول:**

أدركت معظم الدول العربية ضرورة وجود أسواق مالية متطورة لمواجهة المرحلة المقبلة، ومواكبة التطورات الدولية بهدف إيجاد أسواق مالية عربية على درجة من الحداثة والتطور، تلبي متطلبات المستثمرين المحليين والدوليين. حيث تعتبر معظم الأسواق العربية حديثة نوعا ما مقارنة مع الأسواق المالية العالمية بإستثناء أسواق مصر ولبنان والأردن والكويت والسعودية والمغرب وتونس والعراق التي تعتبر من أقدم الأسواق المالية العربية. فمن خلال الفصل الأول استطعنا الخروج بجملة من النتائج تمحورت فيما يلي:

- السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان ، يلتقي من خلالها المشترون والبائعون و الوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية و النقدية، لفترات متباينة طويلة و قصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات ، والى حد ما إلى عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا؛
- شهدت الأسواق المالية العربية خلال العقدين الماضيين العديد من التطورات كنتيجة لمجموعة من الإصلاحات في مختلف الجوانب بما في ذلك الجانب التشريعي و التقني ، حيث عملت العديد من الدول العربية على غرار الأردن ومصر والمغرب و السعودية وقطر والعراق إلى إعادة هيكلة أسواقها عن طريق فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بإنشاء هيئات رقابة لسوق رأس المال في حين أوكل الدور التنفيذي للقطاع الخاص. كما عمدت أسواق رأس المال العربية إلى استكمال انشاء مؤسسات للتسوية والتقاص في الأسواق التي لا يوجد فيها هذه المؤسسات و توفير أنظمة التسوية والتقاص وربطها مع أنظمة التداول بهدف تقليل المخاطر؛

❖تتميز الأسواق المالية العربية في معظمها بضيق نطاقها وضعف حجم السيولة لديها ، بالإضافة عدم وجود تنوع في الأصول المالية المتداولة فيها ، وكذا ارتفاع درجة التركز مما جعلها عرضة للتقلبات الشديدة في الأسعار أفقدها في قدرتها على جذب الاستثمار وجعلها اكثر تنافسية؛

❖بالرغم من التطور الذي شهدته الأسواق المالية العربية إلا أنها مازالت بعيدة كل البعد على نظيرتها في الدول المتقدمة، حيث لا يمكن لهذه الأسواق القيام بدورها المنوط بها في توفير التمويل اللازم للاقتصاد على المدى الطويل ودعم النمو الاقتصادي.

# الفصل الثاني: تطور مؤشرات أداء الاقتصاد العربي

**تمهيد:**

تعرضت اقتصاديات الدول العربية خلال العقدين الماضيين الى كثير من التقلبات الاقتصادية، وقد تفاوت حجمها حسب طبيعة الاقتصاد وكذا طريقة تعامل هاته الدول في مواجهتها للصدمات، بالإضافة الى التحديات المتعددة المفروضة عليها خارجية كانت أم داخلية، فتميزت الفترة ما بين (1994-2000) بانهماك الاقتصاديات العربية في محاولة الاندماج في الاقتصاد العالمي الذي أصبح يفرض العولمة كحتمية اقتصادية، فكانت هذه الفترة بمثابة فترة انتقالية لبعض الدول العربية أعلنت من خلالها التخلي على النظام الاشتراكي ومحاولة الانضمام إلى ركب اقتصاد السوق، وفي المقابل عملت اقتصاديات أخرى على تعزيز اندماجها في الاقتصاد العالمي مما جعل الاستقرار الاقتصادي أمر يتفاوت بين الدولة والأخرى.

وعلى هذا الأساس فقد انصب اهتمام دراستنا في هذا الفصل على إبراز أهم التطورات التي شهدتها مؤشرات أداء الاقتصاديات العربية، وذلك من خلال ثلاثة مباحث كما يلي:

- ✓**المبحث الأول: الإطار النظري للدورة الاقتصادية**
- ✓**المبحث الثاني: دراسة تطور الاقتصاد العربي ضمن دورة جوكلار jugular**
- ✓**المبحث الثالث: انعكاسات المتغيرات الاقتصادية الدولية والاقليمية على الاقتصاد العربي**

## المبحث الأول: الإطار النظري للدورة الاقتصادية

أشار عدد من الاقتصاديين إلى إمكانية انعكاس مراحل الدورة الاقتصادية في سوق الأوراق المالية كون الأخيرة مرآة للنشاط الاقتصادي، فضلا عًما تحمله الدورة الاقتصادية بين مراحلها من تقلبات في متغيرات الاقتصاد الكلي، تنعكس بصورة مباشرة أو غير مباشرة على أداء الأسواق المالية .بمعنى أن التأثير يبدأ من النشاط الاقتصادي باتجاه السوق المالية.

### المطلب الأول : مفهوم الدورة الاقتصادية

مازال الاقتصاد الرأسمالي يأخذ الشكل الدوري في حركته عبر الزمن وأن الدورة الاقتصادية تتحرك في جميع مفاصله حيث ينتقل من الانتعاش الى الركود ثم ينهض من جديد من الركود إلى الانتعاش. وقد اكتسبت الدورة الاقتصادية سمات جديدة منذ نهاية الحرب العالمية الثانية نتيجة لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي اذ تم استبعاد حالات انخفاض الإنتاج الحادة وكذلك تخفيف حدة الأزمة.

#### أولا: تعريف الدورات الاقتصادية

إن الدورات الاقتصادية هي سمة مميزة لاقتصاديات السوق المتقدمة وفي مختلف مراحل تطورها وقد ازدادت تأثير هذه الدورات منذ بداية نشوء الأسواق المالية في القرن السابع عشر، ففي السنوات 1634-1637 ظهرت أولى التقلبات في الأسواق الهولندية ، إذ كان الاقتصاد الهولندي من أكثر الاقتصاديات الأوربية تقدما وذلك بسبب حمى المضاربة على الأصول الخاضعة للتبادل، وبعد العام1760 مر الاقتصاد البريطاني بأزمات متعددة توالت عليه في السنوات( 1763، 1773، 1784، 1793، 1803، 1810، 1815، 1825، 1836، 1847، 1873، 1883، 1893، 1957 )وتعد الأزمة العالمية الكبرى في الثلاثينيات من القرن الماضي من أصعب وأطول

الدورات في تاريخ الاقتصاد الرأسمالي في العالم[1].في حين إن أزمة السبعينات أسوء الأزمات منذ الأزمة الكبرى(1929–1932) إذ إنها تزامنت بإفراط كبير في الإنتاج مصحوبة بموجة ركود عارمة ومقترنة بمعدلات مرتفعة للتضخم و قامت الولايات المتحدة الأمريكية بإتباع سياسة انكماشية وهذا أدى إلى ركود وبطئ في الإنتاج دون أن يحصل لجم للضغوط التضخمية وتحول النمو الذي أعقب أزمة 1973 الى توسع تضخمي بفعل احتكارات الشركات الأمريكية في زيادة مخزون الوقود والخامات وكذلك تجريد نظام النقد الدولي من التزامات معاهدة (بريتون وددز) وقيام اغلب دول العالم بتعويم سعر الصرف وفك الارتباط بالدولار حيث أدى ذلك إلى ارتفاع أسعار المواد الأولية وأسعار الذهب[2].وتعرف الدورات الاقتصادية بأنها عبارة تستخدم لوصف التقلبات في الإنتاج الكلي ، وتحسب من خلال أو بالقياس إلى الارتفاع أو الانخفاض في الناتج الإجمالي الحقيقي[3] . وقد عرفها الاقتصاديان ميتشل ( Burns )وبيرنز(Mitshell ) " بأنها نموذج لتقلب موجود في النشاط الكلي للدولة التي فيها العمل منفذ بشكل رئيسي في المؤسسات الخاصة"[4]."أوانها تقلبات في المستوى العام للنشاط الاقتصادي، وبمكن قياس هذه التقلبات من خلال بعض المتغيرات مثل معدل البطالة ومعدل التغير في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي"[5]وتكون الدورات على شكل تقلبات في مستوى النشاط الاقتصادي وخاصة في مستوى الإنتاج والتوظف والمستوى العام للأسعار، والمفهوم الكلاسيكي لها يتمثل في تذبذبات( تدني

---

[1] –**هوشيار معروف** ، تحليل الاقتصاد الكلي ، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، سنة، 2005 ص135.

[2] –**فؤاد مرسي**، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، العدد 226 ، الكويت ، سنة 1990ص–ص 403–405.

[3] ***-David N. Hyman*** ، *Economics* ، *Fourth Edition* ، *McGraw-Hill* ، *( New York)* ،*1997.P495.*

[4]- **R- Gordon. NBEER** – The American Business Cycle- New York –-1986- P3.

[5]– **جيمس جوار تيني، ريجارد استروب**، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة وتعريب،د .عبد الفتاح عبد الرحمن، دار المريخ للنشر،ص197 .

وارتفاع) في مستوى النشاطات الاقتصادية حول الاتجاه العام[1] وان مؤشرات الدورة تتمثل في القمم والانخفاضات في النشاط الاقتصادي الكلي معبرا عنه بالتحركات التي تحصل في مجالات التشغيل والإنتاج والمبيعات، وعرفها آخرون "بأنها تأرجح في مجموع الناتج القومي والدخل والعمالة والذي يدوم عادة لفترة تتراوح ما بين سنتين إلى عشرة سنوات والتي تتصف بتوسع معظم قطاعات الاقتصاد أو انكماشها.[2]فالدورة الاقتصادية تعني "التقلبات الدورية التي تطرأ على مستوى النشاط الاقتصادي منتقلة من حالة الانتعاش والرواج إلى حالة الانكماش ثم تعيد مرة ثانية إلى أن الدورة الاقتصادية تمثل التأرجح (Paul M Johnson) الرواج والازدهار.وذكر شبه المنتظم أو التقلبات المتواترة في معدل النمو الاقتصادي في بلد ما ، ويكون هذا التأرجح أدنى أو أعلى بدرجة كبيرة من الاتجاه العام طويل الأجل في معدل نمو الإنتاجية الكلية لأغلب الفعاليات الاقتصادية الكلية(الناتج القومي الإجمالي، الناتج المحلي الإجمالي، معدلات البطالة، المستوى العام للأسعار)[3]، وهنالك اختلاف بين الأزمات الاقتصادية والدورات الاقتصادية إذ تعرف الأزمات الاقتصادية Economic) (Crises بأنها: "اضطراب مفاجئ يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد أو عدة بلدان" وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطرابات الناشئة عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك ويستعمل الاقتصاديون الغربيون اصطلاح الدورة (Cycle) بدلا عن كلمة(Crise) التي تدل على الأزمة بينما نلاحظ هنالك فرق بين التعبيرين، فالأزمة تدل على الاختلاف أو الاضطراب في حين إن الدورة(Cycle)تدل على الانتظام في التعاقب التي تخضع له الظواهر الطبيعية. وأخيرا فقد عرفها النقديون "بأنها تقلبات عامة حول اتجاه معدلات تغير الناتج الكلي، والتوظف، ومعدل التضخم،

---

[1]– حسين **عمر**، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، ص241 .

[2]– **بول –ساموليسون، وليام.نورد هاوس، مايكل ج.ماندل** .الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، مرجعة: أسامة الدباغ، الدار الأهلية للنشر والتوزيع، عمان ، سنة2001 ، ص585 .

[3]- ***Paul M,Johnson***,*Glossary of political economy term,auburn university united states, 2000, p81.*

وهذه التقلبات العامة يجب أن تميز عن التغيرات التي تحدث في تكوين الناتج، وهيكل القوى العاملة، والتغيرات في نمط الأسعار النسبية.[1]

**ثانيا: النظريات المفسرة لدورات الاقتصادية**

لقد حاول الفكر الاقتصادي عبر التاريخ إعطاء تفسيرات وشرح لكيفية حدوث الدورة الاقتصادية، ولقد تعددت النظريات بتعدد أسباب حدوث الدورة الاقتصادية وكذا تطور الفكر الاقتصادي، وقد تمخض عن هذا ظهور عدت نظريات أعطت تفسيرات للدورة الاقتصادية ونوجزها فيما يلي:

أ-**النظريات المناخية:** أرجعت عدة نظريات على غرار "**نظرية البقع الشمسية**"[2] لمنظريها جيفونز (Jevons)وهنري مور (Moor) أسباب انعطاف النشاط الاقتصادي وتقلبه في إطار ما يسمى بالدورة الاقتصادية الى العوامل المناخية بشكل أساسي ،وتخلص النظرية المناخية في تفسير الدورات الاقتصادية بان تلك الدورات هي تقلبات داخلية( Endogenous Flections) تحدث بسبب التقلبات الخارجية('Exogenous Flections ) التي أوجدتها الطبيعة مثل حالات الطقس والمناخ .وان هذه الأزمة هي أزمة نقصان في إنتاج قيم استعماليه، وهي تفسر وبدرجة ناقصة وغير كافية مع تطور الإنتاج ، وبعدم كفاية التبادل ونظام النقل ، أما الأزمة الرأسمالية بالمقابل فهي أزمة فيض في إنتاج قيم تبادلية وهي تفسر لا بعدم كفاية الإنتاج أو طاقة الاستهلاك المادية

[1]- **باري سيجل**، النقود والبنوك والاقتصاد، وجهة نظر النقديين، ترجمة د .طه عبد الله منصور، دار المريخ للنشر،الرياض، سنة 1987 ، ص520 .

[2]- ***Stephen L. Slavin*** ، *Economics* ، *sixth edition* ،*McGraw – Hill (New York) 2002 P248.*

بل بعدم كفاية الاستهلاك الدافع[1]. وفي عام 1928 أعزى جون كيرمنJohan Kerman الدورات الاقتصادية إلى الدورات الموسمية المرتبطة بمسببات المناخ من أمطار وعواصف وجفاف[2].

**ب- النظريات النقدية:** تنطلق هذه النظرية في تفسير الدورات الاقتصادية من عوامل نقدية بحتة إذ تعتقد بان سبب الدورات الاقتصادية ناتجة عن التوسع والانكماش في المعروض النقدي والائتماني [3]ومن هذه النظريات:

**•نظرية هايك وسلوك الجهاز السوقي**

أن فرديك هايك Friedrich Hayek بدا في نظريته بين الأعوام1929- 1939 من نقطة التوسع الائتماني في قعر الدورة ، أي عندما يكون الكساد في أشده وان السبب في هذا التوسع هو تراكم القروض التي تقود إلى انخفاض معدل الفائدة الطبيعي عن معدل الفائدة الحقيقي الذي ينعكس بالتوسع في الاستثمار وزيادة الطلب الكلي بما يفوق العرض الكلي [4]،وكذلك تفترض هذه النظرية آن النظام الاقتصادي متوازن عند مرحلة التوظف الكامل وثبات عرض النقود وسرعة تداولها وان البنوك التجارية ملزمة بالاحتفاظ بنسبة % 100 من الاحتياطات إلى الودائع وبالتالي فان إجمالي الائتمان المخصصة للاستثمار لابد أن يكون مصدره ادخارات المجتمع وبناءاً على ذلك فان الموارد المخصصة للاستهلاك الجاري تستخدم في المراحل العليا للإنتاج في حين الموارد المخصصة للاستثمار تستخدم في المراحل الدنيا للإنتاج وعند وصول الاقتصاد إلى حالة الاستخدام الكامل فسوف يتم انتقال الموارد من المراحل العليا للإنتاج إلى المراحل السفلى والتوسع في الإنتاج هنا ليست له آثار سلبية طالما تم بناءاً على رغبة المدخرين ولكن المشكلة تظهر عندما

---

[1]- **رنست ماندل** ، النظرية الاقتصادية الماركسية ، الجزء الثاني ، دار الحقيقة للطباعة والنشر ، بيروت ، ترجمة جورج طرابيشي ، بدون سنة نشر ص6.

[2] *Wikipedia encyclopedia-nation Master organization.2004,p.11.*

[3]- **بول ساموبلسن** ،الاقتصاد، مصدر سبق ذكره، ص 590 .

[4]- ***Javier Andres & H. Davhd Lopez*** *– Money in an Estimated Business Cycle Model of the Euro Area- Madrid University- 2000 P33.*

يحصل هنالك توهم لدى المستثمرين بان سهولة الحصول على القروض يمكن إن تحقق أرباح عن طريق إطالة فترة الإنتاج أو تغيير هيكله ولكن مع شعور المستثمرين إن حجم السلع الاستثمارية اكبر من اللازم وان هنالك صعوبة في الحصول على الائتمان لذلك سوف ينخفض الإنتاج ويحدث الكساد ، وبالإضافة إلى قيام البنوك التجارية بتعظيم إرباحها ومحاولة التخلص من الفائض الاحتياطي الموجود لديها وذلك عن طريق زيادة القروض الممنوحة للمستثمرين حيث تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة الطبيعي مما يخلق حافز لدى المستثمرين على زيادة الطلب وبالتالي ارتفاع الأسعار[1] وهذا يعني أن هنالك علاقة دائرية بين الدخل والإنفاق وان هنالك جوانب نقدية تصاحب التغيرات التي تحدث في حجم الدخل والتوظف أي أن الإنفاق يولد الدخل وان الدخل يولد إنفاقا مساويا له في القيمة ومن هنا يبرز دور نظرية كمية النقود والتي يتحدد الإنفاق الكلي بموجبها خلال أي فترة زمنية بحاصل ضرب كمية النقود في سرعة الدوران، وهذا يؤدي إلى أن الزيادة في حجم الإنفاق الكلي مصحوبة بزيادة مماثلة في كمية النقود آو سرعة الدوران.[2]ويصر الاقتصاديون النقديون بان النقود هي السبب الرئيسي في تغير حجم الإنفاق الكلي وان التحول عبر مراحل الدورة من الكساد الى الرخاء او بالعكس هو التغير في حجم النقود الذي يؤثر بدوره في حجم الإنفاق النقدي عن طريق التغير في النقود الائتمانية وبالتالي التأثير على النشاط الاقتصادي.

**•نظرية هاو تري ودورات المخزون**

تعود هذه النظرية إلى الاقتصادي الانكليزي هاو تري R.G. Hawtrey وتعزي سبب الدورة الاقتصادية إلى التغيرات في سعر الفائدة وانعكاساتها في تغير الكمية المرغوبة منها في المخزون

[1] – **احمد فوزي ملوخية** ، الاقتصاد الكلي ، مكتبة بستان المعرفة للطباعة والنشر (بدون سنة نشر)ص 397 .

[2] – **حسين عمر** ، مبادئ المعرفة الاقتصادية ، دار السلاسل للنشر ، الكويت سنة1989، ص554.

والسبب في ذلك قيام البنوك التجارية بالتوسع الائتماني يؤدي إلى خفض سعر الفائدة مما يدفع المستثمرين نحو زيادة حجم المخزون والاقتراض وهذا ينعكس في الزيادة في الطلب الاستهلاكي والاستمرار بالتوسع مما يجعل أسعار الفائدة ترتفع من جديد وانخفاض المخزون من المبيعات ويبدأ الانكماش وينخفض الدخل[1]، بمعنى آخر ان سبب الدورة قلة الادخار وارتفاع معدل الفائدة. وهذا يعني أن الاقتصاديين النقديين يحاولون إثبات السبب الأساسي في تغير حجم الإنفاق الكلي يأتي من جانب النقود، وان سبب التحول من الكساد إلى الرخاء أو العكس هو التغير في حجم النقود الذي يؤثر في حجم الإنفاق النقدي وبالتالي في مستوى النشاط الاقتصادي، غير أن النوع الأساسي في تغير حجم الإنفاق النقدي يعود إلى التغير في النقود الائتمانية والودائع المصرفية.

**•مدرسة شيكاغو( التفسير الفريدماني )Monetarist School :**

إن العوامل الحقيقية وخاصة المتعلقة بالاستثمار تلعب دور أساسي في توليد الدورات حيث كان ذلك هو شعور اغلب الاقتصاديين بعد الكساد العظيم في حين إن العوامل النقدية لم يكن لها ذلك النصيب من الاهتمام ، وهذا ما خلق اتجاه معاكس لدى بعض الاقتصاديين وخاصة الذين ينتمون الى مدرسة شيكاغو والذي يتزعمهم العالم الاقتصادي الأمريكي( ملتون فريدمان M.Fredman) من خلال دراسة تاريخ النقود في الولايات المتحدة حيث وجد هنالك علاقة معنوية قوية بين الرصيد النقدي والكساد خلال الفترة بين[2](1960–1870) .وتتلخص نظرية فريدمان في تفسير الدورة الاقتصادية على فكرة (النقود والية انتقال آثارها) حيث يدعي النقديون آن التعديلات تحدث على نطاق واسع من الأصول وان إطار نموذجIS–LM من الضيق بحيث لا يستوعب جوهر التعديل حيث آن في معظم صيغ هذا النموذج افترض عرض النقود له تأثير على الدخل من خلال سعر

[1]– **صقر احمد صقر** ، النظرية الاقتصادية الكلية ، الطبعة الثانية ، وكالة مطبوعات الكويتي ، الكويت،سنة 1983ص 472 .

[2] –**صقر احمد صقر** ،نفس المرجع السابق، ص477.

الفائدة والاستثمار، ولكن دخول البنك المركزي السوق المالية وقيامه بزيادة عرض النقد من خلال مشترياته للسندات سوف يؤدي إلى آثار مضاعفة فأسعار الأوراق المالية تزيد وبذلك ينخفض العائد ويتغير تركيب محفظة الأوراق المالية لدى الجمهور (Publics portfolio) ففي هذه الحالة الناس يحوزون مزيد من النقود وكمية اقل من الأوراق المالية وبما أن الجمهور لا يرغب في حيازة هذه النقود الكثيرة فأنهم يتجهون إلى إعادة ترتيب محافظهم المالية حتى يخفضوا حيازتهم النقدية فقد يلجئوا إلى شراء أوراق مالية رائجة، وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وبالتالي انخفاض عائدها. وهذا ما يدفع الناس إلى زيادة الطلب على الأصول الأخرى مثل الأسهم والأصول العينية وهذا ما يدفع إلى زيادة أسعارها أيضا لكن هذه الزيادة لها تأثيراتها الإضافية المتمثلة بارتفاع أسعار السلع والخدمات وتزداد الأرباح ويستمر النشاط الاقتصادي بالتوسع حتى يكتشف هؤلاء أنهم غالوا كثيرا في التوسع ولاسيما أن الطلب على النقود لن يرتفع بنسبة ارتفاع الأسعار لان الأفراد يقيسون طلبهم بالأسعار الثابتة وللفترة الماضية وان هذا الاعتماد في المغالاة سوف يؤدي إلى بيع بعض السندات وما يقابل ذلك بانخفاض أسعارها وارتفاع أسعار الفائدة وتقل الرغبة في شراء السلع الرأسمالية ويبدأ النشاط الاقتصادي بمواجهة الانكماش حتى يصل إلى قعر الكساد لتبدأ دورة اقتصادية جديدة.[1]

**ج_ نظريات نقص الاستهلاك**

**•النظرية الماركسية:**

يفسر ماركس سبب الدورات الاقتصادية بالتناقضات الرئيسة التي تحدث في الاقتصاد الرأسمالي. إذ يؤكد على آن السبب الرئيس في حدوث الأزمة وجود تناقض في الإنتاج الرأسمالي الناتج من التناقض بين الطابع الاجتماعي للإنتاج والملكية الرأسمالية لوسائل الإنتاج، ولم تنف

[1] –**مايكل ابد جمان**، الاقتصاد الكلي _ النظرية والسياسة ، ترجمة وتعريب محمد إبراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، سنة 1988 ص333.

النظرية الماركسية وجود تناقض بين الإنتاج والاستهلاك في الاقتصاد الرأسمالي بل حاولت أن تضع هذا التناقض في موقعه المناسب في تفسير الدورة الاقتصادية ، و تعد هذه النظرية من نظريات النقص في الاستهلاك Theory of under consumptio إذ كان ماركس ذو إيمان راسخ بان الرأسمالي يستطيع بحكم امتلاكه لوسائل الإنتاج أن يستغل العمال وبسلب جزء من إنتاجهم على شكل فائض القيمة ( value add) ما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعمال بحيث تصبح اقل من قدراتهم الإنتاجية فيشترون اقل مما ينتجون، وبما إن أعداد الرأسماليين قليلة قياسا بأعداد العمال في النشاط الاقتصادي فان تراكم فائض القيمة يدفع الرأسمالي لاستخدامه في شراء المزيد من وسائل الإنتاج وهذا يمنحه الفرصة في الاستغناء عن عدد من العمال (بتعويضهم بالآلات والمكائن الأكثر تطورا) وتظهر البطالة بين صفوف العمال ويضطر بعض الرأسماليين الضعفاء منهم في السوق إلى مغادرة العملية الإنتاجية والانخراط في صفوف العمال والنتيجة هي انخفاض عدد الرأسماليين وزيادة البطالة وضعف القدرة الشرائية ومن ثم حدوث الأزمة الاقتصادية[1].

**•التفسير الكينزي**

-إن أزمة الكساد الكبير (1929 1932) التي أصابت الدول الرأسمالية والتي أدت إلى اهتزاز أركان النظرية الكلاسيكية إلى انعدام الثقة في كل ما جاءت به وتولد شعور متنامي لحاجة ماسة لنظرية جديدة للاستخدام يمكنها أن تفسر أسباب البطالة، وفعلا ظهرت هذه النظرية عام1936 إذ نشر الاقتصاد الانكليزي جون ماينرد كينز (J.M. Keynes)كتابه المشهور (

[1]-**عبد السلام ياسين الإدريسي** ، الاقتصاد الكلي ، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي جامعة البصرة سنة 1986، ص405.

النظرية العامة للاستخدام والفائدة والنقود) [1] ويفسر كينز الدورات الاقتصادية بعدم كفاية الطلب الفعال ويؤكد أن سبب الأزمة يكمن في القوانين النفسية التي لا تتبدل ومنها(قانون ميل الناس إلى التوفير)، ويوضح كينز آن مجموع استهلاك المجتمع يتأخر دائما عن نمو مجموع الدخل الحقيقي نتيجة لخصائص الأفراد النفسية ويطالب الدولة بالتدخل لحل قضية استخدام اكبر عدد ممكن من اليد العاملة ، وهو يعتقد آن معالجة الأزمات الاقتصادية لا يكتب لها النجاح إلا بالتدخل الفعال للدولة في الحياة الاقتصادية، وذلك عن طريق تنظيم مقدار الاستهلاك العام والتوظف باستعمال عدد من الأدوات من بينها السياسة الضريبية وقد ارتبط تطور النظرية الكينزية بأسماء الاقتصاديين البارزين هارود ، سام ويلسون وان لتفاؤل وتشاؤم المستثمرين دور هام في ظهور الدورات الاقتصادية إذ آن التفاؤل يدفع الى التوسع في النشاط الاستثماري لتحقيق الربح أما التشاؤم فينعكس على المستوى الاقتصادي بالانحسار وينذر ببوادر الأزمة حيث يعقبها الكساد الذي تنخفض فيه مستويات الإنتاج الوطني ومستوى التوظف ومصحوب في هبوط مستوى الأسعار وانخفاض في معدلات الربح وتفشي ظاهرة البطالة كما حدث في الأزمة العالمية 1932) (1929وترتب على هذا الكساد – العظيم انخفاض في معدل تكوين رأس المال وذلك لانخفاض الطلب الكلي وضعف الحافز على التجديد والابتكار[2]،ويخلص كينز بان سبب الدورات هو الميل الحدي للاستهلاك ففي الوقت الذي يحصل فيه زيادة في بناء رؤوس الأموال الإنتاجية ويزداد عرض السلع في السوق فان الميل الحدي للاستهلاك يدفع الأفراد إلى التقليل من شراء السلع

[1]–**عبد الوهاب الأمين، د .زكريا عبد الحميد** ، مبادئ الاقتصاد الجزء الثاني ، الاقتصاد الكلي ، دار المعرفة،الكويت، سنة 1983 ص99.

[2]– **حسين عمر**، مبادئ المعرفة الاقتصادية، منشورات ذات السلاسل، الطبعة الأولى، الكويت، سنة 1989 ، صفحة546 .

الاستهلاكية مما يؤدي إلى تكديس السلع في الأسواق مما يضغط على المنتجين ويضطرهم إلى تخفيض الإنتاج أو ربما غلق المصانع تنعكس في ظهور البطالة على الساحة الاقتصادي.

**•نظريات المضاعف المعجل:**

وتسمى بالنظريات الحقيقية للدورة الاقتصادية إذ إن تغيرات المضاعف والمعجل تنعكس في حجم الاستثمار وبالتالي حدوث انتقالات في منحنى( IS) التي تؤدي إلى تقلبات دورية منتظمة في المخرجات، وان التفاعل بين المضاعف والمعجل يؤدي إلى تغير تراكمي في حجم الدخل نتيجة لتغير ابتدائي في الإنفاق الاستثماري وان هذا التغير في الدخل ليس ثابتا بل يبدأ في الارتفاع إلى نقطة معينة وبعدها ينخفض محددا بذلك دورة اقتصادية منتظمة تعتمد في حجمها ومدتها على قيمة كل من المضاعف والمعجل، ويعود التغير في الدخل لأسباب تتعلق بقيمة الميل الحدي للاستهلاك وكذلك انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال عند زيادة حجم الاستثمار، لذلك فالتوسع في المشاريع الاستثمارية عند ارتفاع مستويات الدخل لابد أن تؤدي في النهاية إلى انخفاض الربحية تنعكس في وصول الإنفاق الاستثماري عند حدود معينة فيحصل عند ذلك يبدأ التوقف في الزيادات التي تحصل في الدخل وانخفاض في حجم الاستثمار فتبدأ الكفاية الحدية لرأس المال مرة ثانية بالارتفاع وتبدأ دورة اقتصادية جديدة[1].لقد تم إكمال فكرة المضاعف من قبل الكينزيين الجدد فقد فسروا الدورة الاقتصادية بفكرة جديدة يطلق عليها المعجل التي تختص بالعلاقة الطردية بين الزيادة في الدخل القومي والاستثمارات فهو يبين كم مره يجب أن تتضاعف الاستثمارات الرأسمالية نتيجة نمو الدخل القومي بالمعدلات المحدودة حيث يتطلب نمو الدخل توسيع الطاقات الإنتاجية عن طريق خلق استثمارات جديدة لتحقيق التشغيل الكامل وان تباطؤ معدلات النمو للدخل القومي

[1] –**عبد المنعم السيد علي** ، دراسات في النقود والنظرية النقدية ، بغداد مطبعة العاني ، الطبعة الأولى ،سنة 1970، ص274.

ستنعكس في انخفاض معدلات نمو الاستثمارات لانسحابها من الميدان الاقتصادي ويقول سام ويلسون (أن المعجل يعد عامل قويا في خلق عدم الاستقرار الاقتصادي حيث إن في حالة النهوض يدفع عملية التوظف للأمام أما في حالة انخفاض النمو فانه يدفع إلى سحب التوظيفات وبنفس القوة ) [1] وان فكرة توحيد المضاعف والمعجل التي تعكس التأثير المتبادل بين الاستثمارات والدخل القومي ضمن حركة الإنتاج الرأسمالي حيث أصبحت تلك الفكرة الأساس لوضع النظرية الكينزية الحديثة في الدورة الاقتصادية وأهم ما أظهرته هو تقسيم الاستثمارات الرأسمالية إلى استثمارات مستقلة وأخرى مشتقة(مستحدثة) حيث إن التوظيفات المرتبطة بتوسيع الاستهلاك الناتج عن نمو الدخل القومي هي التي تحدد الدور الأكبر في نظرية (المضاعف المعجل) لكن عملية النمو الاقتصادي تتضمن عوامل أخرى تحفز الاستثمارات بغض النظر عن حركة الاستهلاك أو الدخل مثل التقدم العلمي والتكنولوجي، زيادة السكان، السياسة الحكومية والعوامل الأخرى ذات الطابع المستقل وقد كان الاقتصادي الأمريكي المشهور بول سام يلسون أول من أوضح إن هنالك تفاعل بين المضاعف والمعجل حيث بواسطة المضاعف يمكن أن نستنتج السلوك الزمني للدخل والاستهلاك من معرفة الشكل الزمني للاستثمار شريطة معرفة المستوى الابتدائي للاستهلاك وقد بين أن مستوى أعلى للدخل القومي يمكن الحصول عليه من مستوى موجب دائم للاستثمار الصافي وان نسبة الزيادة في الدخل والزيادة في الاستثمار تكون اكبر من واحد وهي تساوي مقلوب الميل الحدي للادخار على مدى الحركة على المتوسط وسوف يكون التقلب الدوري المنتظم للاستثمار مصحوب بحركة دورية منتظمة في الدخل ويتخلف الدخل عند نقاط الافتراق ويقوم التفاعل بين المضاعف والمعجل على فرضية أن الاستثمار الخاص المستحدث يتناسب مع الزيادة

[1] – **ايرينام . اسادتشايا** ، الكينزية الحديثة ،تطور الكينزية والتركيب الكلاسيكي الجديد،ترجمة وتعريب عارف دليلة،دار الطليعة للطباعة والنشر، الجزء الأول،بيروت،سنة 1974 ،ص61 .

في الاستهلاك من فترة إلى أخرى وبالتالي يمكن تصور الآثار المهمة للإنفاق على الدخل، وان حدوث الإنفاق المفاجئ الدائم سيؤدي إلى نمو الاستهلاك بموجب ما يحدده المضاعف وسوف تؤدي هذه الزيادة في الاستهلاك إلى زيادة الاستثمار الخاص الذي يضاف إلى الإنفاق الحكومي مكوناً الاستثمار الكلي الجديد الذي ينعكس بدوره إلى استهلاك إضافي ، إن التفسير لمضاعف الاستثمار والمعجل ليس لأنه يبين العلاقة يبين الاستثمار والدخل والإنتاجية ورأس المال بل على دوره في تعبئة قوى عاملة اكبر أو زيادة إنتاجية العمل كما أن العلاقة بين وجهي الاستثمار ، وجه مكون للدخل ووجه آخر خالق للطاقة الإنتاجية وما لذلك من أهمية

كبرى لتحقيق التوازن الاقتصادي[1] .

على الرغم من الخلاف بين المدارس الفكرية الاقتصادية بشان حصول الدورات الاقتصادية، والذي استمر حتى عام 1980 ،إلا أن هذه المدارس قد شكلت تقارب فيما بينها في ثلاث قضايا رئيسية هي[2]:

* إنها نظرت إلى عدم الاستقرار في مستويات الإنتاج بأنه مجرد انحرافات مؤقتة عن قيمتها الاتجاهية ،التي يحددها على المدى الطويل معدل النمو الاقتصادي ،والذي يتحدد بدوره بالتطور التقني والتكنولوجي.

* نظرت هذه المدارس إلى أن التقلبات الدورية في النشاط الاقتصادي أمرا غير مرغوب فيه من الناحية الاجتماعية لأنه غالبا يؤدي إلى تراجع مستويات الرفاه العام. لذلك لابد من استخدام أدوات السياسة الاقتصادية لمعالجة هذا الاختلال. بالإضافة إلى إنها اعتبرت المتغيرات

---

[1]–**اوسكارلانكه، مايكل كاليتسيكي، محمد سلمان حسن**، الاقتصاد السياسي الرأسمالية والاشتراكية الجزءالثالث، دار الطليعة، بيروت الطبعة الأولى،سنة1980،ص423 .

[2]– **أسامة بشير الدباغ**،البطالة والتضخم:المقولات النظرية ومنهاج السياسة الاقتصادية،الطبعة الأولى،الدار الأهلية للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،سنة، 2007 ص347 .

النقدية من العناصر الهامة في تفسير الدورات الاقتصادية، إذ مثلت هذه الآراء محو الاتفاق بين كل من المدرسة الكينزية والنقدية والكلاسيكية الحديثة.

**المطلب الثاني : تقلبات الدورة الاقتصادية**

لقد تطرقنا خلال المطلب الأول الى المفاهيم والنظريات المفسرة للدورة الاقتصادية، والتي اختلفت تفسيراتها للدورة الاقتصادية بتعدد الأسباب المحدثة لها .وفيما يلي نستعرض من خلال هذا المطلب أنواع الدورات الاقتصادية وأهم مراحلها .

**أولا: أنواع الدورات الاقتصادية**

تقسم الدورات الاقتصادية حسب المعيار الزمني الى ثلاث دورات :

**•دورة كتشن(Kitchen Cycles)**

ظهرت هذه الدورة سنة 1932 من طرف الأمريكي كيتشن(1932_1961)، مدتها أربعون شهر، ترتبط هذه الدورة بالتغيرات في المخزون، والتي عموما تحدث بدون أزمة، أي مجرد ركود يحدث في قمة الدورة حيث يتوقع ارتفاع أو انخفاض قوي في الطلب الذي يؤدي(récession) بالمنتجين إلى الزيادة في مخزوناتهم أو التخلص منها[1]. وقد أكد (Kitchen) ان حصة الاختراعات التكنولوجية في الاستثمار تتناسب عكسيا مع حصة الإنتاج فيه حيث ان الاستثمارات الجديدة سوف تخصص لزيادة الإنتاج أو لزيادة إدخال الأساليب التكنولوجية الحديثة في خططهم الإنتاجية.

[1]- ***Delas Jean-Pierre***, *économie contemporaine; faits, concepts; théories, elipses, paris, 2008,pp' 166-167.*

•**دورة جوكلار (Jugular Cycle)**تسمى دورات الاستثمار الثابت (Fixed Investment)، مدتها تتراوح بين ثمانية إلى عشر سنوات[1] ، وقد قسمها جوكلار إلى أربعة مراحل التوسع ، الانكماش ، التطهير، العودة إلى الانطلاق[2]:

**أ-المرحلة الأولى(مرحلة التوسع ):** هي فترة ملائمة للأعمال ،فالمؤسسات لها منافذ واسعة ،الأرباح مرضية، القروض متوفرة بالنسبة للمستثمرين ، ولكنها تؤدي شيئا فشيئا إلى توتر انمائي يترجم بالمضاربة البورصية وارتفاع الأسعار نلان هناك نموا في الطلب ، الأجور تتزايد نتيجة الندرة في اليد العاملة ، ومعدلات الفائدة ترتفع.

**ب-المرحلة الثانية (مرحلة الانكماش):** وتنتج عن الاختلال المفتعل خلال مرحلة التوسع. ويؤدي ارتفاع الأجور، الأسعار وفوائد القروض إلى تقليص مردودية المؤسسات. مما يجعل الطاقة الإنتاجية فائضة عن الطلب المليء، ويظهر هناك تهديد بفائض في الإنتاج. يبدأ الانكماش في العادة بظهور بعض الافلاسات، انهيار بعض البنوك ،أو بمناسبة انهيار البورصات.

**ج-المرحلة الثالثة(مرحلة التطهير):** وهي نتيجة ايجابية للمرحلة السابقة ،لأنه سوف تولد ديناميكية جديدة ، فالمؤسسات الضعيفة والهشة يكون قد تم شراؤها من قبل المؤسسات القوية بما يمكنها من تحقيق وفرات حجم واكتساب حصص سوقية، وباعتبار انخفاض الأسعار والأجور نتيجة الانكماش ، تكون شروط المردودية مجتمعة بما يسمح للاقتصاد بالعودة إلى الإقلاع على قواعد سليمة.

**د-المرحلة الرابعة(مرحلة العودة إلى الإقلاع):**لا تكون ممكنة إلا بعد مرحلة التطهير حيث تكون مردودية المؤسسات ممكنة التحقيق ، المحزونات تم إعادة تكوينها، القروض تصبح أقل

---

[1]- ***Delas Jean-Pierre,*** *OP- CIT,p p' 166-167.*

[2] – **عبد المجيد قدي** ، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون- الجزائر ،سنة2003 ،ص-ص60_61.

تكلفة، وبتالي تنطلق الاستثمارات ويتسارع الطلب على العمل ،الدخول تتزايد مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب

**•دورة كوندراتيف(Kondratieff Cycle)**

يتعرض الاقتصاد الرأسمالي لحدوث دورات اقتصادية تسمى دورات كوندراتيف نسبة إلى العالم الاقتصادي الروسي كوندراتيف Kondratieff وهنالك ثلاثة أنواع من الدورات الاقتصادية تتراوح أعراضها مابين الكساد الاقتصادي والركود هي:

- ✓ دورة قصيرة الأجل ما بين10 الى 15عاما ومن إعراضها الركود الاقتصادي؛
- ✓ دوره متوسطة الأجل وهى تتراوح ما بين 25 الى 30 عاما وتسبب الركود الاقتصادي؛
- ✓ دورة طويلة الأجل تتراوح ما بين70 و60 عاما وتسبب في حدوث الكساد الاقتصادي.

إذ إن الطلب الفعال لا يستطيع مجابهة العرض كما حدث إبان الكساد العالمي الكبير في عام(1929 –1933) والذي أصاب المؤسسات الاقتصادية وأسواق المال العالمية سواء في أوربا أو في الولايات المتحدة الأمريكية.وطبقا( لكوندراتيف)فقد بدأت أول دورة للإعمال عام 1789والتي ارتبطت بموجة النسيج والآلات والسفن التجارية وامتدت نحو ستين عام، فيما حصلت الثانية عام 1849 وامتدت إلى سبع وأربعين سنة وارتبطت بموجة السكك الحديدية وإنتاج الصلب، فيما ابتدأت الموجة الثالثة في عام 1896 في قطاعات النفط والسيارات والكهرباء والكيمياء[1] .فيما ارتبطت الدورة الرابعة ومنذ الثلاثينات من القرن الماضي بزيادة سرعة التسلح وأهمية النفط ومعالجة المعلومات والآلات المبرمجة والطاقة الذرية[2] .

[1] –**فؤاد مرسي**، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، سنة 1990، ص456.

[2] – **عامر عمران كاظم المعموري**، فاعلية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الاقتصادية في بلدان مختارة، أطروحة دكتوراه ،مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، سنة2009 ، ص45 .

كما ان هنالك دورة اقتصادية تعد طويلة الأمد تسمى دورة كوزنت (Kuznets) ويبلغ طولها مابين15- 25 سنة ترتبط بقطاع البناء تتخللها عدة دورات قصيرة الأمد تعود في سبب حدوثها الى تقلبات في مستوى النشاط الاقتصادي الكلي.[1]

ومنذ عام 1971 دخل النظام الاقتصادي العالمي (مراكزه وأطرافه) في أزمة عميقة طويلة المدى، وهي مختلفة عن الدورات السابقة إذ جاءت بعدها سنوات طويلة من الرواج والانتعاش لتدخل الرأسمالية في فترة ركود طويلة. أن فترات الانتعاش والركود هذه تمثل دورة كوندراتيف(Kondratieff Cycle) التي يمتد زمنها إلى أكثر من 50 عاما ، تتخللها فترات انتعاش بسيطة في إطار تتراوح ما بين دورة كوندراتيف ودورة كجن(Kitchen). ويخبرنا التاريخ الاقتصادي في وجود ثلاثة دورات في هذا الإطار وهي على النحو الآتي[2]:

•**الدورة الأولى:** مثلت السنوات1848-1873الاتجاه الصعودي الأول لدورة كوندراتيف فيما مثلت المرحلة اللاحقة وحتى عام 1886 الاتجاه النزولي الأول ، وقد حدثت في هذه الدورة تحولات هامة في النظام الرأسمالي كان من بينها تطور توجهاته نحو التركز في رأس المال والتركز في الإنتاج ، وعندئذ دخلت الرأسمالية في المرحلة الاحتكارية.

•**الدورة الثانية** :وتتكون من فترة الاتجاه الصعودي الثاني للسنوات1896 - 1914بفعل التوسع الرأسمالي عالميا وتبلور ظاهرة الامبريالية الذي عبر عنها مؤتمر برلين عام 1919 ، إذ شهدت هذه الفترة سيطرة دول أوربا (بريطانيا ، فرنسا، ايطاليا، اسبانيا، البرتغال) وعلى كامل القارة الأفريقية وجزء من آسيا، بحيث أصبح المستعمرات ليست أرضا لأحد ، فيما تلا ذلك

[1] -**عبد السلام ياسين الإدريسي** ، الاقتصاد الكلي ،مصدر سابق ،ص407.

[2] - **سمير أمين**، الطبقة والأمة في التاريخ وفي المرحلة الامبريالية، ترجمة هنريت عبودي، دار الطليعة، الطبعة الأولى، بيروت-لبنان، سنة 1980 ص151.

الاتجاه النزولي الثاني والذي امتد (30) عاما، وحتى عام1945 ليدخل العالم حربين عالميتين في إطار التنافس الرأسمالي على قيادة المنظومة الرأسمالية والسبيل للخروج من الأزمة.

●**الدورة الثالثة** : تبدأ هذه الدورة عند نهاية عقد الأربعينات وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية حاملة الرواج والانتعاش الاقتصادي للولايات المتحدة باعتبارها الرابح الوحيد منها ، وهذا يمثل الاتجاه الصعودي الثالث لدورة كوندراتيف الذي امتدت حتى أواخر عقد الستينات. فيما أفصحت السنوات الأولى لعقد السبعينات عن ظهور الأزمة الاقتصادية والتي تمثلت بالتزاوج ما بين التضخم والركود (Stagflation )، وقد مثل هذا الاتجاه النزولي الثالث لدورة كوندراتيف والذي ظل ممتدا إلى الآن .. أن تحليل الدورات الطويلة هذه لا يتم من خلال تفسير اقتصادي صرف، إذ أن إبعادها تتوزع ما بين سياسية واجتماعية واقتصادية وإيديولوجية، ورغم الاتجاه النزولي العام إلا أن هذه الدورات تحتضن فترات انتعاش قصيرة يتطلب أخذها بنظر الاعتبار، إلا إنها لا تلغي الاتجاه العام. ويمكن ان نستنتج ان المظاهر الحديثة للدورات تتمثل فى إنها اقل حدة واقصر أمد وهذا يرجع الى المحاولات المستمرة من جانب الرأسمالية للتكيف مع الشروط التاريخية الجديدة ومتطلبات الثورة التقنية والعلمية وان من أهم سماتها هي انخفاض معدلات النمو الاقتصادي وانخفاض معدل نمو الصادرات وانخفاض العمالة وانتشار البطالة وحدوث ظاهرة التضخم وارتفاع أسعار الفائدة

وانخفاض معدلات الربح فى البلدان الصناعية المتقدمة وتفاقم أزمة النقد وحصول ارتفاع في معدلات أسعار الذهب .وقد تجمعت هذه المظاهر جميعا في أزمة التضخم الركودى التي شهدتها الدول الصناعية في سبعينيات القرن الماضي إذ واجهت معدلات بطالة مرتفعة وفى الوقت نفسه كانت تتبع سياسات مضادة للتضخم وهي ذات طبيعة انكماشية تضاعف من حدة البطالة.

**ثانيا: مراحل الدورة الاقتصادية**

على الرغم من اختلاف الاقتصاديين في تسمية مراحل الدورة الاقتصادية إلا أنهم اقروا أن الدورة الاقتصادية تمر على أربعة مراحل وهي الانتعاش ( Recovery )، والرواج ( Boom )، والانكماش (Récession)، والكساد(Dépression)

**أ-مرحلة الانتعاش:** تعتبر هذه المرحلة هي بداية الدورة الاقتصادية والتي يرتفع من خلالها النشاط الاقتصادي ويزداد حجم الاستثمار نتيجة لانخفاض سعر الفائدة مما يجعل المخزون السلعي يتضاءل نتيجة لزيادة حجم الطلبات على المنتجات[1]، بحيث ينعكس هذا على الجهاز الإنتاجي برفع طاقته الإنتاجية مما يمكن من امتصاص جزء من البطالة.

**ب-مرحلة الرواج:** من خلال هذه المرحلة يتوقف النمو عن الزيادة بعد أن وصل أعلى مستوى له ، وتسمي هذه المرحلة القمة (Peak) ، بحيث تنخفض معدل البطالة الى مستوياتها الدنيا ، وتكون الموارد الاقتصادية مشغلة تشغيلا كاملا مما يجعل الانتاج الحقيقي يتوقف عند هذا المستوى ، وفي المقابل يرتفع الطلب الكلي مما يجعل المستوى العام للأسعار ترتفع نتيجة لعدم زيادة الإنتاج الحقيقي[2].

**ت-مرحلة الركود:** هو انخفاض في معدلات نمو الناتج وتراجع حجم الاستثمار وزيادة الاكتناز والادخار الأمر الذي يؤدي لزيادة حجم البطالة [3]، مما يؤدي إلى تعقيم دور النقد في الاقتصاد وامتصاص الزيادة في الرصيد النقدي وتقييد الإنفاق بكافة أنواعه العام والخاص

---

[1]-***Campbell R. Mc Connell, Stanley L. Brue***, *Economics,Principles,Problems,and Policies, McGraw- Hill(New York)، 1990، P135.*

[2]- **خليل سامي.** مبادئ الاقتصاد الكلي.الطبعة الثالثة، مكتبة النهضة العربية، الكويت، سنة1406 هـ ،ص-ص490-491.

[3]- **عادل أحمد حشيش:** اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، بيروت-لبنان، سنة 1993، ص273.

وحصر النشاط الحكومي ونشاط المشروعات وتخفيض حجم الائتمان الأمر الذي يؤدي لانخفاض حجم النشاط الإنتاجي[1]. يتميز الركود الاقتصادي بالخصائص التالية[2]:

- **حركة تراجعية تتصف بالاستمرار الذاتي:** أي لا يؤدي نقص الطلب لمرة واحدة لإحداث الركود، بل لابد من وجود نقص مستمر ليشكل حركة ذاتية مستمرة تؤدي في نهاية المطاف لتراجع الطلب الكلي في مواجهة العرض الكلي.

- **تراجع الطلب الكلي في مواجهة العرض الكلي:** ينجم نقص الطلب الكلي عن العوامل التالية:

- تخفيض حجم الإنفاق الحكومي (الجاري والاستثماري).
- تخفيض حجم الاستثمار الخاص.
- تقييد حركة الائتمان عن طريق رفع أسعار الفائدة.

إن هذه الإجراءات تساهم بشكل مباشر في تخفيض حجم الطلب الكلي مقابل العرض الكلي ويؤدي ذلك لتراجع حجم التوظيف وانخفاض المستوى العام للأسعار وظهور البطالة.

- **انخفاض المستوى العام للأسعار:** إن تراجع حجم الاستهلاك نظراً لانخفاض دخول الأفراد يؤدي لتراجع طلبهم على السلع الاستهلاكية، وبما أن حجم العرض لم ينقص بعد لذلك نلاحظ بداية واضحة في تراجع المستوى العام للأسعار لا تلبث أن تتزايد مع انخفاض حجم الاستثمار وتراجع مستويات الدخول، وهكذا تتراجع الأسعار بشكل تدريجي

فالاقتصاد الأمريكي في عام 1929 بدأ بتراجع حجم الطلب الاستهلاكي وبدأ الانخفاض الإنتاجي في قطاع السلع الاستهلاكية وانخفضت الاستثمارات في قطاع السلع الاستهلاكية وتبعتها

---

[1]- **زينب حسين عوض الله**، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، بيروت–لبنان، سنة 1994، ص268.

[2]- **علي كنعان**، الركود في سورية، محاضرة، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، سورية،سنة 2003، ص2.

القطاعات الإنتاجية وقد سجل تراجع حجم الاستهلاك من 100% عام 1928 إلى 75% عام 1932 وتراجع حجم الإنتاج من السلع الاستثمارية من 100% عام 1928 إلى 41% عام 1933.

إن هذا التراجع يعكس تراجعاً واضحاً في المستوى العام للأسعار.

- **تراجع معدلات النمو وزيادة معدلات البطالة:** إن انخفاض معدلات نمو الاستثمار الناتجة عن تخفيض حجم الإنفاق الحكومي أو الاستثمار الخاص سوف تؤدي لتراجع حجم الطلب الكلي من جهة وسوف ينتج عن تخفيض الاستثمار تراجع في حجم الإنتاج وبالتالي تراجع معدلات نمو الناتج الوطني وسوف يعقب ذلك زيادة معدلات البطالة، فكلما انخفض معدل النمو في الاقتصاد الوطني كلما ازدادت معدلات نمو البطالة الوطنية.

لقد تراجع حجم الاستثمار حتى أصبح في عام 1931 سالباً في الولايات المتحدة الأمريكية. أما البطالة فقد بلغت حوالي 32% في فترة الكساد وهبط الإنتاج حوالي 50% وتراجع حجم الأجور إلى النصف تقريباً أما أسعار الأسهم والسندات فقد تراجعت كثيراً لتصل إلى 20% من قيمتها، إن هذا الهبوط والتراجع في الإنتاج والاستثمار قد أدى لانخفاض المستوى العام للأسعار وزيادة معدلات البطالة وتراجع الأجور والاستهلاك الحكومي والخاص بآن واحد. إن هذه الخصائص والسمات التي تميز الركود توضح جوهر الركود وآلية حدوثه.

**ث-مرحلة الكساد:** تتسم بانتشار البطالة وانخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وهبوط في الأسعار وأطلق عليها بمصطلح القاع (Trough)، وهي النقطة التي تقع في الجزء الأسفل من النشاط الاقتصادي[1]. يقول الدكتور محمد علي الشتا عن مظاهر الركود "تجد النقود قلت في أيدي الناس و قل البيع والشراء ، فالبضائع راكدة في المحلات ، والمخازن مكدسة بالسلع ،

[1]- **خليل سامي**، مرجع سبق ذكره، ص200.

البنوك تشكوا من تضخم مديونيات عملائها وقلة التجار الشرفاء الذين لم يهربوا متعثرون عن سداد مديونياتهم للبنوك "[1].

**المطلب الثالث: مؤشرات قياس النشاط الاقتصادي ضمن الدورة الاقتصادية:**

مؤشر الاقتصادية هو علامة، أو مقياسا على الحدث الذي قد يكون له تأثير على المستهلكين والشركات والحكومات. يتم توفير هذه المعلومات من مصادر مختلفة: الإحصاءات الحكومية، وتقارير من البنوك، وإعداد التقارير المالية للشركات. من المهم أن تكون قادرا على قراءة هذه المعلومات لفهم وتفسير منطق وقياس النتائج، ومعرفة ما هي عليه المرحلة الاقتصادية.

**أولا: تعريف المؤشرات الاقتصادية**

تمكن المؤشرات الاقتصادية صاحبها ( مؤسسة أو حكومة أو السلطة النقدية) من ملاحظة التغيرات على النشاط الاقتصادي وكذا علامات التقدم تجعله يأخذ نظرة شاملة عن الحالة الاقتصادية بحيث يرصد التباطؤ والركود الاقتصادي بشكل من الدقة يمكنه من وضع السياسات الملائمة التي من شأنها أن تعيد الانتعاش الاقتصادي. وتشمل المؤشرات الاقتصادية ثلاث جوانب تتعلق بقطاع العائلات وقطاع الأعمال والحكومة والتي من شأنها أن تعطي نظرة عن المناخ الاقتصادي، بحيث لكل منهم مؤشرات اقتصادية محددة.

تعتبر المؤشرات الاقتصادية ترمومتر الاقتصاد مهما كان نوعه وانتماؤه، وبعض المؤشرات تعتبر مؤشرات قيادية أي تسبق التغيرات وتكون نوعا من التنبؤ بالأوضاع المتوقعة حدوثها، وذلك من زاوية الدورة الاقتصادية ومراحلها، وتعتبر مؤشرات التضخم والعرض النقدي بمختلف أنواعه

[1] – **مجدي عبد الفتاح سليمان**، مرجع سبق ذكره، ص302.

وسعر الفائدة ومؤشر السوق من المؤشرات القيادية، التي تحدث قبل حدوث التغيرات في الدورة الاقتصادية أو دورة رجال الأعمال .

**ثانيا: تقسيمات المؤشرات الاقتصادية**

تصنف المؤشرات الاقتصادية وفق عدت معايير أهمها المعيار الزمني ، معيار الجهة المستهدفة للتقييم، كل هذه المعايير من شانها تحدد الدراسة ، وتعطي تقييما جيدا للظاهرة الاقتصادية المدروسة.

أ-**المعيار الزمني للمؤشرات الاقتصادية** يتم من خلال هذا المعيار تقسيم المؤشرات الاقتصادية الى :

•**المؤشرات القيادية** : هي التي تسبق التغيرات وتكون نوعا من التنبؤ بالأوضاع المتوقعة حدوثها، وذلك من زاوية الدورة الاقتصادية ومراحلها .وتعتبر مؤشرات التضخم والعرض النقدي بمختلف أنواعه وسعر الفائدة ومؤشر السوق من المؤشرات القيادية، التي تحدث قبل حدوث التغيرات في الدورة الاقتصادية أو دورة رجال الأعمال[1].

•**المؤشرات المتزامنة:** وهي المؤشرات التي تتزامن متغيراتها مع مراحل الدورة الاقتصادية ، تعد هذه المؤشرات الدليل على الحالة الاقتصادية الراهنة، فعندما يبدأ الاقتصاد بالتحرك نرى ارتفاعا في هذه المؤشرات وعند حدوث ركود اقتصادي نشاهد العكس [2]:

***مؤشر الناتج الصناعي:** ويمثل مجمل إنتاج المصانع في بلد ما، ويصدر عادة بشكل بيان شهري عن مؤسسات حكومية مختصة، فإذا شهدنا ارتفاعا في ذلك المؤشر فإننا في مرحلة انتعاش

---

[1]- **ياسين عبد الرحمن الجفري**، مناخ الأسهم السعودية إيجابي رغم المتغيرات الاقتصادية، مقال ، مجلة الاقتصادية ،العدد6920 ،سنة 2012،ص1.

[2]- **مجلة الاقتصادية**، المؤشرات المتزامنة والمؤشرات المتأخرة عن حركة الاقتصاد، من الموقع الالكتروني: *www.iqtissadiya.com*، تاريخ الإطلاع : 2014/02/04.

اقتصادي تتوقف شدته على شدة الارتفاع في ذلك المؤشر وغيره من المؤشرات المتزامنة مع الاقتصاد، وإذا شهدنا هبوطا فإننا في حالة تراجع اقتصادي .

***العمالة في القطاعات غير الزراعية:** حيث تتزامن الزيادة أو النقصان في توظيف العمال في القطاعات غير الزراعية مع الحالة الاقتصادية، وكنا قد ذكرنا في عددنا الماضي أن زيادة ساعات العمل تبدأ في الارتفاع قبيل الانتعاش الاقتصادي بينما تبدأ الزيادة في التوظيف متزامنة مع ذلك الانتعاش.

دخل الفرد مطروحا منه ما يأخذه الفرد كهبات من الدولة: حيث يعتبر دخل الفرد والزيادة أو النقصان فيه من المؤشرات المتزامنة مع الانتعاش الاقتصادي.

***المبيعات في قطاعي الصناعة والتجارة:** حيث يقيس هذا المؤشر حجم المبيعات بالقيمة النقدية في قطاع الصناعة، وتجارة الجملة وتجارة التجزئة، ويرتفع بالتزامن مع ارتفاع الأداء الاقتصادي الكلي.

•**المؤشرات المتأخرة:** وهي المؤشرات التي تبدأ بالتحرك بعيد بدء عملية الانتعاش الاقتصادي:

–القروض التجارية والصناعية سارية المفعول: فبعيد الانتعاش الاقتصادي نبدأ برؤية زيادة في القروض الصناعية والتجارية، وذلك بعد أن يرى الصناعيون والتجار ازدهارا في أعمالهم، فيتشجعون على الاقتراض.

– التغير في أجور العمال مقارنة بالإنتاج؛

– معدل البقاء بلا عمل يبدأ بالتناقص بعد فترة من تحسن الأوضاع الاقتصادية للمواطنين، بينما يبدأ بالازدياد بعد فترة من بدء تراجع النشاط الاقتصادي؛

– نسبة البضائع المخزنة للمبيعات: حيث يبدأ الصناعيون والتجار بعيد زيادة الطلب أثناء الانتعاش الاقتصادي بزيادة المخزون من البضائع، ما يجعل مؤشر نسبة البضائع المخزنة إلى

المبيعات يرتفع، ولكن بعد وقت من بدء الانتعاش الاقتصادي.وهناك عدة مؤشرات متأخرة أخرى، تتحرك عادة بعيد تحرك الاقتصاد.

هكذا وكما ذكرنا فإن للمؤشرات الاقتصادية أهمية في تحديد الحالة الاقتصادية التي تمر بها البلاد ومستقبل تلك الحالة، وهي تساعد البنوك المركزية في قراراتها عن كميات التدفق النقدي ورفع وتنزيل الفائدة، كما تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتصدر تلك المؤشرات على شكل بيانات في أوقات محددة، معظمها يصدر بشكل شهري في معظم أرجاء العالم.

**ب-معيار الجهة المستهدفة من التقييم:** تتمثل المؤشرات الاقتصادية من خلال هذا المعيار في:

- **مؤشرات تستهدف تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية:** إذ تعتمد على مجموعة مؤشرات تجميعية أساسية لتحليل وضع المؤسسات المالية والذي يغطي عدت جوانب من المؤسسة المالية على غرار مؤشر ملاءة رأس المال جودة الأصول، والسيولة، الربحية، الإدارة ودرجة الحساسية لمخاطر السوق يضاف إليها مؤشرات خاصة بالسوق[1].

[1]- **علي عبد الرضا حمودي العميد**، مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات( دراسة تطبيقية – حالة العراق)، بحث مقدم إلى المديرية العامة للإحصاء والأبحاث ، البنك المركزي العراقي ، (بدون ذكر سنة النشر)، ص06.

## المبحث الثاني : دراسة تطور الاقتصاد العربي ضمن دورة جوكلار jugular

بعدما تم التطرق الى أهم التنظيرات الاقتصادية للدورة الاقتصادية بما في ذلك أنواع الدورة الاقتصادية، فإننا نستهدف من خلال المبحث الثاني واقع الأداء الاقتصادي للدول العربية خلال العقدين الأخيرين ومدى تجاوبه لتقلبات الدورة الاقتصادية في إطار الدورة متوسطة المدة أو ما يسمى بدورة جوكلار بالاعتماد على المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تم التأصيل فيها خلال المبحث الأول.

### المطلب الأول: دراسة تطور النمو الاقتصادية والمالية العامة للاقتصاد العربي

يشكل النمو الاقتصادي أهمية كبر ى في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بتحقيق معدلات نمو مستدامة قائم على مستوى مقبول من التنويع في مصادر الدخل بما يضمن استيعاب النمو المتسارع في حجم القوة العاملة العربية في المقابل يقلل التباين في توزيع الدخل، أما على صعيد المالية العامة فإن الاستقرار الاقتصادي يتحقق بوجود وضع مالي مستقر على المدى الطويل بما يعرف "بالاستدامة المالية " Fiscal Sustainability بما يترجم قدرة الحكومة على تدبير الموارد المالية اللازمة لتغطية أوجه الإنفاق المختلفة دون اللجوء إلى المصادر التمويلية البديلة والاستثنائية كالاستدانة الخارجية أو عمليات إعادة الجدولة أو شطب الديون. ومن ثم فإن المعايير المتبناة لدراسة الاستقرار الاقتصادي على صعيد المالية العامة في الدول العربية تتمثل في:

– توازن أوضاع الموازنة العامة للدولة أو تحقيق عجز مقبول في الموازنة لا يتعد3 إلى5 % من الناتج المحلي ومعدلات للدين العام لا تتجاوز60 إلى% 85؛

– وجود سياسة مالية معاكسة للدورات الاقتصادية بما يجنب النشاط الاقتصادي التقلبات الحادة في مستويات الاستهلاك والاستثمار.

**أولا: النمو الاقتصادي:**

شهد الاقتصاد العربي في نهاية عقد الثمانيات ارتفاع ملحوظ في معدلات النمو الاقتصادي نتيجة إلى اتجاه معظم الاقتصاديات العربية إلى تنفيذ برامج إصلاح وتبني سياسات اقتصادية لتصحيح الاختلالات الداخلية، والجدول التالي يمثل متوسط معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية وأسعار النفط للفترة (1990-2012).

**الجدول رقم (2-1):** متوسط معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالى للدول العربية وأسعار النفط للفترة (1990-2010)

الوحدة: نسبة مئوية

| السنوات | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | متوسط 1990-1999 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| متوسط سعر النفط الخام (USD) | 23،19 | 20،2 | 19،25 | 16،75 | 15،66 | 16،75 | 20،46 | 18،64 | 11،91 | 16،56 | 17،94 | |
| متوسط معدل النمو الحقيقي (%) | 7،18 | 5،54 | 4،19 | 2،69 | 3،45 | 2،86 | 4،59 | 3،32 | 4،96 | 2،53 | 4،13 | |
| السنوات | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | متوسط 2000-2010 |
| متوسط سعر النفط الخام (USD) | 27،39 | 23 | 22،81 | 27،69 | 37،66 | 50،04 | 58،3 | 64،2 | 91،48 | 53،48 | 71،21 | 47،93 |
| متوسط معدل النمو الحقيقي (%) | 3،92 | 1،93 | 1،81 | 5،69 | 6،95 | 5،85 | 5،71 | 5،37 | 6،31 | 2،94 | 3،97 | 3،97 |

**المصدر: هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي،2012 ص61.

من خلال الجدول نلاحظ انه مع بداية عقد التسعينات بدأت معدلات النمو في الدول العربية في التراجع من 7.18% سنة 1990 إلى 2.69% سنة 1993 بمعدل انخفاض سنوي وصل إلى 1.5% .بقي معدل النمو يتراوح بين 5% و2.5% حتى نهاية فترة التسعينات أين وصل متوسط النمو الحقيقي سنة 1999 إلى 2.53%، حيث يرجع هذا الانخفاض في معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي إلى العوامل الإقليمية التي ساهمت بدور كبير ومباشر في تذبذب معدلات النمو، فخلال هذه الفترة اتجهت أسعار النفط العالمية نحو التراجع مع انخفاض متوسط سعر برميل النفط ليصل إلى مستوى 19 دولار، كما كان لتداعيات أزمة حرب الخليج الثانية سنة 1990وسنة 1991 انعكاسات سلبية على الاقتصاد العربي الذي تحمل خسائر فادحة. ومن جانب أخر أثرت الأزمة المالية لدول شرق وجنوبي شرق أسيا (1997–1999) سلبا وساهما هي أيضا في تراجع مستوى النمو الحقيقي للدول العربية. استمر انخفاض مستوى النمو الحقيقي للاقتصاد العربي إلى غاية سنة 2002، حين حققت معدل نمو وصل إلى 1.81%، نتيجة لتداعيات أحداث سبتمبر 2001. وقد شهدت الفترة بين (2003–2008) انتعاشا في النمو الحقيقي للاقتصاد العربي حيث قفز إلى مستوى 5.85% سنة 2003، وظل يراوح تلك النسبة إلى أن وصل إلى معدل 6.31% سنة 2008، حيث يرجع هذا الانتعاش إلى تداعيات الحرب على العراق أو ما يسمي بحرب الخليج الثالثة التي أدت إلى ارتفاع أسعار البترول العالمية وهو ما أثر بشكل مباشر على ارتفاع معدلات النمو الحقيقي للاقتصاد العربي. وكذا سياسات الاصلاح التي قامت بها معظم الدول العربية خلال عقد التسعينات من خلال توجه معظمها الى سياسات الخوصصة من خلال تشجيع القطاع الخاص الذي حقق تنوع في القطاع الانتاجي ووسع القاعدة الصناعية لهاته الدول ، لكن مع بداية عام 2008 بدأت أزمة الرهن العقاري تلقي بظلالها على الاقتصاد العالمي وبطيعة الحال الاقتصاد العربي لم يكن في منئ عنها وقد انخفض مستوى النمو الاقتصادي الحقيقي للاقتصاد العربي بداية

من سنة 2009 كنتيجة للركود في معظم الدول الصناعية مما أدى إلى انخفاض الطلب العالمي على النفط ومن ثم انخفاض أسعار النفط ولقد تباين تأثر الاقتصاد العربي من دولة إلى أخرى حسب طبيعة الاقتصاد، فيمكن تقسيم الاقتصاديات العربية إلى مجموعتين :

**•مجموعة اقتصاديات عربية تتشكل مداخيلها في غالبيتها من العوائد النفطية:**

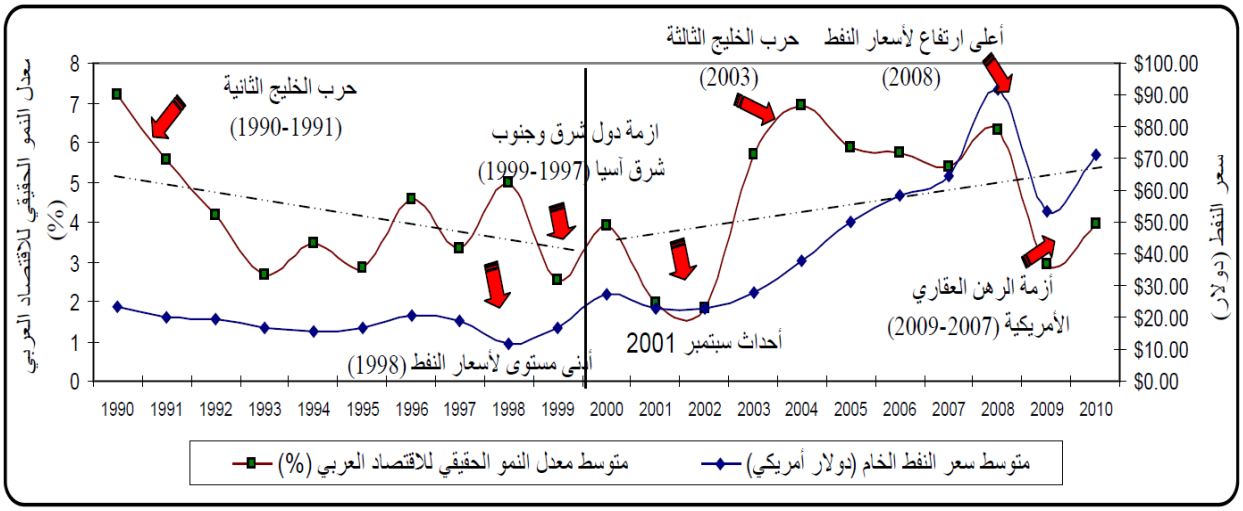
وتضم الجزائر وليبيا والسودان ومعظم دول الخليج العربي، حيث ارتبط النمو الاقتصادي ارتباطا وثيق بتغيرات أسعار النفط ومختلف الأحداث المؤثرة عليه. فقد تأثرت اقتصاداتها بتراجع أسعار النفط في الفترة الأولى(1990_2000)، مما أدى إلى تراجع إيراداتها النفطية وعدم استقرار أوضاعها المالية نتيجة للعجوزات المسجلة في الموازنات العامة. وقد دعا هذا الأمر دول المجموعة إلى تبني سياسات اقتصادية استهدفت تنويع القاعدة الإنتاجية وزيادة مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي إلى جانب سياسات مالية تقييدية لخفض الإنفاق العام. في المقابل استفادت دول المجموعة خلال الفترة الثانية(2000_2010) من التحسن التدريجي في أسعار النفط، الأمر الذي ساعدها على ضبط موازناتها وتحقيق فوائض مكنتها من توفير الموارد اللازمة لتمويل الاستثمار في البنية التحتية والتنويع النسبي في قاعدة توليد الدخل وتحفيز مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وهو ما عمل على رفع متوسط معدل النمو الاقتصادي لتلك المجموعة إلى نحو % 4.8 سنويا خلال الفترة الثانية مقارنة بنحو % 4.4 في الفترة الأولى.

**•مجموعة اقتصاديات عربية لا تعتمد مداخيلها على العوائد النفطية:**

وتظم بلدان عربية كالمغرب وتونس ومصر والأردن...، تعتمد مداخيلها على السياحة والزراعة وبعض الصناعات. يتميز النمو في هذه الدول بالتذبذب، فهو يعكس مدى نجاح سياسات الإصلاح الاقتصادية فقط ومدى استقرار البيئة الاقتصادية ولا تتأثر بتغيرات أسعار النفط، حيث كان للارتفاع التدريجي في أسعار النفط تأثيرات متباينة على دول المجموعة الثانية .ففي الجانب

السلبي حملت هذه الارتفاعات موازنات تلك الدول بأعباء ضخمة نتيجة ارتفاع فاتورة الواردات النفطية، واضطرت حكومات هذه الدول إلى رفع مخصصات دعم أسعار الوقود للحفاظ على استقرار الأسعار. كما ساهمت الارتفاعات في سعار السلع الغذائية الأساسية في الفترة

( 2008–2010) في زيادة الضغوط على الموازنات العامة ورفعت كلفة برامج الضمان الاجتماعي، وبالتالي ارتفاع العجوزات المالية ومستويات الدين العام المحلي لبعض دول المجموعة بشكل ملموس .في المقابل كان للفوائض النفطية المسجلة في دول المجموعة الأولى في العقد الاول من الألفية تأثيرا إيجابيا على دول المجموعة الثانية من خلال عدد من القنوات من أهمها ارتفاع تحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية المباشرة ونشاط السياحة البينية. وقد خففت هذه العوامل من حدة الضغوط التي واجهتها الموازنات العامة وموازين مدفوعات دول المجموعة الثانية، وساعدت إلى جانب الإصلاحات المنفذة لاحتواء الاختلالات الداخلية والخارجية على رفع معدلات نمو دول المجموعة بشكل طفيف من % 4.7 في الفترة الأولى إلى % 4.8 في الفترة الثانية، أنظربعض الدول من المجموعة على غرار تونس ومصر وسوريا اضطرابات سياسية في إطار ما يسمى بالربيع العربي أثرت بشكل مباشر على قطاع السياحة وكذا بيئة الأعمال ما أدي الى انخفاض معدلات النمو الحقيقي بهاته الدول. يمكن تلخيص تطورات النمو الحقيقي للاقتصاد العربي وأهم الأحداث المصاحبة والمؤثرة عليه من خلال الشكل الأتي:




**الشكل رقم (2-1):** معدلات النمو الحقيقي للدول العربية وأبرز الأحداث الإقليمية والعالمية المسجلة خلال الفترة(1990 -2010)

**المصدر: هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي،2012، ص 14.

تبنت الدول العربية بداية من عقد التسعينيات سياسات اقتصادية استهدفت معالجة العديد من الاختلالات الهيكلية والقصور في أداء الاقتصاد العربي، كذلك اتجهت هذه السياسات وخاصة خلال الفترة الثانية نحو تعزيز الاستقرار الاقتصادي والمساهمة في مواجهة الأزمات الاقتصادية المختلفة التي واجهتها الدول العربية .ولذلك يهتم هذا الجزء بعرض موجز للسياسات التي انتهجتها الدول العربية خلال العقدين الماضيين سواء فيما يتعلق بالسياسات الموجهة لعلاج الاختلالات الهيكلية أو تلك الهادفة إلى تعزيز الاستقرار الاقتصادي.

فمنذ بداية التسعينات انتهجت معظم الدول العربية برامج للتصحيح الاقتصادي والإصلاح الهيكلي استهدفت تحقيق التوازنات الاقتصادية الداخلية والخارجية من خلال تنفيذ سياسات الاستقرار وإصلاح الأوضاع الاقتصادية الكلية .وفي السنوات الأخيرة من عقد التسعينات، تحول

الزخم الإصلاحي في هذه الدول باتجاه الإصلاحات الهيكلية الهادفة إلى تحسين كفاءة استخدام الموارد وتعزيز فرص النمو المستدام. ولقد قامت مؤسسات التمويل الدولية الإقليمية بتقديم الدعم المالي والفني لمساندة برامج الاستقرار الاقتصادي الكلي والتصحيح الهيكلي في عدد من الدول العربية. ورغم أن هذه الإصلاحات قد ساهمت إلى حد كبير في استعادة التوازن الداخلي والخارجي في العديد من الدول العربية إلا أن تلك البرامج كان لها كلفة اجتماعية كبيرة نتيجة ارتفاع مستويات أسعار العديد من السلع والخدمات وتسريح عدد كبير من العاملين بمؤسسات القطاع العام، وهو ما استوجب قيام العديد من الدول العربية التي طبقت هذه البرامج باعتماد نظم وشبكات للضمان الاجتماعي للحيلولة دون تراجع مستويات المعيشة لشرائح المواطنين التي تضررت جراء تنفيذ هذه الحزم الإصلاحية[1].

**ثانيا: المالية العامة**

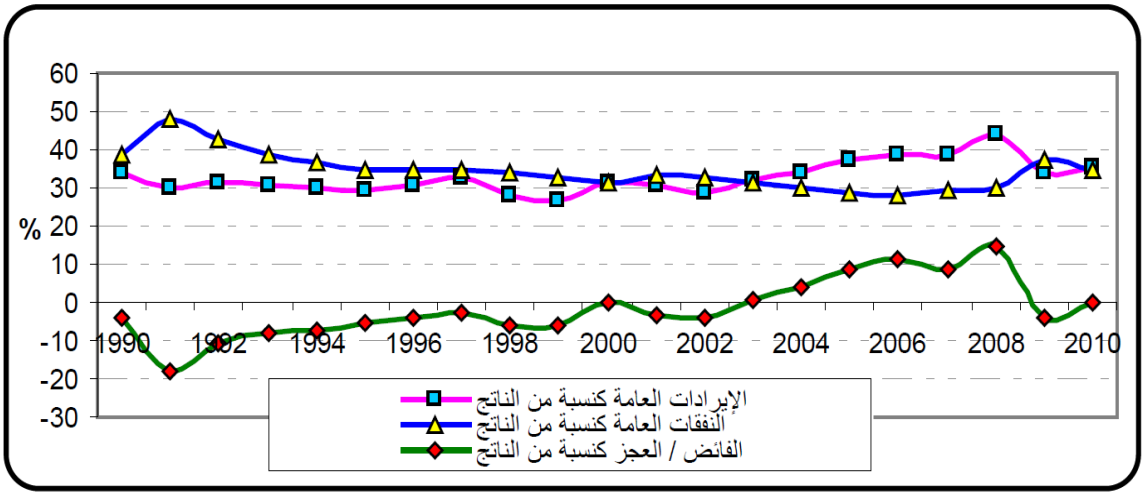
إن الأداء المالي الكلي للدول العربية تأثر بشكل كبير بتغيرات أسعار النفط، فقد عانت موازنات الدول العربية من عجوزات مالية متواصلة على طول الفترة بين سنتي 1994و 2002 بلغت أقصاها سنتي 1998 و1999 حين وصلت إلى 31.618 و32.062 مليون دولار أمريكي على التوالي نتيجة لانخفاض أسعار النفط الى أدنى مستوياتها ، وفي المقابل شهدت موازنات الدول العربية خلال المرحلة الثانية الممتدة على الفترة بين 2000 و 2008 تحسنا مستمر حيث حققت أول فائض بعد عدت عجوزات سنة 2003 قدر ب 1.756مليون دولار نتيجة لارتفاع الإيرادات بنسبة20.98٪، ويرجع ذلك إلى زيادة الطلب العالمي للنفط سنة 2003 و ارتفاع أسعارها نتيجة اندلاع حرب الخليج الثالثة وبداية غزو العراق . واستمرت موازات الدول العربية متجمعة في تحقيق

[1] –**هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي، سنة 2012، ص–ص17– 18

الفائض ليبلغ أقصاه سنة 2008 ليبلغ 251.998 مليون دولار أمريكي ، لكن وبعد أن ألقت الأزمة المالية العالمية تداعياتها على الاقتصاد العالمي ودخوله في مرحلة كساد أثر بشكل مباشر في انخفاض الطلب العالمي على النفط وانخفاض أسعاره في السوق الدولية وبتالي تقلصت إيرادات الدول العربية سنة 2009بنسبة26.75٪ لتحقق عجزا قدر ب 74 مليون دولار، وفي سنة 2010 تقلص العجز الى 2.9مليون دولار نتيجة لبداية تعافي الاقتصاد العالمي وبداية خروجه من الأزمة المالية العالمية ليتجسد ذلك سنة 2011 أين حققت الموازنات الحكومية العربية مجتمعة فائض قدر بـ 94.3 مليون دولار. وقد مكنت الإصلاحات المالية التي اتخذها العديد من الدول العربية خلال السنوات القليلة الماضية، خصوصاً في الدول التي تواجه عجزاً آلياً في موازناتها العامة، من تعزيز قدراتها بحيث استطاعت إلى حد ما مواجهة انعكاسات آثار التطورات الاقتصادية العالمية غير المواتية في عام 2008 وقد ساهمت هذه الإصلاحات في الحد من ارتفاع نسبة العجز الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي في عدة دول عربية. وشملت هذه الإصلاحات مجالات عديدة أهمها تعزيز الإيرادات العامة، وخاصة الإيرادات الضريبية، وتطوير آليات إعداد الموازنة ورفع كفاءة تخصيص الموارد المالية والرقابة على المال العام، وتطوير عمل كافة الأجهزة الإدارية للمالية العامة[1].وفيما يلي الشكل التالي يوضح تطورات الموازنات العامة للدول العربية متجمعة.

.

[1] – **صندوق النقد العربي**، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2009، ص104.




**الشكل رقم (2-2 ):** تطورات الموازنات العامة للدول العربية متجمعة خلال الفترة 1990-2010 .

**المصدر هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي،2012، ص37.

وفيما يتعلق بأوضاع الموازنات العامة على مستوى مجموعات الدول العربية، يشار إلى أن مجموعة الدول النفطية قد استفادت بشكل كبير من ارتفاع الإيرادات النفطية خلال الفترة الثانية والتي ساهمت بشكل واضح في تحسن مؤشرات الادخار الحكومي وارتفاع الفوائض الجارية والكلية بما يفوق المستويات المسجلة خلال الفترة الأولى، ومن ثم تحول الموازنات العامة لهذه الدول من عجز بنسبة 5 % من الناتج في المتوسط في الفترة الأولى إلى فائض بنسبة تقارب4 % في المتوسط خلال الفترة الثانية .وقد شكلت سياسة التوسع في الإنفاق الحكومي الأداة الرئيسية في دول المجموعة الأولى لتطوير البنية التحتية والمشاريع الخدمية في مجالات التعليم والصحة والإسكان وتوفير المزيد من فرص العمل للمواطنين والتخفيف من التداعيات السلبية للأزمة المالية العالمية على اقتصاديات هذه الدول.

أما فيما يتعلق بالمجموعة الثانية فقد سجلت تحسنا محدودا بأوضاع موازناتها في السنوات الأخيرة ، حيث لم يتوفر لتلك الدول الموارد الكافية لتمويل برامج الإنفاق العام اللازمة للحفاظ على مستويات المعيشة واستقرار المستوى العام للأسعار على خلفية الارتفاعات المتواصلة في أسعار

النفط والسلع الغذائية .ومن ثم تقلص بشكل محدود عجز الموازنات الكلية لهذه الدول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من حوالي % 6 خلال الفترة ما قبل سنة 2000 إلى حوالي % 5 خلال الفترة الفترة بعد سنة 2000.[1]وهذا ما يتضح من خلال الجدول التالي الذي يبين تطور مؤشرات الموازنات الحكومية مجمعتا لمجموعتي الدول العربية

**الجدول رقم (2-2):** عجز وفائض الموازنة العامة في الدول العربية 2006-2010

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|
| **العجز أو الفائض الكلي (مليون USD)** | 157.513 | 141.261 | 286.931 | -73.984 | 20.565 |
| **النسبة إلى الناتج المحلي (%)** | 11.5 | 8.9 | 14.4 | 4.2- | 1 |

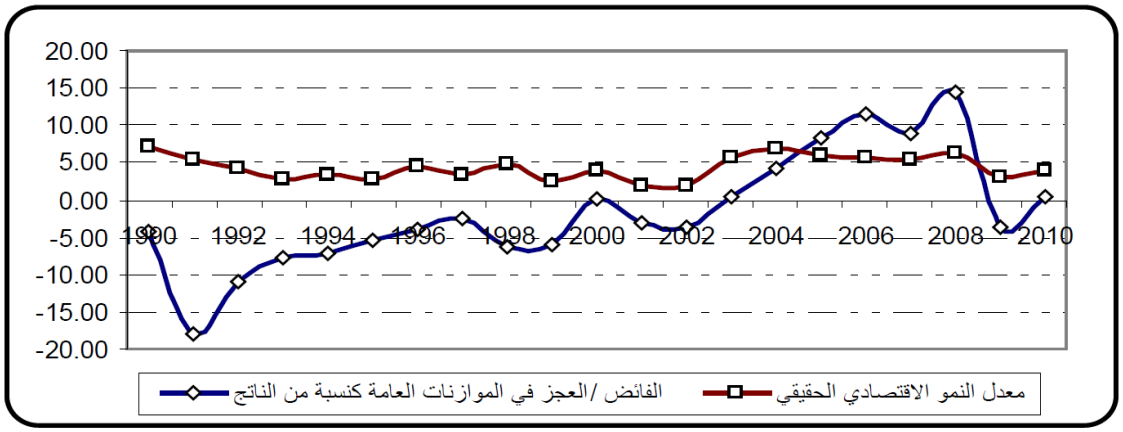
**المصدر**: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2011، ص 355.

في جانب الدين العام الداخلي، فقد تراجعت نسبة الدين العام الداخلي إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية من56% خلال الفترة (1990-2000) إلى 33% في الفترة (2000-2010). وتعكس هذه التطورات بشكل عام ثمرة جهود الإصلاح المالي والاقتصادي الذي التزمت غالبية الدول العربية بانتهاجه منذ منتصف التسعينات، والتي اعتمدت على استخدام جزء من الفوائض المالية وعائدات الخصخصة المحققة خلال الأعوام السابقة في سداد الدين العام وتقوية الاحتياطيات المالية.

أما من حيث مدى **تجاوب السياسة المالية مع الدورة الاقتصادية** يلاحظ أن السياسة المالية للدول العربية كانت إلى حد كبير مسايرة للدورة الاقتصادية خلال الفترة الثانية حيث تميل الدول العربية لتبني سياسات مالية توسعية في حالات الرواج وسياسات انكماشية في حالات الركود، وهو ما يعزى إلى الدور الرئيسي الذي تلعبه السياسة المالية في حفز النمو في عدد من الدول العربية

[1] **هبه عبد المنعم**، مرجع سبق ذكره، ص37.

على ضوء الدور المحدود للسياسة النقدية نظرا لتبني عدد كبير من الدول العربية لنظم أسعار صرف ثابتة تفقد السياسة النقدية استقلاليتها وتحول دون تفعيل دورها في حفز النمو في الأجل القصير.




**الشكل رقم (2-3):** مدى مسايرة السياسة المالية للدورة الاقتصادية في الدول العربية خلال الفترة(1990-2011)

**المصدر: هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي،2012، ص38.

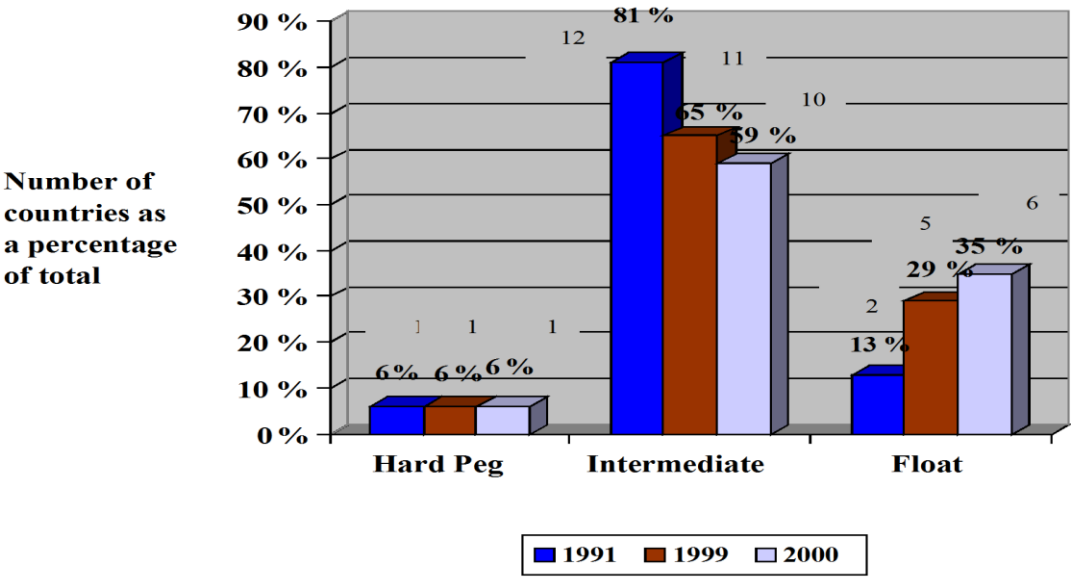
**المطلب الثاني: دراسة تطورات الأوضاع النقدية للاقتصاد العربي**

تتعد مؤشرات الأداء النقدي لقياس تطور الأوضاع النقدية للدول العربية ، فبالإضافة إلى أوضاع أسواق رأس المال للدول العربية والتي تم الإسهاب فيها من خلال الفصل الأول بشكل من التفصيل يوجد متغيرات نقدية أخرى على غرار تطورات أسعار الفائدة و أسعار الصرف، بالإضافة إلى معدل التضخم وتطور نسبة السيولة المحلية للاقتصاديات العربية.

**أولا: تطور أنظمة سعر الصرف العربية**

شهدت فترة نهاية الثمانينات العديد من الأزمات الإقتصادية العالمية، كان أشدها أزمة النفط سنة 1986 وأزمات ديون الدول النامية، وقد كان لهذه الإضرابات تأثيرا بالغا على الإقتصاديات

العربية، إلا أنها تفاوتت من دولة لأخرى حسب خصائص كل منها، ودفع هذا معظم الدول العربية إلى تغيير مناهجها وسياساتها الإقتصادية الداخلية والخارجية، وقد كان نظام الصرف واحدا من هذه المتغيرات. حيث نجد أن بعض الدول العربية توجهت إلى تحرير عملاتها والتحول من النظم الوسيطية إلى النظم المعومة، فيما فضلت دول عربية أخرى الإبقاء على أنظمتها الوسيطية أو نظام التثبيت الذي كانت سائرة عليه، والشكل التالي يوضح ذلك:




**الشكل (2-4):** أنظمة الصرف في الدول العربية النامية لسنوات 1991، 1999(15دولة)، 2000(17دولة)

**المصدر:** ***Philippe D.KARAM:*** *Exchange rate in Arab countries : assessment and recommendatios .Arab Monetary Fund، Abu Dhabi، December، 2001. P23.*

نلاحظ من خلال هذا الشكل أن نسبة الدول العربية المطبقة للأنظمة الثابتة بقيت ثابتة على طول فترة الدراسة بـ 6%، في حين انخفضت نسبة الدول المطبقة للأنظمة الوسيطية من 81% سنة 1991 إلى 65% سنة 1999، ثم إلى 59% سنة 2000، وتقابل هذا الإنخفاض مع ارتفاع نسبة الدول المطبقة لأنظمة التعويم من 13% سنة 1991 إلى 29% سنة 1999، ثم إلى35%

سنة 2000، ليبلغ عددها في خلال نفس السنة 6 دول من أصل 17 دولة. ونستنتج من هذا أن أغلبية الدول العربية إتجهت إلى مراقبة سعر صرف عملتها عن طريق التدخل في أسواق الصرف.

وبالنظر إلى إجمالي الدول العربية، نجد أنها في نهاية العام 2001، انقسمت إلى فئتين أساسيتين، تضم الأولى منها النظم التي يتم فيها ربط العملة الوطنية بعملة واحدة أو بسلة خاصة من العملات الرئيسية، وتضم الفئة الثانية النظم التي تتمثل بمرونة أكبر في تحديد سعر صرف العملة الوطنية. وتضم الفئة الأولى نظم الربط المعمول بها في أربع عشرة دولة عربية، ومن بين هذه الدول تقوم خمسة منها وهي: الأردن، جيبوتي، سوريا، العراق، وعمان، بربط سعر صرف عملاتها بقيمة ثابتة بالنسبة للدولار الأمريكي، وتتبع دولتان هما لبنان ومصر نظام تثبيت سعر صرف الدولار ولكن مع وجود هامش حول السعر المركزي للدولار الذي تعلن عنه السلطات النقدية بحيث تسمح للبنوك المتعددة وشركات الصيرفة بتحريك أسعار صرف العملة الوطنية في حدوده، ففي لبنان، يسمح مصرف لبنان بتحريك سعر الصرف بين 1501 و1514 ليرة مقابل الدولار، وفي مصر يسمح البنك المركزي بتحريك سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار في حدود هامش 3% إرتفاعا وانخفاضا عن السعر المركزي. وكذلك فإنه وضمن الفئة الأولى التي تتبع نظام الربط، تقوم خمسة دول عربية أخرى وهي الإمارات والبحرين والسعودية وقطر وليبيا بربط سعر صرف عملاتها بحقوق السحب الخاصة مع السماح بالتغير في حدود هامش نسبته 7.25%. غير أن الدول الأربع الأولى تحافظ على بقاء سعر صرف ثابت لعملاتها مقابل الدولار، وبالتالي لا تلتزم بالضرورة بالهامش المذكور، ويذكر في هذا الصدد أن البحرين كانت آخر هذه الدول الأربع في الإعلان رسميا عن تثبيت سعر صرف عملتها مقابل الدولار وهو الأمر الذي حدث في بداية ديسمبر 2001. وأخيرا فإنه وضمن الفئة الأولى التي تتبع نظم الربط، تقوم كل من الكويت والمغرب بربط عملتيهما بسلة خاصة من العملات الرئيسية، وفي إطار هذا الترتيب، تقوم السلطات

النقدية بتحديد سعر الصرف يوميا على أساس التغير الحاصل في أسعار عملات الدول الشريكة الرئيسية لكلا البلدين، وذلك مع الأخذ بعين الإعتبار وزن العملات الرئيسية المكونة للسلة، فعلى سبيل المثال، تقوم السلطات النقدية في الكويت باعتماد وزن أكبر للدولار، في حين أن السلطات النقدية في المغرب تعتمد وزنا أكبر للأورو في تحديد سعر الصرف اليومي. أما الفئة الثانية والمكونة من الدول العربية التي تتبع نظم أسعار صرف ذات مرونة أكبر، فإن من بين هذه الدول، تقوم ثلاثة منها وهي تونس والجزائر وموريتانيا باتباع نظام التعويم المدار. وأخيرا وضمن نظم أسعار الصرف ذات المرونة الأكبر، يتبع السودان نظام التعويم المدار واليمن نظام التعويم المستقل أو الحر لسعر الصرف، علما بأن كل من لبنان وموريتانيا كانا يتبنيان هذا النظام في وقت سابق، غير أن البنكين المركزيين في كل من السودان واليمن يقومان بتحديد سعر صرف وسطي مقابل عملة رئيسية هي في معظم الأحيان الدولار الأمريكي لاستخدامها في التدخل والتأثير على السوق لتجنب أي تذبذب حاد أو عدم توازن قيمة العملة الوطنية مقابل تلك العملة. وفي هذا الصدد يلاحظ أنه وعلى الرغم من أن الدول التي تتبع التعويم الحر تترك تحديد أسعار الصرف اليومية لقوى السوق (أي البنوك التجارية وشركات الصيرفة في أغلب الأحيان)، فإن صغر حجم سوق النقد الأجنبي في هذه الدول يستلزم تدخل البنك المركزي كطرف نشط للتوفيق بين العرض والطلب وبالتالي للتأثير على سعر الصرف التوازني في السوق.[1] واعتبارا من 1جانفي 2003، بدأت بلدان مجلس التعاون الخليجي رسميا بربط عملاتها بالدولار كخطوة أولى صوب تحقيق الإتحاد النقدي، الذي كان مقررا أن يدخل حيز الوجود عام 2010.

[1]- **التقرير الإقتصادي العربي الموحد**، الفصل التاسع: موازين المدفوعات والدين العام الخارجي ونظم الصرف، سنة 2002. ص 152.

وبصورة فعلية كانت عملات مجلس التعاون الخليجي مرتبطة بالدولار الأمريكي، بحيث كانت عملة الكويت مربوطة بسلة عملات رئيسية، ومع ذلك، فنظرا للنصيب الكبير للدولار الأمريكي في تلك السلة، كان الدينار الكويتي مرتبطا فعليا بالدولار الأمريكي. ومع أن الدينار البحريني والريال السعودي والريال القطري والدرهم الإماراتي كانت مرتبطة رسميا بوحدات السحب الخاصة، ففي الواقع كانت هذه العملات مرتبطة بالدولار بأسعار ثابتة.[1] وتخلت مصر عن ربط عملتها بالدولار في منتصف 2002، وأقرت نظاما لسعر الصرف العائم في 29 جانفي 2003.[2] ويمكن تمثيل ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من قبل الدول العربية حتى العام 2007 من خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم (2-3):** ترتيبات أسعار صرف في الدول العربية حتى عام 2007:

| الترتيبات الفعلية لأسعار الصرف | | الدول |
|---|---|---|
| ربط أسعار الصرف | بالدولار الأمريكي | الأردن، الإمارات، جيبوتي، السعودية، العراق، عمان، قطر، الكويت، سوريا، لبنان. |
| | حقوق السحب الخاصة | ليبيا |
| | سلة من العملات (غير معلنة) | المغرب |
| تعويم سعر الصرف | تعويم مدار- موجه- | تونس، الجزائر، السودان، موريتانيا |
| | تعويم حر- مستقل- | مصر، اليمن |

**المصدر:** من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2007، الفصل التاسع: موازين المدفوعات والدين العام الخارجي وأسعار الصرف.

[1] - **علي توفيق الصادق، علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران،** نظم وسياسات أسعار الصرف. وقائع الندوة المنعقدة في 16-17 كانون الأول/ ديسمبر 2002، في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي. صندوق النقد العربي، معهد السياسات الإقتصادية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة. ص80.

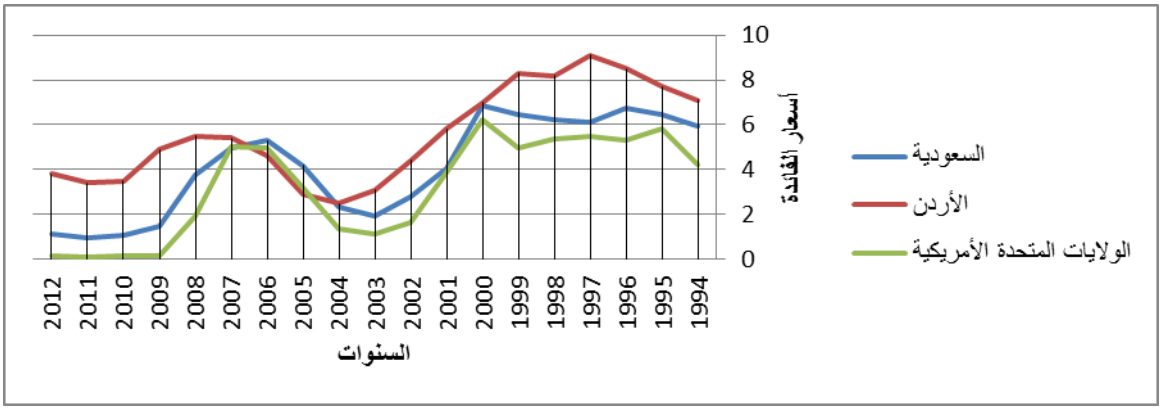
[2] - **عبد العلي جبيلي، فيتالي كرامارينكو:** بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: هل تعوم عملاتها أم تربطها بعملة أخرى؟ مجلة التمويل والتنمية، مارس 2003، المجلد 40، العدد 01. ص31.

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن أغلب الدول العربية لازالت تعتمد ترتيبات أسعار صرف ثابتة مقابل الدولار الأمريكي، فيما تثبت ليبيا سعر صرف عملتها بالنسبة لحقوق السحب الخاصة، والمغرب بالنسبة لسلة من العملات، ويرجع هذا بصفة أساسية لخصائص اقتصادياتها الهيكلية. وتطبق أربعة دول عربية هي الجزائر، تونس، السودان، موريتانيا نظام التعويم المدار، أما مصر واليمن فتتبنى نظام التعويم الحر.

**ثانيا: تطور أسعار الفائدة**

تهدف دراسة تطورات أسعار الفائدة إلى معرفة طبيعة هيكل سعر الفائدة ومدى تجاوبه و التطورات الاقتصادية المحلية والأجنبية بشكل يدعم النمو الاقتصادي من خلال فعاليته كأداة من أدوات السياسة النقدية من جهة وكقناة إبلاغ وسيطية جيدة للسياسة النقدية في تحقيق هدف الاستقرار الاقتصاد بشكل عام والاستقرار النقدي بشكل خاص.

شهدت أسعار الفائدة في الدول العربية خلال الفترة ما بين 1994 و2012 عدت تقلبات تعكس بدرجة الأولى أوضاع الاقتصاد هي هذه الدول ، وكذا انعكاسات التغيرات الاقتصادية الدولية فكان نظار سعر الصرف المطبق في كل اقتصاد محدد لتغير سعر الصرف ،فالاقتصاديات العربية التي تثبت علمتها وفق الدولار الأمريكي كانت تغيرات أسعار الفائدة فيها تتغير بما يتوافق وتغيرات أسعار الفائدة الأمريكية كما هو يوضحه الشكل التالي:




**الشكل (2-5):** أهم التقلبات في سعر الفائدة لبعض الدول العربية التي تثبت عملتها بالنسبة للدولار الأمريكي خلال الفترة 1990-2010

**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

ويلاحظ من خلال الشكل ارتفاع أسعار الفائدة لهذه المجموعة الى أعلى مستوياتها خلال سنتي1996 و1997 قبل أن تنخفض لمستويات قياسية خلال الفترة بين 2000 و2003 وبعد الإجراءات التي قامت بها الدول العربية سنة2004 من خلال إلغاء الحماية من المنافسة الأجنبية في مجال الاستثمار في القطاع المصرفي وكذا تحرير أسعار الفائدة على غرار الكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وقطر.ارتفعت أسعار الفائدة خلال الفترة ما بين 2004 و2008 .

فتماشياً مع التزاماتها الدولية والإقليمية باشرت دول مجلس التعاون في تفكيك الحواجز المعيقة للمنافسة الأجنبية .وبدءاً بالكويت نجد أن مجلس الأمة الكويت يوافق في يناير 2004 على تعديل قانون عام1968 الخاص بالمصارف ليتم بموجبه السماح للمصارف الأجنبية بمباشرة عملياتها في الكويت. وفي الوقت ذاته أصدر بنك الكويت المركزي عدة تراخيص لمصارف إسلامية وشكَّل ذلك خطوة من شأنها زيادة المنافسة بين المصارف التجارية القائمة والمصرف الإسلامي الوحيد المتواجد حالياً. وقد اتخذت المملكة العربية السعودية خطوات مشابهة في الاتجاه ذاته، ويتمثل أبرز تطور طرأ في ذلك البلد في مايو 2004 في قيام مؤسسة النقد العربي

السعودي (ساما) بمنح تراخيص جديدة لفتح فروع وحيدة استفادت منها عدة مؤسسات عالمية بما فيها بي ان بيباريبا(Paribas PNB) وجي بي مورجان شايس (JPMorgan Chase) ودويتش بنك (Deutshe Bank)، وسمحت ل اتش اس بي سي (HSBC)بإنشاء مصرف استثمار مع الشركة المحلية التابعة لها وهو البنك السعودي البريطاني .وبحدوث ذلك حصلت عدة مصارف إقليمية مثل بنك الخليج الدولي والبنك الأهلي الكويتي وبنك البحرين وعلى غرار ما طرأ في المملكة العربية السعودية والكويت، أعلن البنك المركزي بالإمارات العربية في العام 2005 عن عزمه إصدار تراخيص جديدة للمصارف الأجنبية وذكر أنه سيسمح قريباً للمصارف الأجنبية القائمة بفتح مزيد من الفروع لها ( تخضع المصارف الأجنبية حالياً لقيود تحد عدد فروعها الأقصى بثمانية ) شريطة التزام المصارف المستفيدة بحصص توطين الوظائف. وتُمثل هذه السياسة تحولاً عكسياً للسياسة التي امتد تطبيقها لمدة عقدين تقريباً والتي كانت تمنع إصدار التراخيص لفروع جديدة . وباستثناء بنك دبي، الذي سبق إنشاؤه في عام 2002 بموجب استخدام ترخيص قائم بحوزة بنك الإمارات الدولي لم يُسمح لأي مصرف جديد بفتح عمليات إثر الأزمة المصرفية التي عاشتها البلاد في الثمانينات فمنذ ذلك التاريخ زالت تسع مؤسسات عن طريق اندماج ثمانية منها وتصفية واحدة .[1]

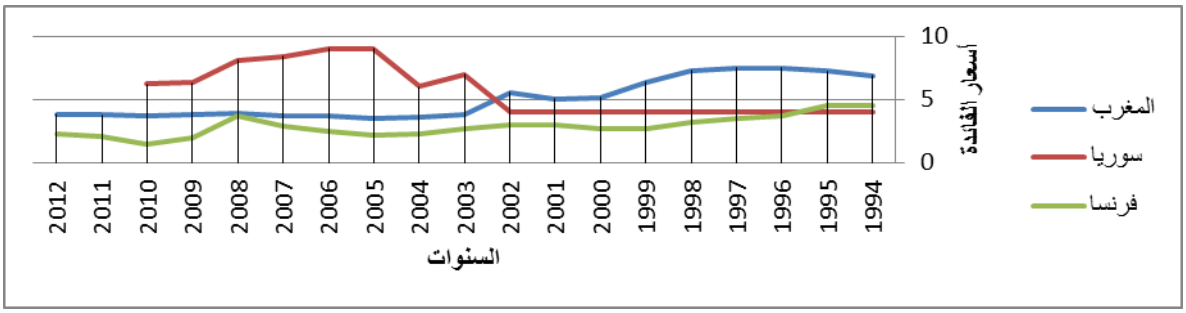
وبتجسيد الاتحاد النقدي المُقرر إقامته فإن الأسواق المالية في بلدان مجلس التعاون تتجه نحو الاندماج المتزايد .فالبحرين وقطر ودبي والمملكة العربية السعودية تعمل ناشطة على استكمال خططها المتنافسة لتصبح مراكز شبكات مالية إقليمية .

كما يلاحظ من خلال الشكل انخفاض أسعار الفائدة ابتدءا من سنة 2007، ويرجع ذلك "السياسة النقدية غير التقليدية" التي انتهجها بنك الاحتياطي الفيدرالي الأميركي والمتمثلة في شراء

[1]– **سعود البريكان، علي البلبل ، إبراهيم الكراسنة،** المؤسسات والنمو الإقتصادي في الدول العربية، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2006 ، ص–ص 205–206.

كميات هائلة من سندات الخزانة وغيرها من الأصول الطويلة الأجل ـ أو ما يطلق عليه التيسير الكمي ـ والوعد بالإبقاء على أسعار الفائدة القصيرة الأجل منخفضة لفترة طويلة.

وبالنسبة للدول العربية ذات نظم أسعار الصرف الأكثر مرونة، فقد ساهمت إصلاحات المالية العامة مطلع التسعينات في تقليل العبء على السياسة النقدية مما أدى إلى تقليص علاوة المخاطر وتراجع أسعار الفائدة بداية من مطلع الألفية الثانية بما عزز من فرص النمو[1]. ويمكن إظهار ذلك من خلال الشكل الموالي:



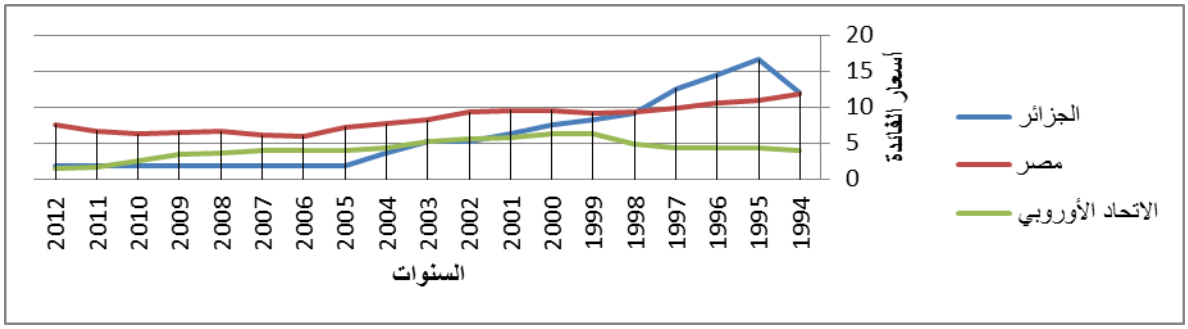

**الشكل (2-6):** أهم التقلبات في سعر الفائدة لبعض الدول العربية ذات نظم صرف أكثر مرونة خلال الفترة 1990-2010

**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

وبالنسبة لدول المجموعة التي تتبنى نظما للتعويم الحر أو المدار للحفاظ على تنافسية صادراتها، فقد ارتبطت التغيرات في أسعار الفائدة بها بالتغيرات في أسعار الفائدة الأوروبية في كل من مصر والمغرب ولبنان، على ضوء أهمية الاتحاد الأوروبي كشريك تجاري رئيسي لعدد من هذه الدول .وقد اتسمت الفترة مابين2000 و2012 بانخفاض مستويات التقلبات في أسعار الفائدة في عدد من الدول العربية وهو ما ساعد على إتاحة المناخ المواتي لنمو أنشطة القطاع الخاص

[1]- **هبه عبد المنعم** ،مرجع سبق ذكره، ص42.

وخفض تقلبات النشاط الاقتصادي ومن ثم تعز الاستقرار الاقتصادي. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:




**الشكل (2-7):** أهم التقلبات في سعر الفائدة لبعض الدول العربية ذات نظم صرف للتعويم الحر أو المدار خلال الفترة 1990-2010

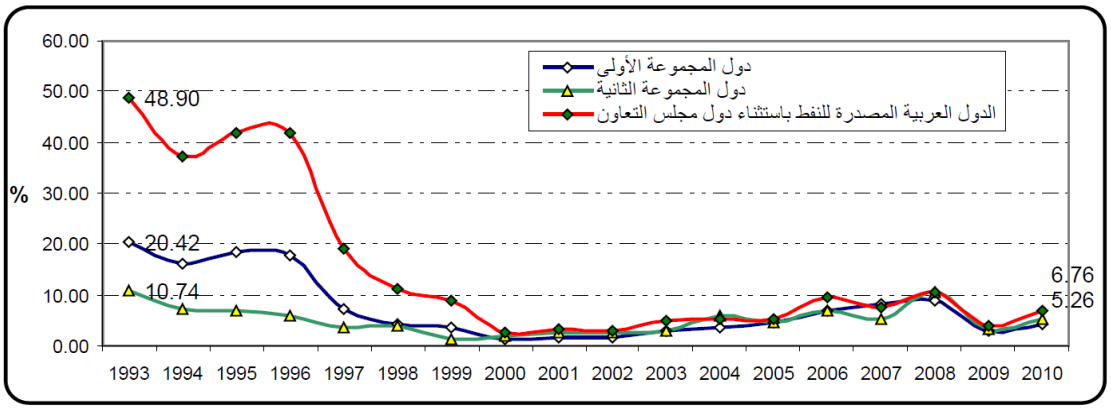
**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

كان دور السياسة النقدية في تمويل عملية النمو الاقتصادي محدود جدا على اعتبار أن معظم السلطات النقدية في الدول العربية اتجهت نحو انتهاج سياسة سعر صرف ثابت لعملتها مقابل الدولار وجعلها هدف نهائي للسياسة النقدية وتطلب تحقيق هذا الهدف الذهاب نحو التحكم في مستويات السيولة المحلية وجعلها كهدف وسيط من خلال استعمال أداة سعر الفائدة وكان ذلك بطبيعة الحال على حساب استقلالية السياسة النقدية والتحكم في التدفقات الرأسمالية المتجهة نحو الاستثمار وبتالي كبح دورها في عملية تمويل النشاط الاقتصادي ، مما أدي الى مسايرة تغيرات السياسات النقدية العربية إلى نظيرتها في الدول المصدرة لعملة التثبيت ، هذا ما نتج عنه فشل السلطات النقدية في استخدام سياسة سعر الفائدة في دعم النمو الاقتصادي.

**ثالثا: تطورات معدل التضخم في الدول العربية**

شهدت معدلات التضخم في منتصف التسعينات ارتفاع كبير لمعدلاتها في الدول العربية، وصل في متوسطه 48.9 ٪ في الدول العربية المصدرة للنفط باستثناء دول الخليج ، في حين قدر

متوسط معدل التضخم في الدول الغير نفطية إلى حدود 20.42٪ ، ليبدأ بالانخفاض تدريجيا الى غاية سنة 2000 حيث وصل معدل التضخم للدول العربية مجتمعة الى أدنى مستوياته ، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:




**الشكل رقم (2-8):** تطور معدلات التضخم في الدول العربية (1994-2010)

**المصدر: هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي،2012، ص42.

إن ارتفاع الضغوط التضخمية خلال الفترة (1994-1997) كان نتاج لتوجه معظم الدول العربية لتنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي بداية من منتصف التسعينات ،وقد تميزت هذه الفترة بانخفاض قياسي لمستوى الدخل الحقيقي وتراجع معدلاته، في المقابل ارتفعت تكاليف المعيشة وكذا معدلات الإنفاق بسبب حرب الخليج (1990-1991) وما نتج عنها خاصة دول مجلس التعاون الخليجي، وشهدت معظم الدول العربية خلال الفترة المذكورة ارتفاع العديد من أسعار السلع و الخدمات على غرار السودان ومصر وسوريا نتيجة لرفع الدعم الحكومي للأسعار على بعض السلع.

كان لارتفاع العجوزات في الموازنات الحكومية للاقتصاديات العربية هو الأخر سببا في ارتفاع معدلات التضخم خاصة الدول النفطية كالجزائر والعراق والكويت والسعودية، كل هذه الظروف

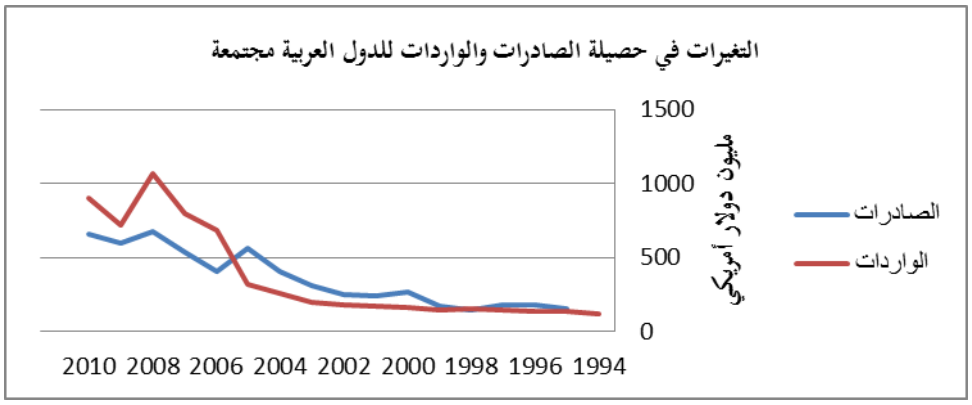
ساعدت على ارتفاع التضخم، وإزاء ذلك تبنت معظم الدول العربية سياسات نقدية مالية انكماشية لامتصاص السيولة المحلية الزائدة، بالموازاة مع ذلك قامت بتخفيض نفقاتها العامة من خلال جملة الإصلاحات المالية، وكذا الاهتمام بقطاع الإنتاج من أجل تحسين مردوديته بما يمكنها من تقليل عجز موازناتها.

إن ارتفاع أسعار النفط بداية من سنة 2000 أثر بشكل مباشر في ارتفاع السلع المصنعة المستوردة من طرف الدول العربية ، هذا ما ساهم في زيادة الضغوط التضخمية بحيث كان التضخم المستورد يشكل جزء هام من أجمالي التضخم لاقتصاديات الدول العربية ، لكن بالمقابل فإن ارتفاع صادرات الدول النفطية العربية قلل من الآثار التضخمية على عكس المجموعة الثانية للدول العربية المستوردة للنفط التي لم تستفيد من ارتفاع أسعار النفط. نتج عن ذلك انخفاض للقدرة الشرائية للأفراد ما أرغم الحكومة على رفع الأجور نتج عنه ارتفاع النفقات العامة وبتالي اتسعت فجوة العجز في الموازنات الحكومية زاد من ارتفاع التضخم على طول الفترة (2000-2008) بالرغم من تدخل السلطات النقدية للدول العربية لامتصاص الفائض في السيولة وخاصة فيما يتعلق بزيادة صافي الأصول الأجنبية. وبالرغم من ارتفاع معدلات التضخم الا أنها تعتبر منخفظة إذا ما قورنت بما كانت عليه خلال فترة التسعينات حيث تراجعت من 30% في المتوسط إلى 6 % في المتوسط خلال الفترة بين 2000 و 2011.

يتضح مما سبق أن السياسة النقدية في الدول العربية قد عملت بشكل كبير في تحقيق الاستقرار السعري واستقرار أسعار الصرف بما يعزز الاستقرار الاقتصادي في الدول العربية ، إلا أن دورها فيما يتعلق بالحد من مخاطر التوسع المفرط في السيولة لم يكن معززا للاستقرار الاقتصادي على اعتبار أن دورها في مواجهة الأزمات لا يزال محدود نسبيا خاصة في الدول التي تعتمد نظام صرف ثابت.

**المطلب الثالث : تطور التجارة الخارجية للدول العربية**

إن تغيرات أسعار النفط العالمية تؤثر بشكل مباشر وجلي على الأوضاع الخارجية للاقتصاديات العربية عامة والتجارة الخارجية خاصة ،والشكل التالي يبين أهم التغيرات في لحصيلة الصادرات والواردات للدول العربية مجتمعة.




**الشكل رقم (2-9)**: حصيلة الصادرات والواردات للدول العربية مجتمعة.

**المصدر**: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنوات مختلفة.

حيث ساهم ارتفاع أسعار النفط العالمية سنة 2000 في ارتفاع قيمة الصادرات العربية إلى 243313 مليون دولار مقابل 169955مليون دولار سنة1999 بنسبة ارتفاع تقدر43.16 % بعدما شهدت الفترة ما بين 1994وسنة 2000 ثبات نسبي قي قيمة الصادرات ، وقد فاق معدل نمو قيمة الصادرات العربية لعام 2000 معدل نمو الصادرات العالمية الذي بلغ نحو 12.5% ذلك العام. وبذلك، ارتفعت حصة الصادرات العربية في الصادرات العالمية لتصل إلى نسبة حوالي 3.9 %وذلك مقارنة بنسبة 3.1% عام 1999. وفي جانب الواردات ، أظهرت قيمة واردات الدول العربية كمجموعة زيادة بنسبة5.6%لتبلغ 15624.5 مليون دولار عام 2000، مقارنة بحوالي 13631.2 مليون دولار في العام السابق . ونظراً لأن الواردات العالمية سجلت معدل نمو أعلى من معدل زيادة الواردات وبمقدار 12.5%عام 2000 ، فقد تراجعت حصة الواردات العربية

في الواردات العالمية بصورة طفيفة لتبلغ 2.4 %، وذلك مقارنة بنسبة 2.5 %في العام السابق[1]. وقد سجل الميزان التجاري سنة 2000 فائضا في حدود 88 مليار دولار، وهو ما يمثل ضعف الفائض التجاري المحقق في كل من عامي 1996و1997، حيث سجلت الدول المصدرة للنفط تحسنا في موازينها التجارية على غرار السعودية والامارات والكويت والجزائر، في المقابل حققت الدول الغير نفطية في أغلبها عجزا في موازينها التجارية مثل الاردن ومصر و لبنان.

وتعتبر سنة 2003 البداية لفترة جديدة شهدت الصادرات العربية مجتمعة منحى تصاعدي وذلك نتيجة لارتفاع أسعار النفط العالمية حيث حققت قيمة التجارة الخارجية الإجمالية للدول العربية نمواً متميزاً خلال عام2004، فاق نسب النمو السنوية المسجلة منذ عام 2001 .فقد أدت القفزة الكبيرة في أسعار النفط الخام، والتي ابتدأت في منتصف العام 2004 إلى تنامي قيمة الصادرات العربية الإجمالية من 309 مليار دولار عام 2003 إلى 407 مليار دولار عام 2004 ، أي بنمو نسبته31.7 % . وقد تجاوزت نسبة نمو الصادرات العربية عام 2004 نسبة نمو الصادرات العالمية التي بلغت21.3% في ذلك العام، وبذلك ارتفعت حصة الصادرات العربية في الصادرات العالمية من 4.1%عام2003 إلى 4.4 %عام 2004 وعلى صعيد الواردات، فقد سجلت الواردات العربية الإجمالية أيضاً نمواً استثنائياً، حيث تنامت بنسبة 31.1 % من 203.1 مليار دولار في العام 2003 إلى 266.2 مليار دولار في العام 2004. ولم يسفر النمو الكبير في الواردات العالمية الذي وصل إلى 22.1 % عام 2004 عن تغير يذكر في حصة الواردات العربية في الواردات العالمية [2]. وقد تواصل التحسن في الميزان التجاري للدول العربية مجتمعة حتى سنة 2009 أين انعكس التراجع الحاد في تدفقات التجارة العالمية في أعقاب الأزمة المالية

[1]- **صندوق النقد العربي**،التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2001 ، ص 252.

[2]- **صندوق النقد العربي** ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2005، ص 251

العالمية على التجارة الخارجية العربية في عدة جوانب .فقد أدى انكماش الطلب العالمي على النفط والتراجع في أسعاره العالمية، الذي بدأ في النصف الثاني من عام 2008 وامتد إلى عام2009 ، إلى انخفاض حاد في الصادرات النفطية للدول العربية .كذلك فإن انكماش الطلب في أسواق الشركاء التجاريين الرئيسيين للدول العربية والناجم عن دخول الاقتصاد العالمي في فترة ركود أدى بدوره إلى انخفاض الصادرات العربية للسلع المصنعة، هذا بالإضافة إلى تأثيرات الأزمة المالية العالمية على تمويل التجارة الخارجية والتي تمثلت في تشدد المصارف في تقديم التمويل للتجارة الخارجية من خلال اشتراط الضمانات المصرفية من المتعاملين لتمويل الصفقات التجارية، وتقليص الفترات المتاحة لهذا التمويل وزيادة تكاليف تمويل التجارة. وكمحصلة لهذه العوامل فقد تراجعت الصادرات الإجمالية للدول العربية بصورة حادة في عام 2009، حيث بلغت قيمتها حوالي 730.9 مليار دولار مقارنة مع نحو1,068 مليار دولار في عام 2008، أي بانخفاض نسبته 32%،في المتوسط .وقد تجاوزت نسبة انخفاض الصادرات العربية نسبة انخفاض الصادرات العالمية التي بلغت22.6 % في عام 2009 ، مما أدى إلى تراجع حصة الصادرات العربية في الصادرات العالمية من 6.7 % في عام 2008 إلى 5.9 %في عام2009 وفي جانب الواردات الإجمالية العربية، فقد تراجعت أيضاً ولكن بنسبة أقل من تراجع الصادرات الإجمالية العربية، إذ بلغ إجمالي الواردات العربية نحو 603 مليار دولار في عام 2009 مقارنة بحوالي 705 مليار دولار في عام 2008 أي بانخفاض نسبته 14.4 %، في المتوسط .ولقد تأثرت الواردات الإجمالية العربية بتباطؤ النشاط الاقتصادي في الدول العربية من جراء تأثيرات الأزمة العالمية، غير أن الإجراءات والبرامج المالية التحفيزية لدعم الاقتصاد في مواجهة الآثار السلبية للأزمة عملت على تخفيف حدة تراجع الواردات العربية .وقد ارتفعت حصة الواردات العربية في الواردات العالمية من 4.3% في

عام 2008 لتصل إلى 4.8 %في عام 2009[1]. استعادت الصادرات الإجمالية العربية نموها في عام 2010، ثم ارتفعت مجدداً في عام 2011 مسجلة زيادة بنسبة30.6% لتبلغ حوالي195.8، 1مليار دولار مقارنة مع نحو 915.7 مليار دولار في عام 2010 .وقد تفوقت نسبة زيادة قيمة الصادرات الإجمالية العربية على نسبة زيادة قيمة الصادرات العالمية في عام 2011 ، الأمر الذي أدى إلى زيادة وزن الصادرات العربية في الصادرات العالمية ليصل إلى نسبة 6.6% مقابل6.0%في العام السابق.أما بالنسبة لأداء الواردات الإجمالية العربية، فقد حققت قيمتها زيادة بنسبة 12.8% في عام 2011 لتبلغ حوالي752.6 مليار دولار، بعد أن كانت نحو 667.1 مليار دولار في عام 2010. ولقد ساهمت في زيادة الواردات الإجمالية العربية مجموعة من العوامل من أهمها زيادة واردات الدول المصدرة للنفط، في ضوء زيادة الإنفاق العام فيها، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار استيراد النفط الخام بالنسبة للدول المستوردة له إضافة إلى ارتفاع الأسعار العالمية لبعض السلع الغذائية .وقد انخفضوزن الواردات العربية في الواردات العالمية بصورة طفيفة من نسبة 4.3%في عام2010 إلى 4.1%في عام 2011[2].

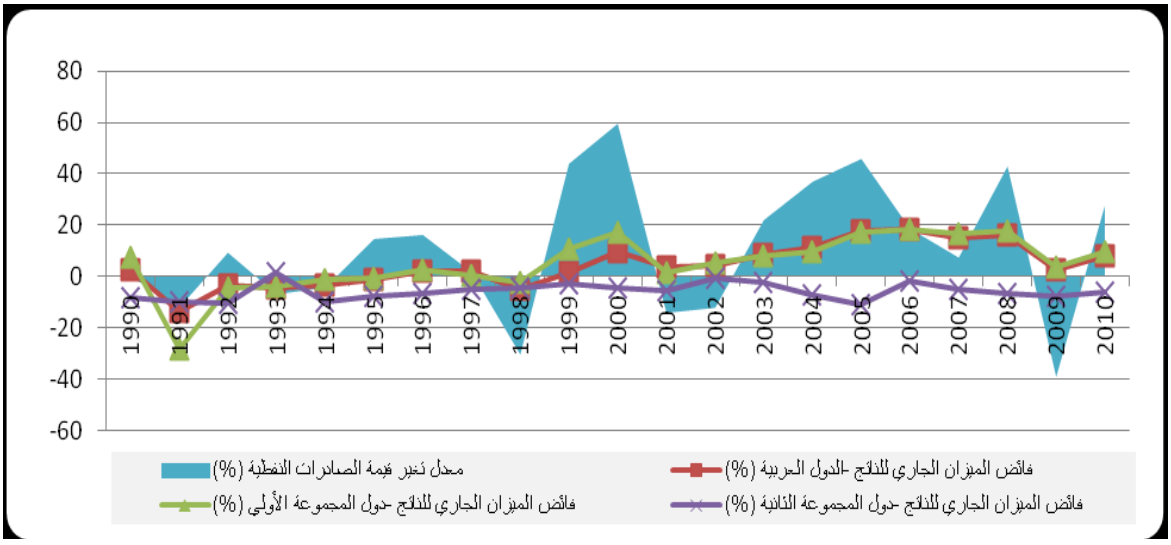
وعلى **صعيد التنوع في الهياكل التصديرية**، تعاني العديد من الدول العربية من التركز السلعي للتجارة الخارجية بما يعرض الموازين التجارية وحصيلة النقد الأجنبي المتدفقة لهذه الدول لتقلبات حادة بسبب التغيرات في اتجاهات النمو الاقتصادي العالمي وشروط التبادل الدولية .فعلى صعيد التركز النوعي تسيطر الصادرات النفطية على نحو 70 % من مجمل الصادرات العربية، الأمر الذي زاد من حدة ارتباط التوازنات الداخلية والخارجية في عدد كبير من الدول العربية بأداء الصادرات النفطية. أما فيما يتعلق **بتوازن موازين المعاملات الجارية** فقد تأثرت الأوضاع الخارجية

[1]– **صندوق النقد العربي** ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010، ص 167.

[2] –التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2012ص166.

للدول العربية كمجموعة سلبا بالتراجع المستمر في أسعار النفط وسجلت معظم الدول العربية عجوزات في موازينها الجارية خلال الفترة أدت إلى ارتفاع مستويات الدين العام الخارجي بشكل ملحوظ وتراجع مستويات الاحتياطات الرسمية .في المقابل تعتبر الفترة ما (2003-2008) مميزة للدول العربية كمجموعه نظرا لعدد من العوامل من أهمها تحسن عائدات الصادرات النفطية وارتفاع متحصلات قطاع الخدمات نتيجة لتحسن نشاط السياحة في عدد من الدول العربية مثل مصر وتونس والمغرب، وحرص بعض الدول العربية على ترشيد وارداتها رغم ارتفاع صادراتها النفطية[1].

وقد أدت هذه التطورات إلى تسجيل الدول العربية كمجموعة لفوائض في موازين المعاملات الجارية خلال الفترة ما بين سنة 2003 و 2010 بلغت مستويات قياسية مقارنة بالفترة ما قبل سنة2002، حيث تحولت من عجز بلغت نسبته % 2.3 من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الأولى إلى فائض بلغت نسبته 10.5%خلال الفترة الثانية.




**الشكل رقم (2-10)**: نسبة العجز أوالفائض للموازين الجارية للدول إلى الناتج المحلي الخام للدول العربية ومعدل تغير قيمة الصادرات النفطية خلال الفترة (1990-2010)

المصدر: هبه عبد المنعم ،**أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين**: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي،2012 ، ص51.

[1]- **هبه عبد المنعم** ،مرجع سبق ذكره، ص50.

## المبحث الثالث: انعكاسات المتغيرات الاقتصادية الدولية والاقليمية على الاقتصاد العربي

إن العالم العربي بلا شك يمثل جزءا من العالم ككل، ولا يمكن وفقا لذلك اعتبار إقتصادياته بمعزل عن المتغيرات التي يمكن رصدها على صعيد المشهد الإقتصادي العالمي. فمما يزيد من أهمية انعكاس المعطيات الدولية على إقتصاديات الوطن العربي هو انكشاف الإقتصاديات العربية ممثلا في نسبة التجارة الخارجية ،حيث يمكن رصد انعكاسات المتغيرات الاقتصادية الدولية على الاقتصاد العربي من خلال تغيرت اسعار المواد الأولية وحجم الطلب عليها كدلالة لتطور حجم النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية الكبرى من جهة ، ومن جهة أخرى من خلال الأزمات المالية التي مر بها الاقتصاد العالمي وانعكاساتها على الاقتصاد العربي بداية من أزمة دول جنوب شرق أسيا إلى أزمة اليورو ومرورا بأزمة الرهن العقاري الأمريكية.

### المطلب الأول: التطورات الاقتصادية الدولية خلال الفترة 1994-2012

شهدت المتغيرات الاقتصادية العالمية عدت تقلبات نتيجة تأثرها بمختلف الظروف الاقتصادية والسياسية مكنت هذه المتغيرات من تشكيل دورة اقتصادية ضمت كل مراحلها خلال الفترة بين1994-2012، وهذا من انعكس بشكل جلي على الاوضاع الاقتصادية الداخلية والخارجية للدول المتقدمة ، ويمكن تحليل التطورات الاقتصادية الدولية من خلال:

#### أولا: نمو الاقتصاد العالمي

اتسم معظم عقد التسعينات بتسجيل معدلات نمو عالية خاصة بالنسبة لدول شرق آسيا التي أطلق عليها آنذاك النمور الآسيوية الأمر الذي حدى بالمؤسسات الدولية المتخصصة إلى إثراء أدبيات الاقتصاد حول هذه الظاهرة كان أهمها كتاب البنك الدولي حول المعجزة الآسيوية .إلا أن

كثافة وزخم النمو الذي عرفته تلك الدول في التسعينات كان أكبر من قدرتها على استيعابه نظراً لعدم جاهزية البنية الأساسية المؤسسية والتشريعية للتعامل بسلاسة مع وتيرة عالية من الأنشطة الاقتصادية الأمر الذي أدى في النصف الثاني من عقد التسعينات إلى اختناقات انعكست في شكل أزمة مالية أدت إلى هروب رؤوس الأموال وتدهور قيمة العملات المحلية وتراجع معدلات النمو الاقتصادي. إلا أن الدول النامية بما فيها الدول الآسيوية استطاعت التعافي في فترة قياسية حيث بدأت من جديد في تثبيت أقدامها على طريق النمو والاستقرار المالي والاقتصادي المستدام. منذ ذلك الوقت وحتى الآن أصبحت هذه الدول تحقق تقدماً ونمواً اقتصادياً وخاصة على صعيد جذب الاستثمارات وتطور الإنتاج وتوسع الصادرات .وقد انعكست هذه الأمور في شكل اضطراد مستويات عالية من النمو وتحسن ملموس في مستوى المعيشة وتحقيق فوائض مالية كبيرة وارتفاع في دخل الفرد .ووصل الحال ببعض هذه الدول إلى الاستغناء عن قروض صندوق النقد الدولي واستطاع البعض الآخر تسديد ديونه إلى الصندوق في وقت مبكر مثلما تم في حالة كل من الأرجنتين والبرازيل. هذا التطور الكبير في أوضاع الدول النامية أحدث تحولاً في موازين القوى الاقتصادية حيث لم يعد نمو الاقتصاد العالمي يعتمد على اقتصاديات الدول المتقدمة بل إن قاطرة نمو الاقتصاد العالمي أصبحت تستند إلى ديناميكية النمو في الظروف الحالية .وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى عدة مؤشرات من شأنها توضيح التغير الذي طرأ على موازين القوى الاقتصادية على صعيد العالم[1].

–هناك فارق كبير بين معدلات النمو الاقتصادي للدول النامية والدول الغربية حيث أنه في سنة 2012 وصل متوسط النمو في الدول النامية إلى7 %، يقتصر هذا المعدل على مستوى

[1]– **جاسم المناعي،** التغير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصادات العربية (فرص و تحديات) ، ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر " العرب في بيئة دولية متغيرة" ، مركز الخليج لدراسات، الشارقة ، لامارات العربية المتحدة ، سنة 2008 ، ص –ص 3–5.

2%أو أقل في الدول الغربية وفي بعض الحالات يكون مثل هذا التفاوت كبيراً جداً مثل حالة الصين التي ينمو اقتصادها بما يتجاوز 11%والاقتصاد الأمريكي الذي يتوقع أن لا يتجاوز نموه هذا العالم1% وعلينا أن نتصور تأثير مثل هذا التفاوت في معدلات النمو إذا أخذنا في الاعتبار استمرار مثل هذا التباين لصالح الدول النامية لعدة عقود من الزمن ولا يقتصر فقط على عام واحد.

–في الوقت الذي تعاني فيه أهم الاقتصاديات الغربية مثل الاقتصاد الأمريكي والبريطاني من عجوزات واختلالات مالية نجد أن كثيراً من الدول النامية اليوم تتمتع بتوازنات وفوائض مالية هامة؛

– وبعكس ما كان عليه الحال في القرن الماضي فإن الدول النامية أصبحت اليوم مصدر لرؤوس الأموال ومستثمراً على المستوى الدولي بدلاً من أن تكون متلقياً فقط لرؤوس الأموال. إن ظاهرة صناديق الثروات السيادية تمثل شركات استثمار كبيرة مملوكة للدول النامية تستثمر أساساً في الدول الغربية وتعتبر هذه الظاهرة معاكسة لما تعودنا عليه في السابق من حيث أن الاستثمارات تأتي إلى الدول النامية من الغرب وليس العكس. سوف نتطرق مرة أخرى لهذا الموضوع لاحقاً عند محاولة التعرف على تأثير تطورات البيئة الاقتصادية الدولية على الاقتصاديات العربية؛

إذاً هناك تحول في موازين القوى الاقتصادية على الصعيد الدولي وهناك تزايد لأهمية ودور اقتصاديات الدول النامية الأمر الذي يشكل اليوم أهم المتغيرات في البيئة الاقتصادية الدولية.

**ثانيا: التضخم وارتفاع أسعار موارد الطاقة والمواد الأولية والمواد الغذائية**

لا شك أن أحد أهم المتغيرات على صعيد البيئة الاقتصادية العالمية حالياً هو الارتفاع الكبير والمتسارع في أسعار موارد الطاقة وأسعار المواد الأولية والمواد الغذائية .وظاهرة ارتفاعات الأسعار لها حسبما يبدو علاقة بالمتغير الأول الخاص بتزايد أهمية الاقتصاديات النامية .وسواء تعلق الأمر بارتفاع أسعار موارد الطاقة أو أسعار المواد الأولية أو المواد الغذائية فجميعها لها علاقة بمستوى التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي وصلت إليه الاقتصاديات النامية. على صعيد موارد الطاقة والتي أهمها النفط فكما شاهدنا بأن سعر النفط بدأ في حقيق ارتفاع كبير في سعره ولايزال منذ عام 2003 حيث تواصل هذا الارتفاع إلى أن تجاوز السعر أكثر من 115 دولار للبرميل حتى مطلع سنة2012 .وبالطبع فإن استمرار معدلات النمو الاقتصادي لدول نامية هامة مثل الصين والهند لمدة أكثر من ثلاثة عقود من الزمن تطلب كميات متزايدة من الطاقة والنفط بشكل خاص هذا في الوقت الذي وصلت الطاقة الإنتاجية للدول المصدرة للنفط إلى أقصاها تقريباً دون حصول اكتشافات نفطية جديدة هذا عدا عن تراجع الاحتياطيات في بعض مناطق الإنتاج التقليدية الأمر الذي أدى إلى الشعور بتوجه العالم إلى وضع يندر فيه المعروض من النفط في الوقت الذي يشتد الطلب عليه بفعل معدلات النمو الاقتصادي في الدول النامية. هذا الوضع أدى إلى ارتفاعات كبيرة ومستمرة في أسعار النفط التي انعكست في ارتفاعات مماثلة لكثير من المنتجات والخدمات التي تعتمد على البترول وعلى المنتجات النفطية. هذا ما حصل أيضاً مع المواد الأولية الداخلة في الصناعة أو البناء مثل الحديد والألمونيوم والنحاس والإسمنت وغيره والتي ارتبط زيادة الطلب عليها بمعدلات عالية من النمو الاقتصادي المرتفع في كثير من الدول النامية في الوقت الذي لم يستطع عرض هذه المنتجات أن يُجاري قوة وسرعة الطلب، الأمر الذي انعكس في ارتفاعات قياسية في أسعار هذه المواد بشكل أصبح يؤثر على تكاليف الإنتاج ويرفع بشكل كبير من مستويات التضخم

على مستوى العالم وإن كان بدرجات متفاوتة. هذا ينطبق أيضاً على أسعار المواد الغذائية والأساسية منها بشكل خاص مثل الأرز والقمح والذرة وغيرها والتي ارتفعت أسعارها مؤخراً بشكل غير مسبوق. إن الارتفاع الكبير في أسعار المواد الغذائية يرجع في جزءٍ منه إلى ظروف مناخية واستنفاذ المساحة القابلة للزراعة في بعض المناطق، إلا أن هذا الارتفاع يرجع أيضا إلى عوامل أخرى مثل محاولة بعض الدول الغربية تحويل استخدام بعض المواد الغذائية مثل الذرة إلى وقود حيوي بديل للبترول الأمر الذي أدى إلى نقص المعروض من هذه المواد للأغراض الغذائية .لكن يبقى سبب رئيسي في ارتفاع أسعار المواد الغذائية راجع إلى التحسن الكبير في مستويات المعيشة لدى كثير من الدول النامية التي حققت معدلات نمو اقتصادي كبير خلال العقود الثلاثة الماضية. ففي حالة بلد مثل الصين الذي يسكنه ما يزيد عن 1.3 مليار من البشر فقد تغيرت العادات الاستهلاكية مع تحسن مستويات المعيشة حيث زاد الطلب على اللحوم ومنتجات الألبان الذي استدعى مزيداً من استهلاك الحبوب في شكل أعلاف للمواشي .إن استهلاك الفرد في الصين من اللحوم زاد من 31 كيلو غرام في عام1990إلى حوالي 60 كيلوغرام وفقاً لإحصاءات المنظمة العالمية للأغذية والزراعة (الفاو) [1].

إن ظاهرة ارتفاع أسعار موارد الطاقة والمواد الأولية والمواد الغذائية بشكل كبير قد أدت مؤخراً إلى تفشي ظاهرة التضخم على مستوى دول العالم حيث أصبح التضخم اليوم أحد أكبر الهموم الاقتصادية في الدول النامية والدول المتقدمة على حدٍ سواء.

[1]- **جاسم المناعي** ، مرجع سابق ، ص – ص 6- 7 .

**ثالثا: حالة الاقتصاد الأمريكي على ضوء أزمة الرهن العقاري**

نظرا لأهمية وثقل الاقتصاد الأمريكي وارتباط اقتصاديات العالم بما فيها الاقتصاديات العربية بما يحدث لهذا الاقتصاد، فمن الصعب التطرق إلى البيئة الاقتصادية العالمية دون الإشارة إلى ما يجري في الاقتصاد الأمريكي وانعكاساته على الاقتصاد العربي.

خلال فترة الإدارة الأمريكية الحالية التي استمرت ثمانية سنوات تقريباً تحول فيها الاقتصاد الأمريكي تدريجياً من حالة كان يحقق فيها معدلات نمو اقتصادية كبيرة نسبياً ويتمتع بفوائض مالية هامة وعملة قوية إلى حالة يتدنى فيها مستوى النمو الاقتصادي ويعاني فيها من اختلالات وعجوزات مالية وتصل فيها العملة الأمريكية إلى مستوى متدني جدا. بدون شك فإن الإنفاقات العسكرية التي ترتبت على غزو العراق وأفغانستان والاستمرار في الإنفاق على هذه الحروب لها علاقة وثيقة بالعجوزات والاختلالات المالية .هذه الإنفاقات الكبيرة كانت سبباً رئيسياً في تحول الفوائض المالية إلى عجز ومديونية كبيرة. وأمام هذه العجوزات التي اضطرت الحكومة الأمريكية إلى اللجوء إلى الاستدانة فلم يكن هناك مفر من انخفاض قيمة العملة الأمريكية كنتيجة لهذه العجوزات المالية وارتفاع المديونية. وقد زاد من تدهور الأوضاع الاقتصادية الأمريكية دخول الاقتصاد الأمريكي في أزمة مالية أو بما يسمى بأزمة الرهن العقاري سنة 2008، ادخلت الاقتصاد الامريكي في ركود اقتصادي لم تبرز بودر التعافي منه الا خلال السنتين الماضيين وتجاه هذه الأوضاع الصيف الماضي بدأت تتكشف أزمة مالية كبيرة أخذت تتفاقم مع مرور الوقت سارعت السلطات الأمريكية إلى توظيف كل من السياسة النقدية والسياسة المالية للمساعدة في إنقاذ الوضع، فعلى صعيد السياسة النقدية فبالإضافة إلى ضخ سيولة كبيرة في الاقتصاد فإن البنك الاتحادي الفدرالي عمل أيضاً على تخفيض سعر الفائدة عدة مرات وبشكل كبير وذلك للتخفيف من أعباء مديونية الأفراد والمؤسسات وفي نفس الوقت لتخفيض تكاليف الاقتراض .هذا كما أن فعالية

كل من السياسة المالية والسياسة النقدية كانت محدودة على ضوء الظروف الصعبة التي مر بها الاقتصاد الأمريكي والمتمثلة في عجوزات مالية كبيرة وتدني هائل للعملة الأمريكية.

**رابعا: أزمة الديون السيادية الأوروبية**

تعتبر أزمة اليونان المالية من أكبر تحديات النظام العالمي الجديد وأيضا أكبر تحد للاتحاد الأوروبي منذ تأسيسه ليس على الجانب الاقتصادي فحسب بل أيضا على الجانب السياسي، حيث أطاحت الأزمة بثماني حكومات أوروبية .فقد أدت الأزمة المالية العالمية لعامي 2008 و 2009إلى ركود اقتصادات دول الاتحاد الأوروبي، كما فاقمت الأزمة من مشكلات اليونان التي شهدت زيادة في عجز الموازنة وارتفاع في نسبة البطالة لتصل إلى 21.1 %في شهر فبراير. 2010 ومع استمرار الضعف الاقتصادي وزيادة الإنفاق اضطرت الحكومة اليونانية إلى مضاعفة الاقتراض في السنوات السابقة للأزمة المالية وخلالها، في وقت انخفضت فيه أسعار الفائدة، مما يعني ارتباط أزمة اليونان بشكل وثيق بالأزمة المالية العالمية حيث ضرب الركود الاقتصادي العالمي بعمق الاقتصاد اليوناني. وقد عمدت اليونا ن وعدد من دول منطقة اليورو إلى ضخ السيولة لتحفيز الاقتصاد فتم اللجوء للاستدانة الخارجية والتي تضمنت وأدت إلى العجز عن سداد الديون السيادية .فقد وصلت الديون السيادية في إيطاليا إلى 1.7 تريليون يورو، وفي إسبانيا 700 مليار يورو، وفي اليونان 350 مليار يورو، ويتضح حجم مشكلة اليونان في ضوء حجم الناتج المحلي لليونان والذي يشكل حوالي 3%من الناتج المحلي لمنطقة اليورو، ولكن عجز الموازنة العامة في اليونان يشكل 13% من الناتج المحلي الإجمالي للمنطقة، وهذا يمثل خمسة أضعاف ما هو مسموح به في منطقة اليورو. وقد ساهم في تفاقم أزمة الديون الأوروبية غياب الثقة في الأسواق الأوروبية نتيجة للموقف السلبي لبعض دول الاتحاد الأوروبي في بداية الأزمة تجاه اليونان، حيث

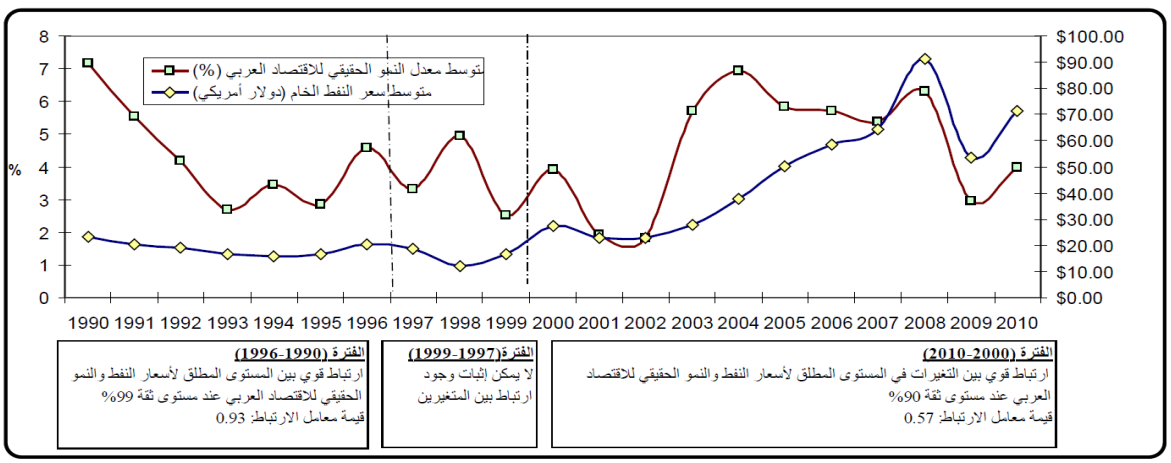
أعلنت بعض الحكومات صراحة عن عدم تقديم أي عون لها رغم أن ديونها وقتها لم تكن تتعدى 300مليار يورو، وهو ما انعكس أثره سلبا على جميع الأسواق الأوروبية .وفي الوقت نفسه لا يمكن إهمال أسباب تلك الأزمة من خلال وجود اتحاد أوروبي نقدي مع انفصام في السياسة المالية، وغض الطرف عن التجاوزات المالية الحاكمة لهذا الاتحاد وفقا لاتفاقية ماستريخت، وخاصة سجل الديون في العديد من دول الاتحاد وفي مقدمتها اليونان. وقد عمدت دول الاتحاد الأوروبي إلى علاج أزمة الديون، حيث أقر قادة الاتحاد الأوروبي اتفاقاً مالياً يضمن تشديد ضبط الميزانيات ووضع حد للدين العام لدول الاتحاد، وفرض عقوبات تلقائية بحق الدول المخالفة، والبدء في إنشاء اتحاد مالي، رغم رفض بريطانيا والمجر والدنمارك لهذا الاتفاق .كذلك تم إنشاء صندوق إنقاذ بقيمة 440 مليار يورو استفادت منه إيرلندا بمبلغ85مليار يورو في عام 2010، واليونان بمبلغ 110 مليارات يورو في عام 2010 و160 مليار يورو في عام 2011 والبرتغال 87 مليار يورو في عام 2011. فضلاً عن التقشف في الميزانيات من خلال خفض النفقات والرواتب وزيادة الضرائب وقد لقيت الإجراءات رفضاً شعبياً واحتجاجات واسعة.

وبالرغم من تلك الجهود إلا أن خطر الإفلاس ظل يحيط ببعض دول الاتحاد الأوروبي وفي مقدمتها اليونان وإيرلندا والبرتغال، ومن ثم فان تداعيات أزمة الديون المتفاقمة في منطقة اليورو أثرت على استقرار النظام المالي العالمي .[1]

[1]- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، سنة 2012 ، ص 4 .

## المطلب الثاني: أثر تغيرات أسعار المواد الأولية على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1994-2012

تتأثر اقتصاديات الدول العربية بشكل مباشر بأسعار المواد الأولية عموما وأسعار النفط خصوصا وهذا حسب طبيعة الاقتصاديات العربية ما بين مجموعة الدول العربية المصدرة للنفط والدول العربية المستوردة له.وشملت تأثيرات تغيرات أسعار النفط مختلف المؤشرات الإقتصادية العربية، فقد ارتبط النمو الاقتصادي للدول العربية مجتمعة ارتباطا وثيقا بتقلبات أسعار النفط، وهذا ما أبرزته دراسة لصندوق النقد العربي ، حيث أثبتت الدراسة وجود ارتباط بين اسعار النفط والنمو الإقتصادي للدول العربية مجتمعة وصل الى حدود 0.93% خلال الفترة ما بين(1990-1996)، لينخفض معدل الارتباط للأداء الاقتصادي بتقلبات أسعار النفط خلال الفترة ما بين (1999-2010) إلى مستوى 0.57% وهذا ما يدل على انخفاض درجة حساسية أسعار النفط بالأداء الإقتصادي العربي كنتيجة للإصلاحات الإقتصادية التي قامت بها أغلبية الدول العربية مما مكنها من إعادة التوازنات الكلية الداخلية والخارجية لإقتصادياتها .




**الشكل رقم (2-11):** تطور أسعار النفط والنمو الحقيقي للاقتصاد العربي وقيم معامل الارتباط خلال الفترة بين 1990 – 2010

**المصدر: هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي،2012، ص30.

إن إرتفاع أسعار النفط بداية من سنة 2003 قد وفرت للدول العربية النفطية على الأقل إيرادات مالية كبيرة ساهمت في زيادة الإنفاق على كثير من المشاريع الإنتاجية والعقارية ومشاريع مرافق البنية الأساسية .كذلك فإن تزايد الإيرادات المالية قد ساعد دول كثيرة في العالم العربي على بناء احتياطيات أجنبية هامة لم تقتصر على دول الخليج بل دول عربية أخرى مثل مصر والجزائر استطاعت تكوين احتياطيات مالية كبيرة. تقدر احتياطيات مصر بما يتجاوز 30 مليار دولار هذا بينما تجاوزت احتياطيات الجزائر ما يزيد عن 100 مليار دولار خلال سنة 2010. هذا وقد ساعدت الأوضاع المالية المواتية كذلك إلى تخلص بعض الدول العربية من مديونياتها الخارجية كحالة الجزائر التي انخفضت مديونيتها الخارجية من مستويات عالية إلى التخلص بشكل كامل تقريباً من هذه المديونيات .وقد انعكس التحسن المالي للدول النفطية في مستوى الأداء الاقتصادي حيث ساعدت الاستثمارات الكبيرة على رفع معدلات النمو إلى مستويات كبيرة نسبياً حيث تجاوزت معدلات النمو في بعض دول الخليج 10% سنوياً كما استطاعت مصر تحقيق ما يزيد عن 7% خلال السنوات الخمس الاخيرة إلى نهاية سنة2010 ، والذي يعتبر مستوى قياسي مقارنة بالسنوات السابقة .هذا وقد شمل التحسن الاقتصادي للدول العربية غير النفطية وذلك نتيجة لزيادة استثمارات الدول النفطية فيها هذا بالإضافة إلى زيادة تحويلات العمالة العربية المقيمة في دول الخليج .وقد ساعد هذا الوضع الاقتصادي الإيجابي إلى زيادة التعاملات الاقتصادية بين الدول العربية حيث زادت الاستثمارات البينية، كما زادت التجارة البينية بدرجة كبيرة بمعدل 15% سنوياً خلال السنوات الخمس الماضية إلى نهاية سنة 2012. وبدون شك فإن هذه التطورات تمثل فرص هامة ينبغي على الدول العربية الاستفادة منها أقصى ما يمكن. وتجدر الإشارة عند الحديث عن الاستثمارات أن الدول النفطية على ضوء الزيادة الكبيرة في الإيرادات المالية قد توجهت لتعزيز

استثماراتها في الخارج ضمن ما أصبح يسمى صناديق الثروات السيادية. وهذه الصناديق هي مؤسسات وهيئات الاستثمار التابعة لحكومات الدول النفطية.

وفي جانب اخر، صاحب ارتفاع معدلات التضخم في الدول الشريكة التجارية الرئيسية للدول العربية ارتفاع معدلات التضخم في غالبية الدول العربية، ففي الدول المصدرة الرئيسية للنفط أدت زيادة الايرادات النفطية إلى تويع الإنفاق الحكومي في تلك الدول وزيادة الضغوط التضخمية في اقتصاداتها. ومن ناحية أخرى ، فإن إرتفاع تكاليف استراد السلع الغذائية الرئيسية زاد من الضغوط التضخمية في الدول العربية والتي تعتبر معظمها دولا ذات صافي استراد لهذه السلع[1].

## المطلب الثالث : أثر الازمات المالية على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1994-2012

كان للأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وأزمة الديون لسيادية الإٍروبية سنة2011 الأثر الكبير على اقتصادات الدول العربية بدرجة متفاوتة وهذا حسب درجة إنفتاح الاقتصادات العربية، وكذا اندماجها بالأقتصاد العالمي بمختلف مكوناتهه على غرار الاقتصاد الأمريكي والاتحاد الأروبي.

### أولا: انعكاسات الازمة المالية العالمية على الاقتصاد العربي

وفي الوقت الذي كانت فيه الدول المتقدمة تعاني من الآثار السلبية للأزمة، تبين جلياً أن آثار الأزمة ستمتد لتطال كل دول العالم متضمنة الدول العربية، مع تباين مدى وطبيعة تأثر الدول العربية بالانعكاسات المختلفة للأزمة لاختلاف هياكل اقتصاداتها، ومدى اندماجها في الاقتصاد العالمي والتجارة الدولية، وتباين حيز السياسات المتاح لدى كل منها عند نشوء الأزمة .فالدول العربية النفطية، وبحكم أنها منكشفة بشكل كبير على أسواق النفط العالمية، تأثرت بتداعيات الأزمة من خلال هذه الأسواق والتي شكلت قنوات رئيسة لانتقال آثار الأزمة إلى اقتصاداتها في ضوء

[1] – التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2011، ص 13.

اعتمادها على النفط والغاز الطبيعي كمصادر أساسية للإيرادات المالية والنقد الأجنبي .وضمن هذه الدول كانت دول مجلس التعاون الخليجي هي الأكثر عرضة لتقلبات الأسواق المالية العالمية لما لديها من أنظمة مالية منفتحة على هذه الأسواق، بينما لا يرتبط القطاع المالي في الدول العربية النفطية الأخرى (الجزائر، العراق، ليبيا، السودان، واليمن )ارتباطاً مباشراً بالأسواق المالية العالمية ويعتمد إلى حد كبير على موارد الاقراض المحلي .أما الدول العربية غير النفطية، فقد تأثرت سلباً من جراء الصدمات الخارجية نتيجة لارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة وشرآائها التجاريين الرئيسيين في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة في ضوء الانكماش الاقتصادي التي شهدته هذه المناطق خاصة دول الاتحاد الأوروبي، وما ترتب عنه من تراجع في عائدات السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية. فبالنسبة للدول العربية النفطية، فقد تأثرت بالأزمة المالية العالمية إثر ظهور أزمة الرهن العقاري في النصف الثاني من عام 2008، مع ظهور هذه الآثار بشكل أوضح خلال عام2009.[1] فمع تراجع أسعار النفط بنسبة كبيرة بلغت حوالي 35 % نتيجة انكماش الاقتصاد العالمي تراجعت أرصدة الحسابات الخارجية المجمَّعة لدول مجلس التعاون من 22.7 %من الناتج المحلي الاجمالي في عام2008 إلى 7.2%في عام 2009.كذلك تحول فائض الحسابات الخارجية المجمعة للدول العربية النفطية الأخرى والبالغ حوالي 19.3%عام 2008 إلى عجز بنسبة 1.7%عام 2009، وتحول فائض الموازنة العامة المجمع لهذه الدول والبالغ حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي قبل الأزمة إلى عجز مالي بنسبة 5.3% في عام2009 وكمحصلة لهذه التطورات سجلت اقتصادات دول مجلس التعاون معدل نمو حقيقي سالب بلغ في المتوسط حوالي 0.1 مقارنة بحوالي 6.5 %في

[1] – **مصطفى قارة، نبيل دحدح، أحمد بدوي** ، الأزمة المالية العالمية وتحديات استعادة الاستقرار الاقتصادي وتحقيق النمو الشامل في الدول العربية ، صندوق النقد العربي ، سنة 2013 ، ص –ص 6-8 .

عام 2008، بينما تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وإضافة إلى تداعيات الأزمة على اقتصادات دول مجلس التعاون من خلال تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية، وفي ظل أجواء عدم التيقن التي شهدتها الأسواق المالية العالمية والارتباط الوثيق للقطاع المالي في دول مجلس التعاون بهذه الأسواق، ظهرت آثار الأزمة واضحةً على القطاع المالي في هذه الدول خلال الربع الثاني من عام 2008 مع فقدان بورصات دول المجلس لنحو 400 مليار دولار أمريكي وهو ما يمثل نحو 41 %من قيمتها السوقية، واتباع المصارف التجارية الخليجية استراتيجيات التقليل من المخاطر والتشدد في شروط الإقراض والتركيز على دعم القواعد الرأسمالية ، الأمر الذي أدى إلى تراجع نمو الائتمان المصرفي بصورة حادة وتراجع معدلات نمو القطاعات غير النفطية. أما بالنسبة للدول العربية غير النفطية، وبحكم أنها مستوردة صافية للنفط، فقد خفف تراجع أسعار النفط في عامي 2008 و2009 من وطأة الأزمة على اقتصاداتها ومكنها من توجيه دفعات مالية تنشيطية لحفز النمو .إلا أن هذه الدول، وفي ضوء تراجع النمو الاقتصادي العالمي، قد تأثرت وبدرجات متفاوتة بتراجع الايرادات المحصلة من الخارج نتيجة تراجع عائدات الصادرات والسياحة وتحويلات العاملين بالخارج في جانب المعاملات السلعية والخدمية، وتراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي والقروض الخارجية في جانب المعاملات المالية، مما أدى إلى إبطاء وتيرة النمو الاقتصادي والذي تراجع إلى 5 %في عام 2009 مقارنة بنحو 6.3 % في عام2008 وقد تأثر القطاع المالي في هذه الدول بشكل محدود نسبياً بتداعيات الأزمة المالية العالمية في ضوء محدودية اندماج القطاعات المالية بتلك الدول مع الأسواق المالية العالمية[1]، على الرغم من أن بورصات عدد من هذه الدول مثل مصر والأردن ولبنان قد تعرضت لضغوط مالية خلال عامي 2008و2009، حيث تراجعت مؤشرات أداء أسواقها المالية واتسعت فروق العائد على السندات

[1] التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010

السيادية تأثراً بالتطورات في أسواق المال العالمية، وهو ما يتضح من التحركات المشتركة في مؤشرات بورصات هذه الدول تماشياً مع المؤشرات المالية العالمية مثل مؤشر ستاندرد اند بورز 500، ولتطويق الآثار السالبة للأزمة المالية العالمية على اقتصاداتها، قامت الدول العربية بتبني سياسات متنوعة تضمنت سياسات مالية ونقدية، أو حزم تحفيزية على غرار الجهود التي قام بها عدد من دول العالم، وذلك لاحتواء الآثار السالبة للأزمة على القطاع المالي والمصرفي، وكذلك لدعم القطاعات الإنتاجية والخدمية ورفع معدلات النمو الاقتصادي والتشغيل، خصوصا بعد انتقال تأثير الأزمة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي. وركزت هذه السياسات بشكل عام على دعم الطلب المحلي في ظل تراجع الطلب الخارجي، وما ترتب عنه من انعكاسات سالبة على النشاط الاقتصادي ومعدلات البطالة، إما مباشرة عن طريق تبني سياسات مالية توسعية أو بشكل غير مباشر من خلال التيسير النقدي ودعم السيولة المصرفية.

**ثانيا: انعكاسات أزمة الديون السيادية على الاقتصاد العربي**

إن أزمة الديون في منطقة اليورو وما نجم عنها من تدابير التقشف التي اتخذتها الدول الأوروبية للسيطرة على عجز الموازنة، وهذه التدابير أثرت بالطبع على اقتصادات الدول العربية في عام 2011 من خلال انخفاض الطلب على صادراتها .فالاتحاد الأوروبي الشريك التجاري الأول للدول العربية يستوعب نحو 12.7% من الصادرات العربية كما أن25.4% من الواردات العربية تأتي من دول الاتحاد الأوروبي، ومن ثم فإن أي تباطؤ أو انكماش باقتصاد الاتحاد الأوروبي يؤثر سلب اً على اقتصادات الدول العربية[1].

أشار عدد من الاقتصاديين إلى إمكانية انعكاس مراحل الدورة الاقتصادية في سوق الأوراق المالية كون الأخيرة مرآة للنشاط الاقتصادي، فضلا عًما تحمله الدورة الاقتصادية بين مراحلها من

[1] التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، سنة 2012، ص15.

تقلبات في متغيرات الاقتصاد الكلي، تنعكس بصورة مباشرة أو غير مباشرة على أداء الأسواق المالية .بمعنى إن التأثير ألسببي يبدأ من النشاط الاقتصادي باتجاه السوق المالية وكما يلي:

– فمن ناحية يؤدي الكساد إلى تراجع عام في النشاط الاقتصادي، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب على إنتاج كل المنشآت وبطء حركة المبيعات أو تراجعها، وتميل الأرباح إلى التناقص (Profit) بشكل أسرع، بسبب ضرورة قيام المنشآت بتغطية تكاليفها الثابتة التي تلتزم بها) مثل فوائد الاقتراض (وهو ما يؤدي إلى خفض هوامش الربح بدرجة حادة، وانخفاض مقسوم الأرباح ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم تباعًا .أما في مدد الازدهار الاقتصادي، فقد ينتج عن زيادة الطلب على السلع والخدمات التي تنتجها المنشآت، زيادة في المبيعات والأرباح .وحتى المنشآت الضعيفة ماليًا يمكن أن تشهد زيادة في المبيعات والأرباح، الأمر الذي ينعكس مباشرة في زيادة الطلب على أسهم الشركات بعد ارتفاع أرباحها؛

–كذلك يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الطردية بين حالة النشاط الاقتصادي وارتفاع أسعار بعض الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم) ، على أساس أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سيكون له اثرإيجابي في طلب الأسهم، إذ أن زيادة الدخول الحقيقة للأفراد يساعدهم على ادخار كميات اكبر من الأموال، مما يدفع بهم إلى استثمار هذا الفائض (الادخار)النقدي في شراء الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها؛

–كما يمكن أن تؤثر تقلبات النشاط الاقتصادي في نشاط سوق الأسهم، إذا ما ترجمت نشاطات الشركات إلى أرباح أو خسائر، فقيم الأسهم تترجم الفرق بين أسعار البيع وأسعار التكلفة، وعلى ذلك فان القيمة السوقية للمشروعات المقيدة في سوق الأوراق المالية تتأثر أيضا بمدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات.

**خلاصة الفصل الثاني:**

تنقسم إقتصاديات الدول العربية إلى مجموعتين، الأولى يعتمد اقتصادها بشكل كبير على عوائد الصناعة الإستخراجية للمواد الأولية، والمجموعة الثانية من الدول التي يتميز إقتصادها بالتنوع نتيجة لعدم حوزتها على مواد أولية في مقدمتها النفط، وبالتالي تباين أداء اقتصادات المجموعتين خلال الفترة المدروسة مابين (1994-2012) ، وتباينت انعكاسات المتغيرات الاقتصادية الدولية والإقليمية على اداء اقتصادياتها. من خلال الفصل الثاني تم تحليل أداء الاقتصادات العربية على صعيد النمو الاقتصادي والأوضاع المالية والنقدية وكذا الأوضاع الخارجية لنتوصل في الأخير لمجموعة من النتائج تمحورت في:

❖تعرف الدورة الإقتصادية على أنها تقلبات في المستوى العام للنشاط الاقتصادي ما بين ركود ورواج، ويمكن قياس هذه التقلبات من خلال بعض المتغيرات مثل معدل البطالة والتضخم و ومعدل التغير في الناتج القومي؛

❖تميزت اقتصادات الدول العربية كمجموعة في بداية الفترة بعدم استقرار أوضاعها المالية والنقدية مما ادى الى تزايد العجوزات المسجلة في الموازنات العامة وزيادة الدين العمومي نتيجة لتراجع أسعار النفط، مما دعا الدول العربية تتبنى سياسات اقتصادية استهدفت تنويع القاعدة الإنتاجية وزيادة مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي إلى جانب سياسات مالية تقييدية لخفض الإنفاق العام، تزمنا مع التحسن التدريجي لأسعار النفط الأمر الذي ساعدها على ضبط موازناتها وتحقيق فوائض مكنتها من توفير الموارد اللازمة لتمويل الاستثمار في البنية التحتية والتنويع النسبي في قاعدة توليد الدخل وتحفيز مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وهو ما عمل على رفع متوسط معدل النمو الاقتصادي؛

❖نجحت السياسة النقدية المطبقة في الدول العربية خلال السنوات الأخيرة بشكل كبير في تحقيق الاستقرار السعري واستقرار أسعار الصرف وتوفير هيكل أسعار فائدة ملائم للتطورات الاقتصادية المحلية والدولية بما يعزز الاستقرار الاقتصادي في الدول العربية. إلا أن دور السياسة النقدية فيما يتعلق بالحد من مخاطر التوسع المفرط في السيولة لم يتم اتخاذ الإجراءات الملائمة لتقوية القواعد الرأسمالية للمصارف والحد من تركز مخاطر الائتمان إلا بعد وقوع بعض الأزمات المالية، كما أن دورها في مواجهة التقلبات الاقتصادية لا يزال محدودا بسبب تبني عدد من الدول العربية لنظم أسعار الصرف الثابتة.

❖تأثر أداء الاقتصاد العربي خلال الفترة سلبا بعدد من العوامل الإقليمية والعالمية من أهمها تقلبات اسعار أسعار النفط، والتداعيات الناتجة عن الأزمات المالية بما في ذلك أزمة دول شرق وجنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الرهن العقاري2008، وأزمة الأوروبية للديون السيادية 2011.

# الفصل الثالث : أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم العربية

**تمهيد:**

انتهجت الاقتصاديات العربية سياسات تهدف الى تحرير أسواقها المالية بهدف الحصول على المنافع التي يوفرها الاندماج الاقتصادي ويمكنها من استقطاب أكبر قدر من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لضمان تنمية اقتصادية مستدامة، فبقدر ما استفادت الأسواق المالية العربية من مميزات الاندماج بقدر ما عرضت أسواقها للتقلبات الاقتصادية الصادرة عن أداء الاقتصاد العالمي بما في ذلك الأزمات المالية، ليصبح الأثر مزدوجا ما بين أداء اقتصادياتها المحلية والأجنبية. تتفاوت درجة تأثر الأسواق المالية حسب مميزاتها ودرجة انفتاحها، فمن خلال هذا الفصل سيتم دراسة التأثيرات الناجمة عن التغيرات الاقتصادية المحلية وتأثيرات المتغيرات الاقتصادية للدول المتقدمة المرتبطة بالاقتصاديات العربية على مؤشر أسعار الأسهم المحلية من خلال اسقاط الدراسة على سوق رأس المال السعودي والأردني، ومن ثم معرفة درجة تفاوت الأثر بينهما. من أجل ذلك تم تقسيم الفصل الى ثلاث مباحث تناولنا من خلالها ما يلي:

- ✓**المبحث الأول: الإطار النظري لأثر تقلبات الدورة الاقتصادية على مؤشر أسعار الأسهم**
- ✓**المبحث الثاني: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم السعودي**
- ✓**المبحث الثالث: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم الأردن.**

## المبحث الأول: الإطار النظري لأثر تقلبات الدورة الاقتصادية على مؤشر أسعار الأسهم

أشار عدد من الاقتصاديين إلى إمكانية انعكاس مراحل الدورة الاقتصادية في سوق الأوراق المالية كون الأخيرة مرآة للنشاط الاقتصادي، فضلا عما تحمله الدورة الاقتصادية بين مراحلها من تقلبات في متغيرات الاقتصاد الكلي، تنعكس بصورة مباشرة أو غير مباشرة على أداء الأسواق المالية .بمعنى أن التأثير ألسببي يبدأ من النشاط الاقتصادي باتجاه السوق المالية.

### المطلب الأول: تأثير تغيرات الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر أسعار الأسهم

تتأثر مؤشرات الأسواق المالية عامة و مؤشرات أسعار الأسهم خاصة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية بما في ذلك المتغيرات المالية التي تعتبر كمؤشر للنشاط الاقتصادي ،والتي أسهمت العديد من الدراسات السابقة في تحليل العلاقة بين هذه المتغيرات و مؤشرات الأسواق المالية، حيث يعتبر الناتج المحلى الإجمالي والمؤشرات النقدية من أهم المؤشرات المالية التي توثر على تغيرات أسعار الأسهم .حيث أن الناتج المحلي الحقيقي من أحد المؤشرات الهامة المعبرة عن النشاط الاقتصادي، إذ يتأثر صعودا ونزولا بدورة الأعمال ويعكس الحالة الاقتصادية للدولة ، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في حجم النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، وبتالي ارتفاع أسعارها.[1]ويمر التأثير من النشاط الاقتصادي إلى السوق المالية كما يلي:

-فمن ناحية يؤدي الكساد إلى تراجع عام في النشاط الاقتصادي، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب على إنتاج كل المنشآت وبطء حركة المبيعات أو تراجعها، وتميل الأرباح إلى التناقص (Profit) بشكل أسرع، بسبب ضرورة قيام المنشآت بتغطية تكاليفها الثابتة التي تلتزم

[1]– **سعيد توفيق عبيد** ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، مصر ، القاهرة ، سنة 1998 ، ص 410

بها (مثل فوائد الاقتراض )وهو ما يؤدي إلى خفض هوامش الربح بدرجة حادة، وانخفاض مقسوم الأرباح ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم تباعًا .أما في مدد الازدهار الاقتصادي، فقد ينتج عن زيادة الطلب على السلع والخدمات التي تنتجها المنشآت، زيادة في المبيعات والأرباح .وحتى المنشآت الضعيفة ماليًا يمكن أن تشهد زيادة في المبيعات والأرباح، الأمر الذي ينعكس مباشرة في زيادة الطلب على أسهم الشركات بعد ارتفاع أرباحها[1].

-كذلك يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الطردية بين حالة النشاط الاقتصادي وارتفاع أسعار بعض الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم) ، على أساس أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سيكون له اثر إيجابي في طلب الأسهم، إذ أن زيادة الدخول الحقيقة للأفراد يساعدهم على ادخار كميات اكبر من الأموال، مما يدفع بهم إلى استثمار هذا الفائض (الادخار)النقدي في شراء الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها؛[2]

كما يمكن أن تؤثر تقلبات النشاط الاقتصادي في نشاط سوق الأسهم، إذا ما ترجمت نشاطات الشركات إلى أرباح أو خسائر، فقيم الأسهم تترجم الفرق بين أسعار البيع وأسعار التكلفة، وعلى ذلك فان القيمة السوقية للمشروعات المقيدة في سوق الأوراق المالية تتأثر أيضا بمدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات.

---

[1] –**طارق عبد العال حماد** ، التخليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر ، الإسكندرية ، سنة 200 ،ص 10.

[2]- ***Abdulah H.al-Batal*** ,*macroeconomic determinants of stok prices in Saudi Arabia* بحث منشور في مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، جامعة الكويت ، العدد 94 ، سنة 1999 ، ص 203.

**المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر الفائدة على مؤشر أسعار الأسهم**

تنعكس المتغيرات النقدية بشكل جلي على تغيرات مؤشرات الأسواق المالية بما في ذلك مؤشر أسعار الأسهم لما لها من علاقة تبادلية الأثر بينها ومؤشرات الأسواق المالية ، حيث تعتبر أسعار الفائدة من أهم المتغيرات النقدية التي تمكن من إعطاء دلالة واضحة عن السير العام للإقتصاد وكذا توجهات السياسة الاقتصادية، مما ينعكس على سوق رأس المال وبدرجة متفاوتة من سوق إلى أخر حسب درجة كفاءة السوق المالي.

ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالي، إذ تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية من جهة في السوق المالية ومن جهة أخرى، و من ثم فأنه يمكننا القول بأن تأثير سعر الفائدة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية تتم من خلال علاقتين أساسيتين هما:

- علاقة ارتباط قوية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات في سوق السندات إذ أن علاقة أسعار الفائدة بأسعار السندات علاقة عكسية، فزيادة عرض النقود تعني انخفاض سعر الفائدة ومن ثم انخفاض تكلفة الائتمان وزيادة الطلب عليه عن طريق المصارف الأمر الذي يقود إلى إنخفاض توجه الأفراد والشركات والمستثمرين نحو سوق الأوراق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية نحو المصارف التجارية، مما يعني انخفاضا في عرض السندات ومن ثم ارتفاعا في أسعارها مما سينعكس على أسعار الأصول المالية الأخرى(كالأسهم) ، كذلك يقود انخفاض سعر الفائدة (الناجم عن السياسة النقدية التوسعية) إلى سهولة الحصول على الائتمان لانخفاض كلفته، ومن ثم سيحث هذا المضاربين إلى زيادة طلب الائتمان، ومن ثم التوجه نحو السوق لغرض المضاربة، ومعنى ذلك ضمنًيا زيادة الطلب على السندات وارتفاع أسعارها (بافتراض ثبات العوامل الأخرى) والذي بدوره سينعكس على أسعار الأصول الأخرى ومنها الأسهم.

●وجود علاقة قوية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، فهناك علاقة عكسية ما بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والمؤشرات الأخرى للسوق المالية، فأتباع السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى توفير الائتمان والتوجه نحو أسواق الأسهم كسبيل للاستثمار (شراء الأسهم والمضاربة فيها) وذلك للإستفادة من اختلاف بين أسعار الفائدة على الائتمان والتي تكون منخفضة بفعل السياسة النقدية التوسعية وبين عوائد الأسهم، ومن ثم فأن التوجه نحو شراء الأسهم سيعمل على زيادة الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهكذا فان العلاقة بينهما ستكون عكسية[1].

وعلى الصعيد التطبيقي فإن العديد من الدراسات الإقتصادية كانت محل دراسة للعلاقة بين أسعار الفائدة ومؤشرات الأسواق المالية بما في ذلك تأثير تغيرات أسعار الفائدة على مؤشرات أسعار الأسهم ومن بين هذه الدراسات[2] :

**-دراسة مكميلان**(*Mcmillan*،2005)بعنوان: " ***Relationship between stock prices and Economic Activity***"

هدفت الدراسة إلى بيان العلاقة بين المؤشر السوقي للسهم والناتج وأسعار الفائدة، وقد تكونت عينة الدراسة من الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وتم إستخدام البيانات الشهرية لهذه الشركات من الفترة مابين 1971-2000 ، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إرتباط إيجابية بين

سعر السهم والإنتاج الصناعي وأن هناك علاقة إرتباط سلبية بين سعر السهم ومعدلات الفائدة.

---

[1] - **عباس كاضم جاسم الدعمي** ، مرجع سابق، ص 243.

[2] - **دانة بسام محمد يوسف** ،تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا كلية العلوم الإدارية والمالية ، سنة 2008 ، ص 45.

**-دراسة بوير وفليون *(Boyer & Filion)*** 2004، بعنوان" ***Common and Fundamental Factors in Stock Returns of Canadian Oil and Gas Companies"***

هدفت إلى معرفة كيفية تأثر أسهم هذا القطاع بعدد من العوامل .ومن ضمن ما قامت به الدارسة هو تقدير العلاقة بين عوائد أسهم قطاع النفط كمتغير تابع ومتغيرات مستقلة مثل سعر الفائدة وسعر صرف الدولار الأمريكي والكندي وعوائد السوق وأسعار البترول. وبإستخدام طريقة الـ Generalizeوتوصلت الدراسة إلى أن عوائد هذا القطاع يتناغم بشكل ايجابي مع عوائد السوق Least Squareوأسعار البترول، وعلى أية حال فإن هذه العوائد تتماشى بشكل عكسي مع معدلات الفائدة .

**المطلب الثالث: أثر تغيرات التضخم وسعر الصرف على مؤشر أسعار الأسهم**

تناولت العديد من الدراسات الاقتصادية تأثيرات التضخم وأسعار الصرف على مؤشر أسعار، وبالرغم من اختلاف النتائج المتوصل إليها إلا أنها أن تمنح تفسير اقتصادي للعلاقة بينهما .

**أولا: تأثير التضخم على مؤشرات أسعار الأسهم**

تبرز العلاقة بين التضخم و مؤشرات الأسواق المالية من خلال نظريتي الاقتصاديين **فيشر** Fisher و **فاما**Fama ، واللذان ابرزا أثر التضخم على مؤشرات أسعار الأسهم .

**•فرضية فيشر Fisher [1]**

تتجسد العلاقة بين التضخم و مؤشرات أسعار الأسهم حسب فيشر في كون الأسهم أداة تحمي من مخاطر انخفاض قيمة النقود وهذا الذي نشره فيشر عام 1930في الكتاب بعنوان The Theory of)

[1] – **حيدر، فاخر عبد الستار**، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض، سنة2002 ، ص66.

(Interest والذي أشار فيه إلى أن معدل الفائدة الحقيقي ينخفض في حال ما إذا ارتفع معدل التضخم مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في نفس المستوى و ذلك لأن معدل الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي ناقص معدل التضخم و تعرف هذه العلاقة باسم معادلة فيشر، و يمكن توضيحها من خلال المعادلة التالية :

$$Rrt = Rnt - It \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-3)$$

حيث أن:

Rrt: معدل الفائدة الحقيقي في الفترة t

Rnt: معدل الفائدة الاسمي في الفترة t

It:معدل التضخم في الفترة t

إن مستوى العائد الحقيقي Rr مستقل تماما عن معدل التضخم و لكنه يتحدد بفعل عوامل حقيقية داخل الاقتصاد في حين معدل العائد الإسميRn فهو مرتبط ارتباطا تاما بالتضخم لأنه يعكس كل المعلومات النقدية المتاحة في الاقتصاد، و قد كانت هذه الفكرة من أهم مبادئ فرضية فيشر بالإضافة إلى فرضيات النظرية الكلاسيكية التي كان فيشر من أبرز روادها، حيث يمكن حسب هذه النظرية الفصل التام بين القطاعات الحقيقية والنقدية في الاقتصاد ،وقد كانت هذه الفرضية في البداية خاصة فقط بمعدلات الفائدة إلى أن قام كل من فاما وشويت(Fama & Schwert) بتعميمها على كل الأصول الرأسمالية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال.

خضعت معادلة فيشر أو فرضية فيشر إلى عدد كبير من الاختبارات حول العلاقة بين تغيرات معدلات التضخم وتغيرات أسعار الأسهم ، من بين الدراسات[1]:

[1] – نفس المرجع السابق ، ص75.

-**دراسة فليب كغان *(Phillip Cagan)*:**تناولت دراسة كغان البلدان، وقد أخذ بعين الاعتبار توليفة من المراحل الزمنية التي شهدت تغيرات سعرية مختلفة، وافترض بأن المستثمرين يحتفظون بالأسهم خلال جميع المراحل الزمنية التضخمية وغير واستنتج كغان (Cagan)بأن الأسهم العادية كانت وسيلة تحوط جيدة في الأجل الطويل التضخمية، إلا أن الدراسة المتعمقة للنتائج التي توصل إليها (Cagan) تشير إلى أن أداء الأسهم لم يكن جيدا خلال الفترات التضخمية ولكنها عوضت هذا الأداء الضعيف بأداء جيد بعد انتهاء التضخم.

-**دراسة رايلي جونسن وسميث ،*(Reilly Johnson and Smith)*:** على خلاف الدراسة السابقة اهتمت هذه الدراسة بتحليل العلاقة بين تغيرات معدل التضخم وعوائد الأسهم اعتمادا على بيانات شهرية للمدة1968-1937 ،حيث تم تقسيم هذه الفترة إلى ثلاث مراحل:

- المرحلة الأولى شملت الأشهر التي شهدت تضخما عاليا حيث فاق معدله3%؛
- المرحلة الثانية شملت الأشهر التي سادها تضخم نسبي حيث لم يفوق معدله3%؛
- حين شملت المرحلة الأخيرة الأشهر التي سادها كساد وعرفت انخفاض في المؤشر العام للأسعار داخل الاقتصاد.

أما النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة فتتمثل في كون معدلات العائد على الأسهم كانت سالبة خلال الفترات التي سادها معدل تضخم عالي ماعدا العوائد المحتسبة حسب مؤشر ( S &P). 425.ومن جهة أخرى أظهرت الدراسة أن معدل العائد الحقيقي كان أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين خاصة حين تنخفض معدلات التضخم. وأخيرا اتضح نتيجة لهذه الدراسات وغيرها أن الأسهم لم تتمكن من توفير حماية تجاه التضخم في الاقتصاد الأمريكي بشكل عام، لكن هذا لا يعني أن الأسهم ليست وسيلة احتياط تجاه التضخم بشكل جزئي لكنها لا توفر الحماية بشكل

مستمر، لأن هذه الحماية لن تتحقق إلا إذا كان معدل العائد لا يتحدد بفعل عوامل ذاتية، ولا يوجد اتفاق حول تحديد مستواه في السوق؛

**•فرضية فاما *Fama***

أشار فاما في دراسته التي صدرت في عام 1981 تحت عنوان ،*Real Activity ، Stock)* *Returns Inflation and money)* إلى أن الفترة التي عقبت عام 1953 حملت عددا من الدلائل أكدت على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم .وجاءت دراسته تحمل هذا المعنى فاعتمد على بيانات تؤكد ذلك حيث أن:

-أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية مثل الإنتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال؛

-التضخم يرتبط ارتباطا عكسيا بكل هذه المتغيرات وذلك انطلاقا من أفكار النظرية الكمية للنقود، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلب تدخل البنك المركزي من خلال السياسة النقدية لامتصاص الفائض .ومن أهم إجراءات هذه السياسات سياسة رفع أسعار الفائدة، وهذا الأخير يمثل عائقا أمام الاستثمار والإنتاج؛ وبالتبعية يستنتج فاما وجود علاقة عكسية حتمية بين عوائد الأسهم والتضخم.لقد افترض فاما(Fama) أن العلاقة بين التضخم وعائد الأسهم غير منطقية في طبيعتها*( Spurious in nature)* وتعكس آلية الطلب على النقود والنشاط الحقيقي والتضخم، وجعلها جزء لا يتجزء من النظرية الكمية، ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية إيجابية*(Positive Real Shok)* سوف تزداد عوائد الأسهم؛[1]. كما أن زيادة مستوى النشاط الحقيقي تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، لكن سياسة البنك المركزي في تخفيض معدل التضخم ستحد من نمو العرض النقدي .ومن هنا تصبح

[1]- **حيدر، فاخر عبد الستار**، مرجع سابق ، ص77.

العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم عكسية، أما في الوضعية المعاكسة حين ينخفض مستوى النشاط الحقيقي نتيجة صدمة حقيقية سالبة تنخفض عوائد الأسهم وينخفض النشاط الحقيقي فينخفض معه الطلب على النقود، فتؤدي سياسة البنك المركزي إلى زيادة العرض النقدي (عن طريق إجراءات السياسة النقدية ) فيرتفع معدل التضخم وهكذا مرة أخرى العلاقة عكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم. وأكد(Fama) على إمكانية استخدام التوقعات حول معدلات التضخم لإيجاد أساس للاستثمار في سوق الأسهم استنادا إلى هذه العلاقة، **أما** للتوقع بمعدل التضخم فإن (Fama)يقترح استخدام معدلات الفائدة قصيرة الأجل ( أذونات الخزينة) كما هو موضح من خلال العلاقة التالية:

| |
|---|
| معدل التضخم المتوقع = معدل التضخم الفصلي –معدل الفائدة الاسمي في بداية الفترة + معدل الفائدة المتوقع |

يوجد العديد من الدراسة التي قام بها بعض الاقتصاديون تؤكد فرضية فاما في كون العلاقة عكسية بين عوائد الأسهم ومعدلات التضخم ومن بين هذه الدراسات[1] :

**–دراسة شارلز نيلسون:** أكدت هذه الدراسة على العلاقة العكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم، بل أنها اعتمدت على هذه العلاقة العكسية لاستنتاج قواعد تعامل مربحة في سوق الأسهم، كما أن الباحثين اقترحا أن تعتمد هذه النتائج كإستراتيجية من إستراتيجيات الاستثمار تحقق للمستثمر أرباحا أعلى من الأرباح الناتجة عن إستراتيجية اشتري واحتفظ. وتجدر الإشارة إلى أن قواعد الاستثمار حسب هذه الدراسة لا تعترف بفرض كفاءة السوق.

**–دراسة *(G.William Schwert)*** :أكدت نتائج هذه الدراسة أيضا على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم وذلك باختيار العوائد اليومية لحافظة استثمارية للمدة –1978 1953، إلا أن النتيجة الأهم التي وصلت إليها هذه الدراسة هي أن رد فعل الأسعار تجاه

1 – نفس المرجع السابق ، ص87.

التضخم تكون حين الإعلان عن معدلاته وأن المستثمرين لا يتفاعلون مع هذه المعدلات المتوقعة قبل الإعلان عنها، بل أنها وصلت إلى التأكيد على ضعف ردة فعل السوق تجاه المعدلات المتوقعة للتضخم للفترة اللاحقة(t +1).

**–دراسة والروس وبيرغلند *(Wahlraos & Berglund)*** :كان الهدف من هذه الدراسة هو إثبات استقلال عوائد الأسهم عن معدلات التضخم بناءا على معطيات الاقتصاد الفنلندي للفترة 1969–1982 إلا أن نتائجها دلت على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين .وقد كان التفسير المقدم لهذه النتيجة هو أن التضخم العالي يعني انخفاضا في الطلب على النقود نتيجة النمو المنخفض في النشاط الاقتصادي الحقيقي والذي يتضمن بنفس الوقت انخفاضا في الأرباح المستقبلية وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم.

**ثانيا: أثر تغيرات أسعار الصرف على مؤشر أسعار الأسهم**

دُرست العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار العملات من طرف العديد من الاقتصاديين، وقد كانت بعض هذه الدراسات نظرية والبعض الآخر تطبيقية. ومن بين الدراسات النظرية نجد دراسة "سلونيك *SLONIK 1974*"، "سيركو *SERCU 1980* " ، "آلدر *ALDER* و دوماس *DUMAS 1983*"، حيث بين هؤلاء الإقتصاديون أن خطر العملة يمثل عاملا مهما في تفسير عوائد الأسهم، وبعبارة أخرى، فإن التغيرات على مستوى سوق الصرف سوف تؤثر على مداخيل المؤسسات. وبالإضافة إلى الدراسات النظرية، فقد كانت هناك العديد من الدراسات التطبيقية لإثبات العلاقة بين تغيرات سعر الصرف وتغيرات أسعار الأسهم، مثل دراسة "دوماس وسلونيك *1975*"، "ودوسانتوس وجيرارد *DE SENTIS and GERARD 1998*" ، الذين بينوا أن خطر العملة يمثل متغيرا مفسرا للتغيرات في عوائد الأسهم. كذلك فقد أكدت الأعمال التي قام بها "شابيرو *SHAPIRO 1975* "، "لوفي *LEVI*

*1994* "، "مارستون *MARSTON 1998* " وآخرون، أن أسعار الصرف تؤثر على تنافسية الشركات وعلى أسعار أسهمها.[1]

وهناك إتجاهين نظريين لتفسير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف: الإتجاه الأول هو على المستوى الجزئي (الإتجاه التقليدي)، والإتجاه الثاني هو على المستوى الكلي (إتجاه المحفظة).[2]

**•إتجاه الإقتصاد الجزئي**

من وجهة نظر الإقتصاد الجزئي، فإن تغيرات سعر الصرف تؤثر على تغيرات قيم الشركات المحلية والمتعددة الجنسيات. حيث أن ارتفاع قيمة العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض عوائد الشركات وأسعار أسهمها. وعليه فإن العلاقة بين الورقة المالية وسعر الصرف يمكن أن تأخذ الشكل التالي:[3]

$$R_{it} = \beta_{ai} + \beta_{1i} \times R_{st} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2-3)$$

حيث: $R_{it}$ : عائد المؤسسة في الزمن $t$.

$R_{st}$: نسبة التغير في سعر الصرف في الزمن $t$.

وحسب هذا النموذج الذي جاء به *ABDALLA et MURINDE 1997*، فإن حساسية الورقة المالية لتغيرات سعر الصرف ترتبط بطبيعة المؤسسة: متعددة الجنسيات أو محلية. ومن هنا يتم تحديد العلاقة بين تعرض الورقة المالية لخطر تغيرات سعر الصرف ودرجة التغطية للمؤسسة في الخارج. وعليه فإن المعادلة أعلاه تصبح كما يلي:

---

[1] – ***Bill B.FRANCIS, Iftekhar HASAN, Delory M.HUNTER:*** *Dynamic relations between international equity and currency markets: the role of vurrency order flow . Journal of Business, 2006, Vol.79, no1.P224.*

[2] ***- Transmission des chocs de volaltilités entre marchés boursieres et marché de change : Une évidance empirique avant et après la crise Asiatique (1997).*** *www.ifgtunisia.org/files/thesis/chawanihejer.**pdf** , Date de vu : 12/03/2011. P30.*

[3] ***-Transmission des chocs de volaltilités entre marchés boursieres et marché de change : Une évidance empirique avant et après la crise Asiatique (1997).*** *OP-SIT, P30.*

$$\beta_{1i} = a_a + a_1 \times F_i + \mu_i \text{ .....(3-3)}$$

حيث:

$F_i$ : نسبة المبيعات الأجنبية إلى إجمالي المبيعات.

ويمكن التعبير على تعرض الورقة المالية لخطر الصرف من خلال النموذج المطور التالي:

$$R_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} \times R_{st} + \beta_{2i} \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \text{ .....(4-3)}$$

ويسمى هذا الاتجاه كذلك الاتجاه التقليدي ( *Granger*، *MungHuang et WeiYang 1998*)، وتم تأكيده كذلك من قبل *Phylaktis et Ravazola 1999* وأطلقوا عليه اسم "*Flow oriented model*".

وعليه فإن انخفاض سعر الصرف يسمح برفع القيمة السوقية للورقة المالية من خلال تأثيره على النشاط الإقتصادي الكلي. وقد اتفق هؤلاء الباحثون على أن تغيرات سعر الصرف تؤثر على قيمة المؤسسة التي تكون لها عمليات مع الخارج، وهذا من خلال الأرباح المحققة.

ومن خلال دراسة لـ 100 شركة فرنسية تمتلك نسبة تصدير تساوي أو تفوق 10%، قامت بها الباحثة *Salma MEFTEH*، ومن خلال نموذج من الشكل:

$$R_{it} = \beta_{i0} + \beta_{im} \times R_{mt} + \beta_{ix} \times R_{xt} + \varepsilon_{it} \text{ ..... (5-3)}$$

حيث: $R_{it}$ : معدل عائد السهم للمؤسسة $i$ .

$R_{mt}$ : معدل عائد مؤشر سعر الصرف.

$R_{xt}$ : معدل عائد محفظة السوق.

فقد وجدت الباحثة أن 40% من الشركات المدروسة تتأثر بتغيرات سعر الصرف على طول الفترة 1996-1998، وانخفضت هذه النسبة إلى 20% على طول الفترة 1999-2001 بسبب اعتماد العملة الأوروبية الموحدة "الأورو".[1]

وفي دراسة قام بها*Jarl G.KLLBERG* و*Crocker H.LIU* و*Paolo PASQUARIELLO* على دول جنوب شرق آسيا خلال فترة أزمة جنوب شرق آسيا، وباستعمال نموذج من الشكل:[2]

$$Y_t = \mu + AY_{t-1} + \sum_{t=1}^{5} b_i x_{t+1-3} + d_t(k)\left[\lambda + \alpha Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{5} \beta_i x_{t+1-3}\right] + \varepsilon_t \quad .....(6-3)$$

حيث: $Y_t$ : عائد مؤشر السوق المالي للشهر $t$ .

$x_t$: عائد سعر الصرف للدولة في الشهر$t$ .

$K$: معامل التأخر الزمني.

وجد الباحثون أن تأثير تغيرات أسعار الصرف يمتد إلى الأسواق المالية بعد تأخر زمني معين يختلف باختلاف طبيعة الدولة وعملتها وسوقها المالية.

**•إتجاه الإقتصاد الكلي**[3]

على أساس الإقتصاد الكلي، فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية في إطار نظام صرف عائم يؤدي إلى تخفيض تنافسية المنتجات المصدرة من طرف الدولة، وهو ما يؤثر على أسعار الأوراق المالية، وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرين. وعلى العكس بالنسبة للدول المستوردة، فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية يخفض تكاليف عوامل الإنتاج ويؤثر إيجابا على قيمة الأوراق المالية. وعليه فعلى

---

[1] - ***Salma MEFTAH:*** *La sensibilité des enterprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture : le cas Français. Cahier de recherche de CEREG, n$^0$ 2004-04.P12.*

[2] - ***Jarl G.KALLBERG, Crocker H.LIEU, Paolo PASQUARIELLO:*** *An examination of the Asian crisis: Rigime shifts in currency and equity markets. Journal of business, 2005, vol 78, No 01. P 176.*

[3]- ***Transmission des chocs de volaltilités entre marchés boursieres et marché de change : Une évidance empirique avant et après la crise Asiatique (1997).*** *OP-SIT, P32.*

المستوى الكلي، فإن اختبار العلاقة بين سعر الأوراق المالية وسعر الصرف يكون أكثر فعالية بإدخال متغيرات كلية أخرى مثل المديونية، سعر الفائدة،....الخ.

وبسبب تكامل الأسواق المالية العالمية، فإن تغير أسعار الأوراق المالية يمكن أن يؤدي إلى تنقل رؤوس الأموال بين الدول. فإذا حدث إنخفاض في أسعار الأوراق المالية، فإنه يؤدي إلى انخفاض حجم الثروة لدى المستثمرين المحليين، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود وانخفاض سعر الفائدة بالتبعية، وهذا مايؤدي إلى خروج رؤوس الأموال، وبالتالي فإن سعر الصرف يلعب دور الموازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية.

## المبحث الثاني : قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم السعودي

يعتمد أداء أسواق رأس المال على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية التي تنعكس بشكل مباشر عليها، وبدرجة متفاوتة من دولة إلى أخرى، وفق خصوصية إقتصادها، وكذا درجة تطور أسواقها وكفاءتها ودرجة اندماجها مع السوق المالية الدولية ، فمن خلال هذا المبحث سيتم قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية(الامريكية) على مؤشر أسعار الأسهم السعودي لمعرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية ومؤشرات أسعار الأسهم في ومن ثم معرفة حجم التباين بين الأثرين.

### المطلب الأول : المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودي TASI

تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التى تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى.

#### أولا: التعريف بالمؤشر العام لأسعار الأسهم السعوديTASI

في بداية شهر فبراير من عام 1985 ، بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية لحساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي (مؤشر تداول لجميع الأسهم )، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق، البالغ عددها آنذاك 33 شركة مساهمة، وقد أعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محددة بنحو 100 نقطة، ليتم استبدالها بنحو 1000 نقطة، وتضم عينة المؤشر في منتصف عام 2006 كل الشركات المدرجة في السوق، والبالغ عددها 82 شركة، يتم

تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يوميا من خلال نظام تداول *Tadawul*، وعمليا يحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية[1] :

$$SOUDI\ INDEX(IN) = \frac{\sum P_{i\cdot n} Q_{i\cdot n}}{P_{i\cdot n-1} Q_{i\cdot n}} (I_{n-1}) \dots\dots\dots\dots (7-3)$$

حيث:

$IN$ :نقطة المؤشر للحظة الحالية.

$P_{i\cdot n}$: سعر السهم i في اللحظة الحالية

$Q_{i\cdot n}$ :عدد الأسهم المصدرة للشركةi في اللحظة الحالية

$P_{i\cdot n-1}$ :سعر السهم i في اللحظة الماضية .

$I_{n-1}$: نقطة المؤشر لحظة بداية حساب المؤشر

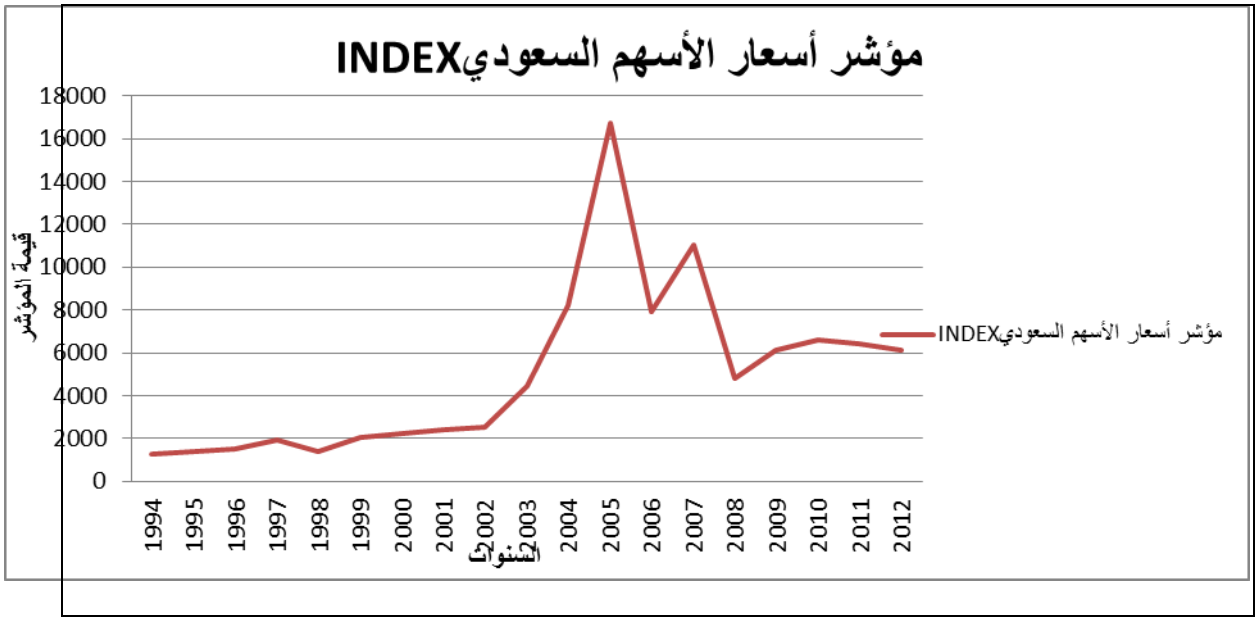
N:نهاية اللحظة الحالية.

**ثانيا: التحليل الوصفي والاحصائي سلسلة مؤشر أسعار الأسهم** *INDEX*

من خلال الشكل رقم (3-1)المعبر عن تطور مؤشر أسعار الأسهم السعودي خلال الفترة 1994-2012 ، يتضح أن المؤشر شهد إنخفاضا خلال الفترة ما بين 1997 و 1998 كنتيجة لتأثر سوق رأس المال السعودي بأزمة دول شرق أسيا، ليبدأ بعد ذلك في الإرتفاع من جديد بمعدل منخفض حتى سنة 2003، أين ارتفع مؤشر أسعار الأسهم بمعدل مرتفع كنتيجة لانعكاسات الانتعاش الإقتصادي العالمي، وارتفاع أسعار البترول ليحقق أعلى مستوى له سنة 2005، بنسبة 54%، وعقب وعلى إثر ارتفاع أسعار الأسهم لمستوياتها القياسية ، قامت بورصة الرياض بحركة تصحيح في

[1]– **زهير غراية**، امكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير علوم اقتصادية تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي( الشلف) ،الجزائر، سنة 2011، ص 150.

الأسعار التي بدأت نهاية سنة 2005. وفي سنة 2007 انخفض مؤشر أسعار الأسهم على أثر الأزمة المالية العالمية 2008، التي انعكست أثارها بشكل جلي على سوق رأس المال السعودي ليحقق أدنى مستوى له خلال العقد الأخير وسرعان ما استعاد توازنه بداية من سنة 2010 بعد خسائر كبرى تكبدها السوق.




**الشكل رقم (3-1)** :تطور مِؤشر أسعار الأسهم السعودي خلال الفترة 1994-2012

**المصدر**:من اعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات مؤسسة النقد العربية ،وباستخدام برنامج Excel.

تتكون السلسلة "لوغاريتم *INDEX* " من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 1.217827وقيمة عظمى 1.4387 سجلت سنة 2001 وقيمة صغرى 0.9458 سجلت سنة1995 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 1.2455 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.15558.[1]

[1] -انظر الملحق رقم 4

**المطلب الثاني: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية على مؤشرات أسعار الأسهم السعودي**

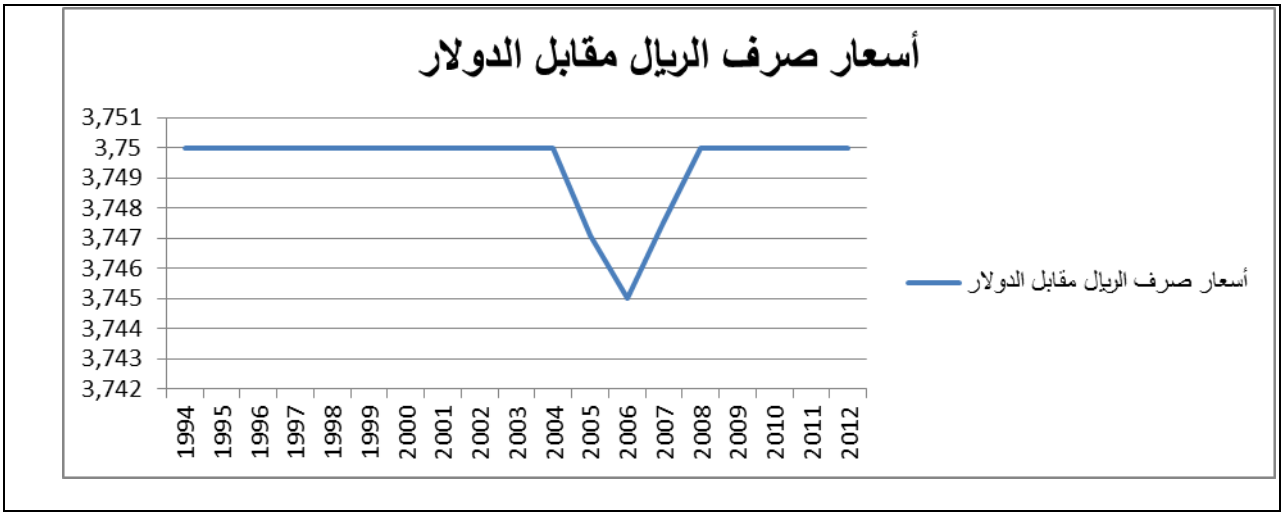
يتم قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية على مؤشر أسعار الأسهم السعودي عبر عدت مراحل بداية من اختبار استقرارية السلاسل الزمنية الى تقدير نموذج تصيح الخطأ.

**أولا: الدراسة الوصفية لمتغيرات الاقتصاد السعودي المدروسة**

تتم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط، الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة إلى الوسيط.

- **سلسلة مؤشر أسعار صرف الريال السعودي مقابل الدولار ER**

من خلال الشكل رقم (3-2) المعبر عن تطور مؤشر أسعار صرف الريال السعودي مقابل الدولار الاسمية خلال الفترة 1994-2012، يتضح بقاء سعر الصرف ثابت على طول الفترة في حدود 3.75%، باستثناء الفترة مابين سنة 2005 و2007، أين انخفض بشكل طفيف. وهذا كنتيجة لاعتماد الاقتصاد السعودي على نظام تثبيت سعر الصرف الاسمي مقابل عملة الدولار.




**الشكل رقم (3-2):**تطور أسعار صرف لريال السعودي مقابل الدولار خلال الفترة 1994-2012

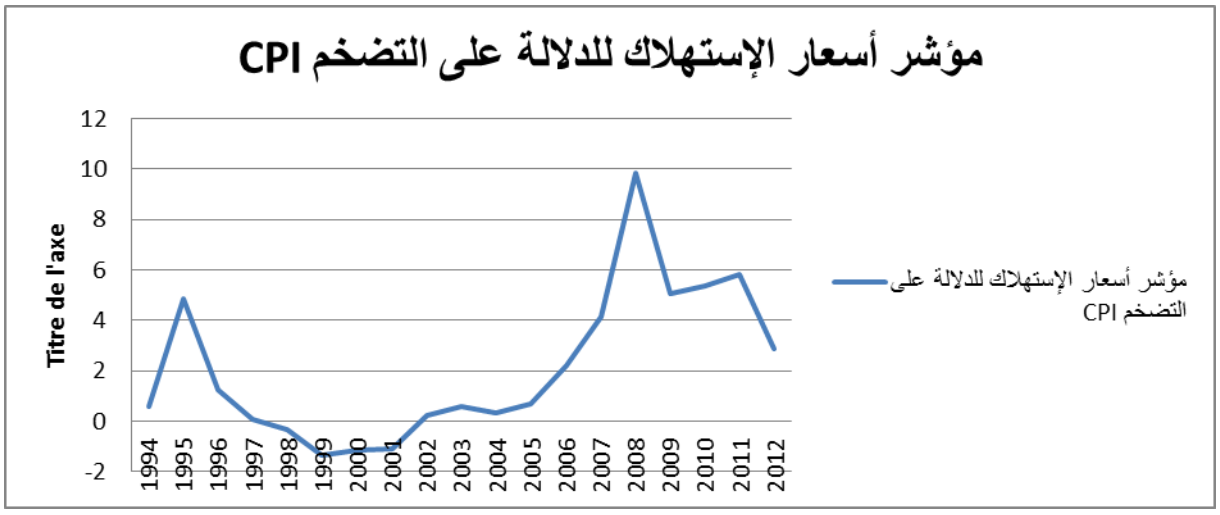
**المصدر**: من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank*، *Database*، وباستخدام برنامج *Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريتم ER" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 1.320723وقيمة عظمى 1.3217558 وقيمة صغرى1.3204216 سجلت سنة 2006 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته1.320843 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.004694 .[1]

**•سلسلة مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم CPI**

من خلال الشكل رقم (3-3) المعبر عن تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم خلال الفترة 1994-2012، يتضح أن المؤشر ارتفع بشكل مفاجئ سنة 1995، من 0.456% سنة 1994 إلى 4.688% سنة 1995 ، ليأخذ بعد ذلك منحنى تنازلي إلى غاية سنة 2011 أين سجل المؤشر أدني قيمة له وذلك كنتيجة لاستمرار الحكومة السعودية في التطبيق الجاد لسياسة الإصلاح الاقتصادي والمالي التي استهدفت المحافظة على استقرار الأسعار والسيطرة على الضغوط التضخمية الداخلية والخارجية . وبعد ذلك أخذ المؤشر يرتفع تدريجيا بداية من سنة 2006 إلى أن وصل إلى مستوياته العليا سنة 2008 أين بلغ 9.868%، ويعزى ذلك في جزء كبير منه لاستمرار ارتفاع أسعار الواردات من السلع الغذائية الأساسية والمدخلات الوسيطية، على ضوء زيادة النشاط الاقتصادي و الطلب المحلي السعودي.

[1] – انظر الملحق رقم 4




**الشكل رقم(3-3):** تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم خلال الفترة 1994-2012

**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على World Bank 2012، Database، وباستخدام برنامجExcel.

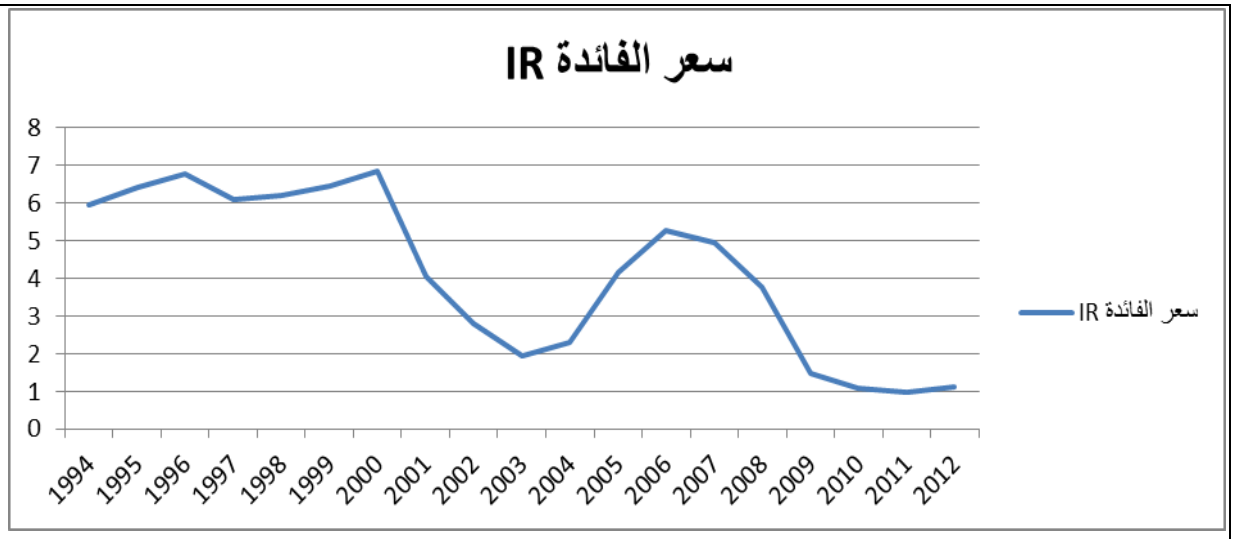
تتكون السلسلة "لوغاريتم CPI" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 0.699360وقيمة عظمى 9.868752 سجلت سنة 2008 وقيمة صغرى1.347894- سجلت سنة 1999، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 2.104191 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره3.008694 .[1]

**•سلسلة سعر الفائدة IR**

من خلال الشكل رقم (3-4) المعبر لتطور مؤشر يعر الفائدة على الودائع اتضح أن أسعار الفائدة انخفضت مستوياتها خلال الفترة ما بين 2001 و 2004 من 4.066% سنة 2001 إلى 2.318 %سنة 2004، بعدما كانت تتراوح نسبتها قبل سنة 2000 مابين5%و6%، ويعزى ذلك لانخفاض أسعار الفائدة الرسمية للدول الصناعية التي حاولت الخروج من التباطؤ الاقتصادي الذي أصابها جراء أزمة التكنولوجيا ، والتي كانت أكثر وضوحا آنذاك في الولايات المتحدة واليابان أين وصلت فيها أسعار الفائدة إلى حدود الصفر. وفي سنة 2005 ارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى مستوى 4.17%

[1] – انظر الملحق رقم4

و5.28% سنة 2006 ، ويعود ذلك للخروج رؤوس الأموال المحلية بعد انخفاض اسعار الفائدة المحلية خلال الفترة السابقة بالموازات مع زيادة الانفاق العام المحلي الامر الذي ساهم في ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، لكن بعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008 وأزمة الديون السيادية سنة 2011انخفضت أسعارها لأدنى مستوى لها 0.96%تزامنا مع انخفاض مستوياتها في الدول الصناعية .




**الشكل رقم (3-4):** تطور أسعار الفائدة خلال الفترة 1994-2012

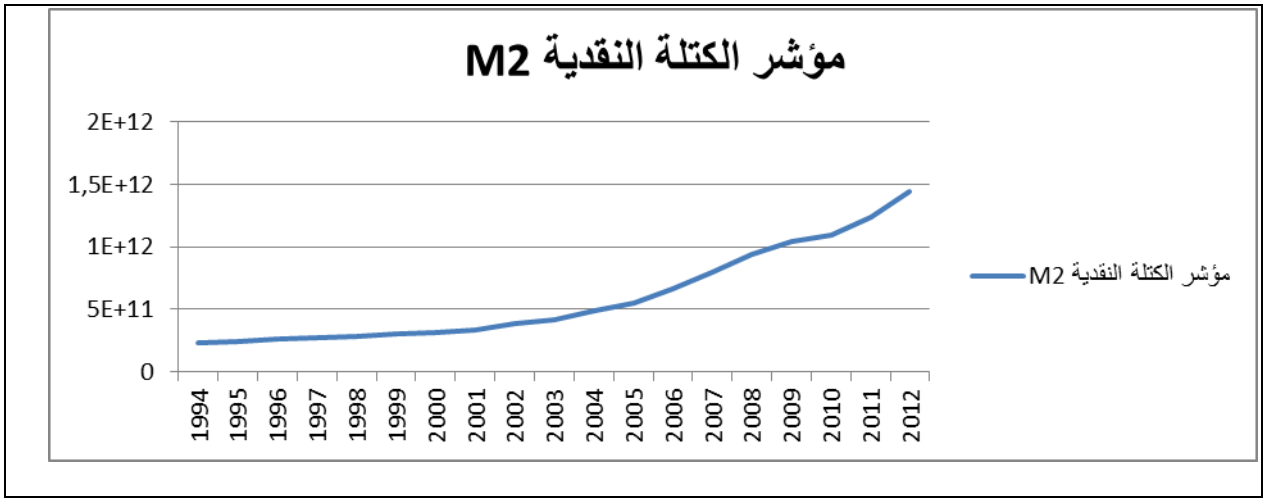
**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank، Database*، وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريتم IR" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 1.427916وقيمة عظمى 1.925124 سجلت سنة 2000 وقيمة صغرى 0.031284- سجلت سنة 2011 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 1.2235027 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.689068 [1].

[1] – انظر الملحق رقم4

**•سلسلة الكتلة النقدية M2**

من خلال الشكل رقم (3-5) المعبر لتطور السيولة المحلية M2 خلال الفترة 1994-2012، يتضح تزايد مستمر للكتلة النقدية M2 ، وقد تأثرت بتزايد عوائد الصادرات النفطية الناجمة عن زيادة الطلب العالمي من جهة وارتفاع أسعار البترول من جهة أخرى، بحيث يظهر أثر ارتفاع أسعار النفط بداية من سنة 2003 على اتساع الكتلة النقدية بشكل جلي والتي انتقلت من413.84 مليار دولار سنة 2003 إلى 1441.74 مليار دولار سنة 2012.كما يلاحظ تأثر الكتلة النقدية بالأزمة المالية العالمية سنة2008 .




**الشكل رقم (3-5):**تطور الكتلة النقدية M2 خلال الفترة 1994-2012

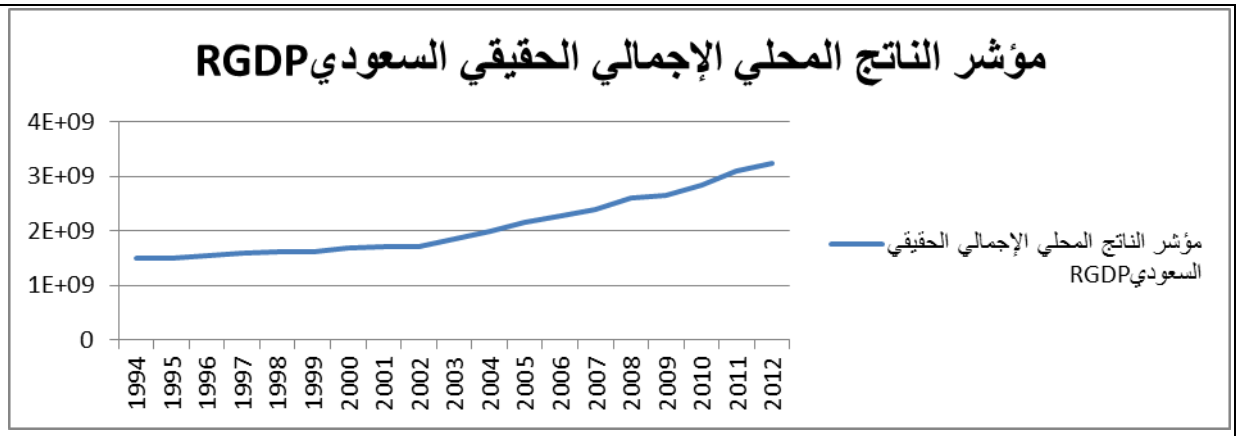
**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank،Database* ،وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريتمM2" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 26.74875وقيمة عظمى 27.99688 سجلت سنة 2012 وقيمة صغرى 26.17681 سجلت سنة 1994 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته26 ، 92475، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.613262 .[1]

[1] انظر الملحق رقم 4

**•سلسلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي RGDP**

من خلال الشكل رقم(3-6) المعبر لتطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي RGDP خلال الفترة 1994-2012، يتضح تزايد مستمر للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، ويعود ذلك ليتزايد عوائد الصادرات النفطية الناجمة عن زيادة الطلب العالمي وارتفاع أسعار البترول ، وقد شهد هيكل الناتج المحلي الإجمالي زيادة الأهمية النسبية لقطاع الإنتاج السلعي، فضلاً عن النمو المرتفع في ناتج الصناعات الإستخراجية، في ضوء ارتفاع الأسعار العالمية للنفط وإنتاجه . إلا أن وتيرة نمو الناتج في قطاع الخدمات الحكومية قد تباطأت خلال عام2004 ويعكس تباطؤ نموها سياسات ترشيد الإنفاق العام التي طبقتها الحكومة السعودية خلال السنوات ما قبل 2004، كما يلاحظ تأثر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بالأزمة المالية العالمية سنة2008 .




**الشكل رقم (3-6)** :تطور الناتج المحلي الحقيقي الاجمالي خلال الفترة 1994-2012

**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank، Database*، وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريتمRGDP" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 21.3309 وقيمة عظمى 21.90125 سجلت سنة 2012 وقيمة صغرى

21.11925سجلت سنة 1994 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 21.42144 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.261410.[1]

**ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة**

تبنى دراسة الاستقرارية على مجموعة من وفي حالة عدم تحقق ، *ADF*المراحل بداية بفحص دوال الارتباط الذاتي، تحديد درجة التأخير ثم إجراء اختبار خاصية الاستقرارية يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية ...وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر المتغيرات.

الجدول التالي يبين نتائج اختيار ديكي فولرADF المطور لاستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة[2]:

[1]– انظر الملحق رقم 4

[2]– انظر الملحق رقم: 7، 8 ، 9 ، 10 ، 11 ، 12 .

**الجدول رقم (3-1):** نتائج اختيار ديكي فولر ADF المطور لاستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

| المتغير | مستوى الاستقرارية | النموذج 3 | | | النموذج2 | | | النموذج1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | **الاحتمال** |
| LINDEX | المستوى | -1.691 | -3.690 | 0.7128 | -1.460 | -3.040 | 0.5296 | 0.761 | -1.691 | **0.8694** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -4.954 | -3.710 | 0.0055 | -4.950 | -3.052 | 0.0012 | -4.816 | -1.962 | **0.0001** |
| LER | المستوى | -2.294 | -3.759 | 0.4117 | -2.757 | -3.040 | 0.0842 | -0.0002 | -964،1 | **0.6677** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -4. 407 | -3.733 | 0.0157 | -4.471 | -3.065 | 0.0035 | -4.640 | -1.964 | **0.0001** |
| LCPI | المستوى | -2.179 | -3.690 | 0.4716 | -1.812 | -3.040 | 0.3629 | -1.343 | -1.961 | **0.1594** |
| | الفروق من الدرجة 11 | -5.277 | -3.710 | 0.0031 | -5.306 | -3.052 | 0.0006 | -5.534 | -1.962 | **0.0000** |
| LIR | المستوى | -3.651 | -3.759 | 0.0596 | -2.007 | -3.052 | 0.2809 | -1.311 | -1.966 | **0.1671** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -3.759 | -3.791 | 0.0526 | -3.825 | -3.098 | 0.0138 | -2.279 | -1.962 | **0.0258** |
| LM2 | المستوى | -1.796 | -3.690 | 0.6635 | 0.9818 | -3.052 | 0.9940 | 2.230 | -1.962 | **0.9905** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -2.628 | -3.710 | 0.2735 | -2.129 | -3.052 | 0.2364 | -0.385 | -1.962 | **0.7094** |
| | الفروق من الدرجة 2 | -5.317 | -3.733 | 0.0033 | -5.539 | -3.065 | 0.0005 | -5.629 | -1.964 | **0.0000** |
| LRGDP | المستوى | -1.445 | -3.690 | 0.8101 | 2.366 | -3.040 | 0.9999 | 5.981 | -1.961 | **1.000** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -3.869 | -3.710 | 0.0379 | -3.079 | -3.052 | 0.0475 | -1.257 | -1.962 | **0.1834** |

**المصدر:** من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات الملاحق: 7، 8 ، 9 ، 10 ، 11 ، 12 .

بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية عن طريق اختتبار ديكي فولر توصلنا الى النتائج التالية:

-أشارت نتائج اختبار ديكي فولر ADF المطور الواردة في الجدول رقم(3-1) إلى أن المتغيرات الإقتصادية جميعها غير مستقرة ( nonstationarety)، عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت قيم إحصائية ADF المحسوبة أكبر من القيم الجدولية ،ودرجة تباطؤ تساوي (0) من خلال النماذج الثلاث.وبعد ذلك أجري اختبار ديكي فولر الموسع بعد أخذ الفروق من الدرجة الأولي (First-difference) ، عند نفس درجة التأخر تبين أن السلاسل الزمنية لمتغيرات مؤشر أسعار الأسهم، سعر الصرف، أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم ،سعر الفائدة ،والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي استقرت عند مستوى معنوية 5٪ ،كما أظهرت النتائج أن قيم إحصائية ADF المحسوبة جميعها مقبولة كونها أقل من قيمها الجدولية ، وبتالي تعتبر هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى؛

-عدم استقرار السلسلة الزمنية للكتلة النقدية M2 ،بعد إجراء اختبار ديكي فولر الموسع عند الفروق من الدرجة الأولى حيث كانت قيمة إحصائية ADF المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية 5٪ ،مما تطلب إجراء اختبار ديكي فولر الموسع عند الفروق من الدرجة الثانية أين استقرت السلسلة ،وكان احتمال إحصائية ADF أقل من 0.05؛

**ثالثا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle-Granger*)**

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرارية، وجد أن هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى ما عدا سلسلةM2، ومن خلال ذلك فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل، وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار (*Engle-Granger*).

**•تقدير العلاقة الانحدارية**

تأخذ العلاقة الانحدارية بين مؤشر أسعار الأسهم INDEX ومؤشرات (سعر الصرفER، أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخمCPI، سعر الفائدةIR، الكتلة النقديةM2، والناتج المحي الإجمالي الحقيقيRGDP ) الشكل التالي:

$$LINDEX_t = \beta_0 + \beta_1 LER_t + \beta_2 CPI_t + \beta_3 LIR_t + \beta_4 LM2_t + \beta_5 LRGDP_t$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية[1]:

$$LINDEX_t = 1439.278 - 1107.626\, LER_t - 0.0292\, CPI_t - 0.3195\, LIR_t + 1.5526\, LRGDP_t$$

$F=13.2637(0.000113)$.....$R^2 = 0.7912$ .....$DW= 1.5939$

من خلال استخلاص البواقي بعد تقدير العلاقة الانحدارية تحصلنا على سلسلة البواقي Zالممثلة في الشكل التالي[2]:




**الشكل رقم (3-7):** سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012.

**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7.

[1] انظر الملحق رقم: 26

2- انظر الملحق رقم: 32

**•دراسة إستقرارية سلسلة البواقي**

نقوم باختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر من خلال اختبار باستخدام اختبار ديكي فولر المطور، وتتلخص نتائج الاختبار في الجدول التالي :

| المتغير | مستوى الإستقرارية | النموذج 3 | | | النموذج2 | | | النموذج1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال |
| Z | المستوى | -3.143 | -3.690 | 0.1265 | -3.361 | -3.040 | 0.027 | -3.458 | -1.961 | 0.0017 |

**الجدول رقم(3-2)** :نتائج اختبار "ديكي فولر" ADF الموسع للبواقي Z.[1]

**المصدر**:من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7

-أشارت نتائج اختبار ديكي فولرADF المطور الواردة في الجدول رقم (3-2) إلى أن سلسلة البواقيZ مستقرة ( stationarety)، عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت قيم إحصائية ADF المحسوبة أقل من القيم الجدولية ،ودرجة تباطؤ تساوي (0) من خلال النماذج الثاني والثلاث، وبتالي سلسلة البواقي Z متكاملة من الدرجة 0.

من خلال النتائج السابقة يتضح أن هناك علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل بين مؤشر أسعار الأسهم INDEX ومؤشرات (سعر الصرفER، أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخمCPI، سعر الفائدةIR، الكتلة النقديةM2، والناتج المحي الإجمالي الحقيقيRGDP ).

[1] – انظر الملحق رقم: 13

**رابعا: تقدير نموذج تصحيح الخطأ**

يأخذ نموذج تصحيح الخطأ النموذج في شكله العام الضيغة التالية :

$$D(LINDEX) = \alpha + \beta iXi + \theta\varepsilon_{t-1}$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:[1]

***D_LINDEX***=−0.765602+0.604495***D_CPI***−
7482.***104D_LER***+0.696443***D_LIR***+3245489***D_LRGDP***+0.272079***D_CPI***(−
1)+2722.743***D_LER***(−1)−0.870405***D_LIR***(−1)+21.98861***D_LRGDP***(−
1)+2992.392***D_LER***(−2)+4.667220***D_LIR***(−2)−22.11501***D_LRGDP***(−2)−
7.011549***Z(−1)***

F=40.614 (0.0055).....$R^2$ = 0.9938 .....DW= 2.999

بعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ توصلنا إلى النتائج التالية :

-من خلال اختبار ستيودنت للمعنوية فإن كل معلمات النموذج معنوية إحصائيا لأن احتمال إحصائية t للمعلمات اقل من 0.05 .

-من خلال إختبار فيشر لمعنوية النموذج نلاحظ أن احتمالية (F=0.0055) اقل من 0.05 ، ما يعني أن النموذج ذو معنوية إحصائية وبتالي فهو مقبول من الناحية الإحصائية.

-إن معامل التحديد يقدر بـ 0.9938 أي أن المتغيرات ( d_cpi ، d_ler ، d_lir ، d_lrgdp d_cpi(−1)، d_ler(−1) ، d_lir(−1) ، d_lrgdp(−1) ، d_cpi(−2) ، d_ler(−2)، d_lir(−2)، d_lrgdp(−2) )، تفسر بنسبة 99.38 % المتغير التابع المتمثل

[1] انظر الملحق رقم: 27

في مؤشر أسعار الأسهم d_lindex،أما النسبة الباقية(0.62%) تعود إلى عوامل أخرى خارج عن النموذج .

-إن معامل التعديل Z(−1) يساوي (7.115−)، ويأخذ القيمة السالبة وهذا مقبول إحصائيا ، أي أن المتغيرات المستقلة تعدل المتغير التابع بنسبة 701.15% في الفترة الواحدة(سنة) ، أي أن مؤشر أسعار الأسهم يعود إلى التوازن( يتأثر بالمتغيرات المستقلة) بنسبة 100 % بعد مرور شهر و 21يوم.

-هناك علاقة طردية بين التغيرات في معدلات التضخم وبين التغير في مؤشر سوق رأس المال ، حيث التغير في التضخم بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ0.6% في نفس الاتجاه؛

- هناك علاقة طردية بين التغيرات في معدلات التضخم للفترة(t−1) وبين التغير في مؤشر سوق رأس المال ، حيث التغير في التضخم للفترة(t−1) بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ0.27% في نفس الاتجاه؛

-هناك علاقة عكسية بين التغيرات في أسعار الصرف والتغير في مؤشر سوق رأس المال، حيث التغير في سعر الصرف بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ7882.104% ؛

-هناك علاقة طردية بين التغيرات في أسعار الصرف للفترة(t−1) و(t−2) ،والتغير في مؤشر سوق رأس المال، حيث التغير في سعر الصرف للفترة(t−1) و(t−2) بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ2722.7% و 2992.3% على التوالي في نفس الاتجاه؛

-هناك علاقة طردية بين التغيرات في أسعار الفائدة للفترة tو(t−2)والتغير في مؤشر سوق رأس المال ، حيث التغير في سعر الفائدة في الفترتين بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ0.69% و4.66% على التوالي في نفس الاتجاه؛

-هناك علاقة عكسية بين التغيرات في أسعار الفائدة للفترة (t−1) والتغير في مؤشر سوق رأس المال ، حيث التغير في سعر الفائدة في الفترة(t−1) بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ0.87% على التوالي ؛

-هناك علاقة طردية بين التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والتغير في مؤشر سوق رأس المال ، حيث التغير الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ32.45% في نفس الاتجاه؛

-هناك علاقة طردية بين التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفترة(t−1) و(t−2) ،والتغير في مؤشر سوق رأس المال، حيث التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفترة(t−1 أو(t−2) بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ21.98% و 22.11% على التوالي في نفس الاتجاه؛

**خامسا: اختبار صلاحية نموذج**

يمر اختبار صلاحية النموذج من خلال بأربع مراحل كمايلي:

**•اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار*Ljung−Box*[1]:**

بفحص دالتي الارتباط الذاتي AC والارتباط الذاتي الجزئيDAC سلسلة البواقي، يتضح أن المعاملات المحسوبة من الفجوات K ، حيثK>0 لا تختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة ) واختبار *Ljung−Box يثبت ذلك، إذ أن إحصائية LB المحسوبة* (آخر قيمة في العمود*Q−Stat*) − (LB=10.578) أصغر من القيمة الجدولية( $X^2_{0.05\ .6}$= 21.026 )، وبتالي نقبل فرضية العدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0=P_1=P_2.....=P_t=0$) وبتالي عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود البواقي.

[1] انظر الملحق رقم: 28

**•اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي**[1]

بعد القيام باختبار(Jargue-Bera) الذي يختبر التوزيع الطبيعي للبواقي وجدنا أن احتمال إحصائية (Jargue-Bera) يساوي0.7328 وهي أكبر من القيمة 0.05،وبتالي سلسلة البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا.

**•اختبار الارتباط الذاتي من الدرجةk** [2]

يتم الكشف عن مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة k عن طريق اختبار-Breusch Godfey، بعد إجراء الاختبار تبين أن احتمال إحصائية *BG ($N.R^2$)، يساوي 0.9935* وهو أقل من القيمة 0.05 ، وبتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجةk .

**•اختبار تجانس تباين الأخطاء**[3]

يتم الكشف عن مشكل عدم تجانس تباين الخطأ من خلال اختبار ARCH، إذ وبعد إجراء الاختبار أظهرت النتائج أن احتمال إحصائية *ARCH ($N.R^2$)* أكبر من القيمة 0.05، والتي تساوي 0.3624، وبتالي وجود تجانس تباين الأخطاء.

من خلال النتائج الايجابية المتحصل عليها في الاختبارات الأربعة لاختبار صلاحية النموذج اتضح ان النموذج المدروس صالح لتعبير عن العلاقة بين مؤشر أسعار الأسهم السعودي كمتغير تابع والمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد السعودي كمتغيرات مستقلة لخلوه من المشاكل الإحصائية

[1] -انظر الملحق رقم: 29

[2] -انظر الملحق رقم: 30

[3] -انظر الملحق رقم: 31

**المطلب الثالث: أثر المتغيرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية على مؤشر أسعار الأسهم السعودي.**

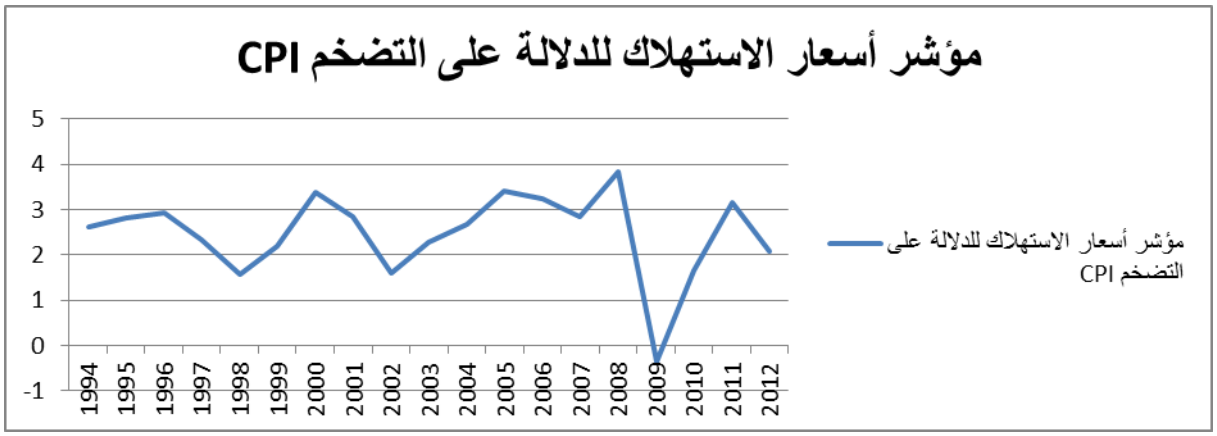
بعد أن تم قياس أثر المتغيرات الاقتصادية السعودية على مؤشر أسعار الأسهم لسوق رأس المال السعودي سنقوم من خلال هذا المطلب بقياس أثر المتغيرات الاقتصادية الأجنبية(الأمريكية) على مؤشر أسعار الأسهم السعودي خلال الفترة بين 1994 و2012.

**أولا: الدراسة الوصفية للمتغيرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية**

تتم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط، الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة إلى الوسيط.

**•سلسلة مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم CPI للولايات المتحدة الأمريكية**

من خلال الشكل رقم(3-8) المعبر عن تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم يتضح أن معدل التضخم يتماشى وحالة الاقتصاد الأمريكي، فقد شهدت معدلات التضخم خلال أزمة دول شرق أسيا سنة 1997 انخفاض كان نتيجة تباطؤ الاقتصادي الأمريكي جراء تأثره بالأزمة ، ليأخذ منحنى تصاعدي كنتيجة للانتعاش الاقتصادي بداية من سنة 1999، واستمر ارتفاع معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة بعد الارتفاع في أسعار المواد النفطية بداية من سنة 2003 جراء الاضطربات الاقليمية (الحرب على العراق سنة 2003)، وفي سنة 2008 وبعد الأزمة المالية العالمية دخل الاقتصاد الأمريكي في ركود اقتصادي ساهم بشكل كبير في انخفاض معدلات التضخم الى ادنى مستوياتها، ليرتفع سنة 2010 الى مستوياتها المعتدلة بعد زوال تداعيات الأزمة المالية جراء الاصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الولايات المتحدة الأمريكية.




**الشكل رقم (3-8):** تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم خلال الفترة 1994-2012.

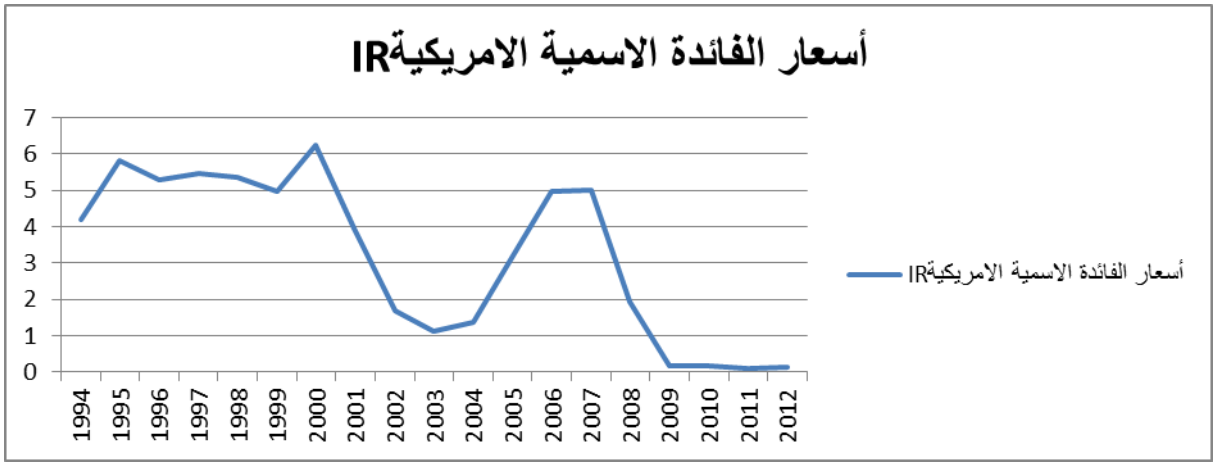
**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank*،*Database*، وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريمCPI"من19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط2.677237وقيمة عظمى 3.839100 سجلت سنة 2008 وقيمة صغرى 0.355550- سجلت سنة 2009 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 2.472610 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.938243 .[1]

**•سلسلة سعر الفائدة IR**

من خلال الشكل رقم (3-9) المعبر عن مؤشر أسعار الفائدة الإسمية الأمريكية يتضح أن السياسة النقدية تمكنت من مسايرة الانتعاش الأقتصادي، حيث بقيت سعار الفائدة منخفضة خلال الفترة 2000-2003،لترتفع بعد ذلك كنتيجة للسياسة النقدية الإنكماشية المتبعة من طرف البنك الفدرالي الأمريكي، لكن وبعد الركود الاقتصادي سنة 2008 جراء أزمة الرهن العقاري سارعت السلطة النقدية الى نخيض أسعار الفائدة الطويلة الأجل من خلال سياسة نقدية توسعية ،وبقيت مستوياتها منخفضة تماشيا مع حالة التباطؤ الاقتصادي للاقتصاد الأمريكي.

[1]- انظر الملحق رقم: 5




**الشكل رقم (3-9):** تطور أسعار الفائدة خلال الفترة 1994-2012

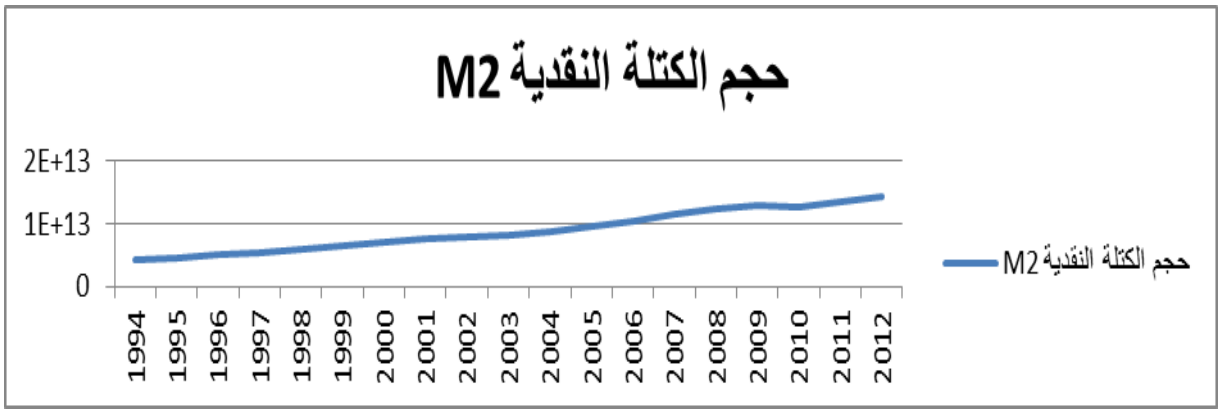
**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank، Database*، وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون سلسلة "لوغاريتمIR" من19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 1.355835وقيمة عظمى 1.830980 سجلت سنة ، 1995وقيمة صغرى 2.302585- سجلت سنة 2011 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 0.588978 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره1.445721 .[1]

- **سلسلة الكتلة النقدية M2**

من خلال الشكل رقم (3-10) المعبر لتطور السيولة المحلية M2 خلال الفترة 1994-2012، يتضح تزايد مستمر للكتلة النقدية M2 ، كنتيجة لانتعاش الاقتصادي للاقتصاد الامريكي كما يلاحظ تأثر الكتلة النقدية بالأزمة المالية العالمية سنة2008، بحيث شهدت انخفاضا خلال سنة 2009 .

[1]- انظر الملحق رقم: 5




**الشكل رقم (3-10)** :تطور الكتلة النقدية M2 خلال الفترة 1994-2012

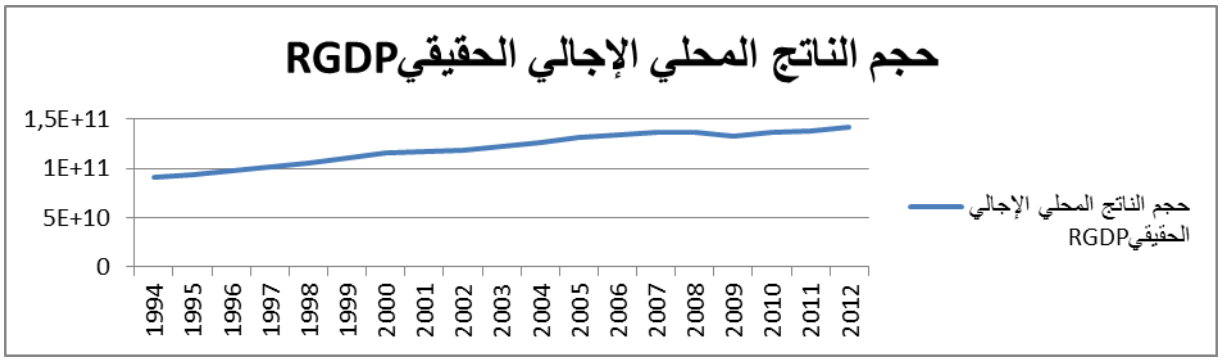
**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank،Database* ،وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريتمM2" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط29.73895وقيمة عظمى 30.28375 سجلت سنة 2012 وقيمة صغرى 29.10062 سجلت سنة 1994 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 29.74457 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.383237 .[1]

**•سلسلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي RGDP**

من خلال الشكل رقم (3-11) المعبر لتطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي RGDP خلال الفترة 1994-2012، يتضح تزايد مستمر للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، الا انه تأثر بأزمة الرهن العقاري سنة 2008 .

[1] انظر الملحق رقم: 5




**الشكل رقم (3-11)** :تطور الناتج المحلي الحقيقي الاجمالي خلال الفترة 1994-2012.

**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank*،*Database*، وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريتمRGDP" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط25.52787وقيمة عظمى25 ، 68131سجلت سنة 2001 وقيمة صغرى .25 سجلت سنة 1995، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 1.2455 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره1.0.15558 .[1]

**ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:**

تبنى دراسة الاستقرارية على مجموعة من وفي حالة عدم تحقق ، *ADF*المراحل بداية بفحص دوال الارتباط الذاتي، تحديد درجة التأخير ثم إجراء اختبار خاصية الاستقرارية يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية ...وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر المتغيرات

- **دراسة استقرارية السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم:**

الجدول التالي يبين نتائج اختيار ديكي فولرADF المطور لاستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة[2]:

[1] انظر الملحق رقم: 5

[2] – انظر الملحق رقم: 14، 15 ، 16 ، 17 .

**الجدول رقم (3-3):** نتائج اختبار ديكي فولر ADF المطور لاستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

| المتغير | مستوى الاستقرارية | النموذج 3 | | | النموذج2 | | | النموذج1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | **الاحتمال** |
| LINDEX | المستوى | -1.691 | -3.690 | 0.7128 | -1.460 | -3.040 | 0.5296 | 0.761 | -1.691 | **0.8694** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -4.954 | -3.710 | 0.0055 | -4.950 | -3.052 | 0.0012 | -4.816 | -1.962 | **0.0001** |
| LCPI | المستوى | -3.969 | -3.690 | 0.0303 | -4.046 | -3.040 | 0.0068 | -1.156 | -1.961 | **0.2160** |
| LIR | المستوى | -2.288 | -3.759 | 0.4145 | -0.363 | -3.040 | 0.8963 | -1.531 | -1.962 | **0.1147** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -4.480 | -3.791 | 0.0167 | -3.577 | -3.098 | 0.0215 | -2.951 | -1.962 | **0.0057** |
| LM2 | المستوى | -2.050 | -3.759 | 0.5293 | -1.394 | -3.081 | 0.5566 | 5.016 | -1.966 | **0000،1** |
| | الفروق من الدرجة 1 | -5.756 | -3.759 | 00019 | -5.438 | -3.081 | 0.0007 | -0.453 | -1.968 | **0.4996** |
| LRGDP | المستوى | -1.997 | -3.710 | 0.5615 | -2.749 | -3.040 | 0.0854 | 1.726 | -1.962 | **0.9742** |
| | الفروق من الدرجة1 | -3.937 | -3.791 | 0.0397 | -2.172 | -3.052 | 0.2219 | -1.221 | -1.962 | **0.1944** |

**المصدر:**من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات الملاحق 15 ، 16 ، 17 ، 18

بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية عن طريق اختتبار ديكي فولر توصلنا الى النتائج التالية:

-أشارت نتائج اختبار ديكي فولر ADF المطور الواردة في الجدول رقم(**3-3**)، إلى أن المتغيرات الإقتصادية غير مستقرة ( nonstationarety)، عند مستوياتها الأولى (Levels)، ماعدا سلسلة CPI التي استقرت عند المستوى نظرا لأن احتمال احصائية فيشر أقل من 0.05%، في حين سجل الاختبار لباقي سلاسل المتغيرات المأخوذة قيم إحصائية ADF المحسوبة أكبر من القيم الجدولية عند درجة تباطؤ تساوي (0) من خلال النماذج الثلاث.مما

إستدعى أجراء اختبار ديكي فولر الموسع بعد أخذ الفروق من الدرجة الأولي–(First difference) ، عند نفس درجة التأخر حيث تبين أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الكتلة النقدية M2، سعر الفائدة IR،والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي RGDP استقرت عند مستوى معنوية 5٪ ،كما أظهرت النتائج أن قيم إحصائية ADF المحسوبة جميعها مقبولة كونها أقل من قيمها الجدولية ، وبتالي تعتبر هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى.

**ثالثا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle–Granger*)**

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرارية، وجد أن هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى ما عدا سلسلة CPI، ومن خلال ذلك فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل، وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار (*Engle–Granger*).

*** تقدير العلاقة الانحدارية**

تأخذ العلاقة الانحدارية بين مؤشر أسعار الأسهم INDEX ومؤشرات (سعر الفائدة IR، الكتلة النقدية M2، والناتج المحي الإجمالي الحقيقي RGDP ) الشكل التالي:

$$LINDEX_t = \beta_0 + \beta_1 LIR_t + \beta_2 LM2_t + \beta_3 LRGDP_t$$

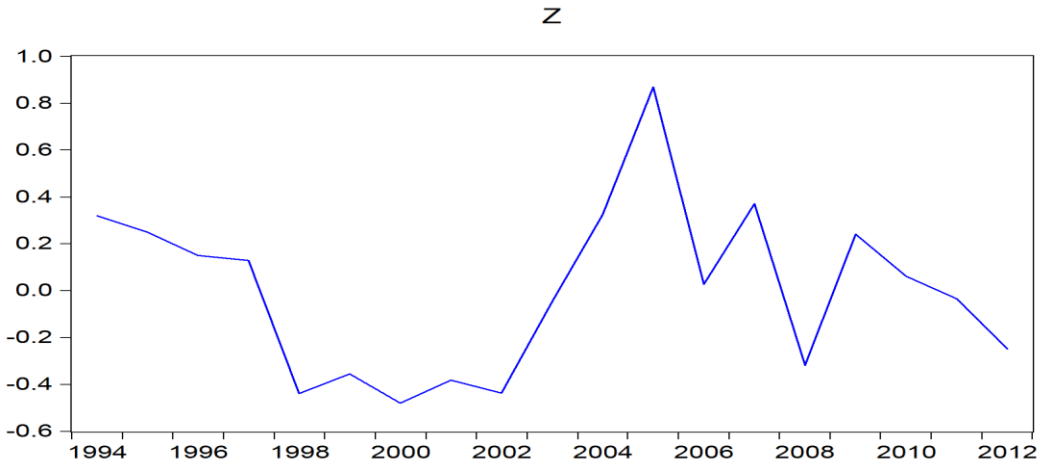
بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية[1]:

$$LINDEX_t = -170.3994 - 0.0032\, LIR_t - 1.5287\, LM2_t + 8.7868\, LRGDP_t$$

$F=18.88145(0.000024)$.....$R^2 = 0.790632$ .....$DW= 1.149267$

[1]– انظر الملحق رقم:26

من خلال استخلاص البواقي بعد تقدير العلاقة الانحدارية تحصلنا على سلسلة البواقي Zالممثلة في الشكل التالي[1]:




**الشكل رقم (3-12):** سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012

**المصدر:**من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7

***دراسة إستقرارية سلسلة البواقي**

نقوم باختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر من خلال اختبار باستخدام اختبار ديكي فولر المطور، وتتلخص نتائج الاختبار في الجدول التالي :

**الجدول رقم(3-4)** :نتائج اختبار "ديكي فولر" ADF الموسع للبواقي Z.[2]

| المتغير | مستوى الإستقرارية | النموذج 3 | | | النموذج2 | | | النموذج1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال |
| Z | المستوى | -2.561 | -3.733 | 0.2989 | -2.524 | -3.065 | 0.1283 | -0.093 | -1.961 | 0.6377 |

**المصدر:**من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7

[1] -انظر الملحق رقم:32

[2] انظر الملحق رقم:18

أشارت نتائج اختبار ديكي فولر ADF المطور الواردة في الجدول رقم (3-4) إلى أن سلسلة البواقيZ غير مستقرة ( nonstationarety)، عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت قيم إحصائية ADF المحسوبة أكبر من القيم الجدولية،ودرجة تباطؤ تساوي (0) من خلال النماذج الثلاث، وبتالي سلسلة البواقي Z غيرمتكاملة من الدرجة 0.

من خلال النتائج السابقة يتضح أنه ليس هناك علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل بين مؤشر أسعار الأسهم INDEX ومؤشرات (سعر الفائدةIR، الكتلة النقديةM2، والناتج المحي الإجمالي الحقيقي RGDP، ومنه لايمكن تشكيل نموذج تصيح الخطأ.

## ***المبحث الثالث : قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والأجنبية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني***

يعتبر الاقتصاد الاردني من الاقتصاديات الأكثر انفتاحا، حيث تقيم الأردن منطقة تجارة حرة مع الولايات المتحدة الامريكية مما يجعل اقتصادها يتأثر بالتقلبات الاقتصادية الدولية خاصة التقلبات الخاصة بالدول المرتبطة بأقتصادياتها، وعليه فمن خلال المبحث الثالث سنقوم بدراسة اثر المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية على مؤشرات اسعار الأسهم الأردني.

### **المطلب الأول : المؤشر العام لأسعار الأسهم الأردني*ASE***

يعتبر المؤشر العام لأسعار الأسهم من أهم مؤشرات أداء السوق المالي كونه يعبر عن الحالة الاقتصادية العامة للدولة من خلال أداء الشركات المدرجة في السوق المالي.

### **أولا: التعريف بالمؤشر العام لأسعار الأسهم الأردني*ASE***

بدا سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتباراً من بداية عام 2004. علماً بأنه إضافة إلى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة.وبعد دراسات إحصائية مكثفة، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس ( الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره إلى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين

شركة في عام 1994 والى سبعين شركة في عام 2001 والى 100 شركة في العام 2007، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة. ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، ، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد اند بورز S&P والـ FTSE Group وشركة داوجونز Dow Jones Indexes، وقد تم تطبيق معايير شركة داوجونز في اختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها. ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعها اقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع. ويتكون المؤشر من اكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد. ويحدد وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر. كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999.

يتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته.

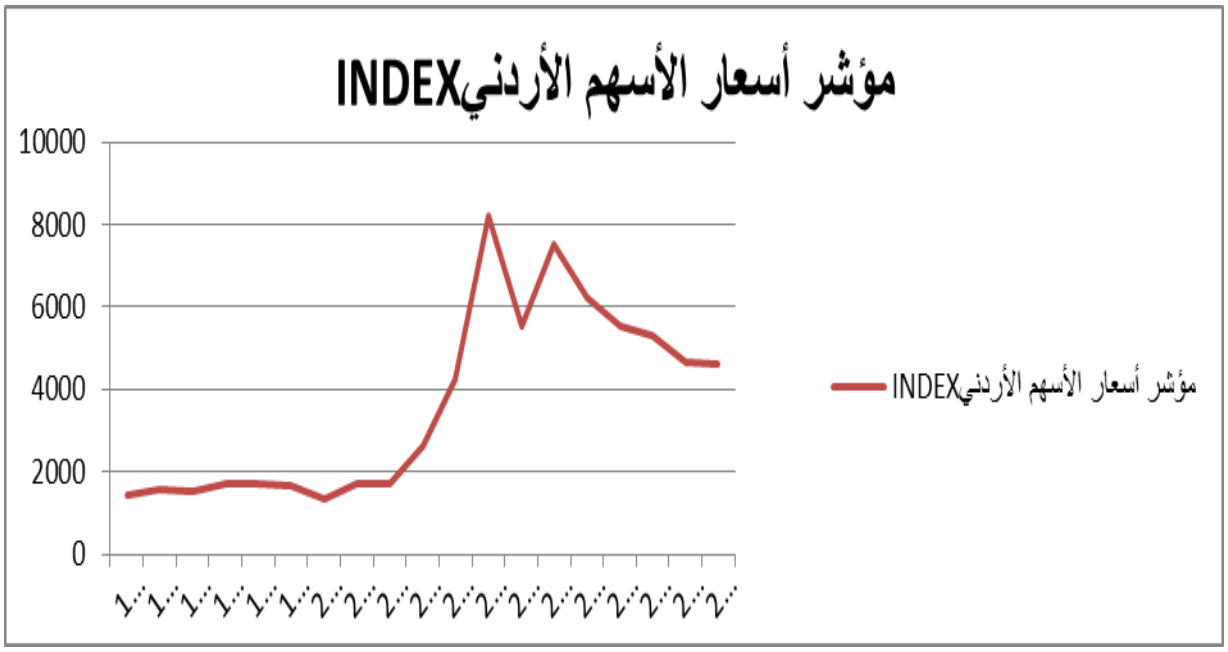
يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على أخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقة لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد اثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط؛[1].

**ثانيا: التحليل الوصفي والاحصاءي لسلسلة مؤشر أسعار الأسهم** *INDEX*

يتضح من خلال الشكل رقم (3-13) المعبر عن تطور مؤشر اسعار الأسهم الأرني خلال الفترة 1994-2012، أن المؤشر العام بدأ في الارتفاع بداية من سنة 2003 وهذا لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية، حيث أدى الإنتعاش الاقتصادي العالمي وانخفاض أسعار الفائدة الأجنبية إلى زيادة تدفق رؤوس ألاموال الأجنبية مما عزز ثقة المستثمرين في تنشيط حركة أسواق رأس المال الأدرني، كما ساهمت الاصلاحات التي شملت الاقتصاد المحلي وسوق رأس المال في ارتفاع مؤشر

[1]- سوق عمان المالي نبذة عامة من الموقع الإلكتروني*http://www.jsc.gov.jo/jsc_arabic/history.asp* ، تاريخ الاطلاع: 2014/05/21.

أسعار الأسهم ، ويعزى هذا الارتفاع كذلك إلى ادراج ستين شركة ضمن المؤشر العام. إستمر المؤشر في الارتفاع إلى غاية سنة 2007 أين بدأ بالتراجع تدريجيا أثر انعكاس اثار الازمة المالية العالمية على السوق، بالرغم من تحسن أداء الاقتصاد الأردني خلال الفترة حيث حقق نمو قدر بـ 5.8% و6.2 5% (الأسعار الثابية) سنتي 2007و2008 على التوالي وارتفعت قيمة التحويلات من الخارج بنسبة نمو قدر بـ16.9% سنة 2007، كما اتفق نادي باريس في أكتوبر 2007 مع الأردن على التسديد المسبق لديونها المقدرة بـ2.5 مليار دولار ، الأمر الذي اعتبره النادي أنه يعكس قوة الأداء الاقتصادي والمالي للأردن وسلامة خطط الحكومة لإدارة الديون[1].




**الشكل رقم (3-13)** :تطور مِؤشر أسعار الأسهم الأردني خلال الفترة 1994-2012

**المصدر**:من اعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك المركزي الأردني ،وبإستخدام برنامج *EXCEL*.

[1]- بالاعتاد على بيانات من النشرة الفصلية للربع الرابع ، لسنة 2007 و2008.

تتكون السلسلة "لوغاريتم *INDEX*" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط7.869019وقيمة عظمى 9.010852 سجلت سنة 2005 وقيمة صغرى 7.193310سجلت سنة 2000 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 7.997132 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.651704 .[1]

**المطلب الثاني: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية المحلية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني**

يتم قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر أسعار الأسهم من خلال دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ومن ثم اختبار علاقة التكامل المشترك ليتم في الأخير تقدير نموذخ تصحيح الخطأ.

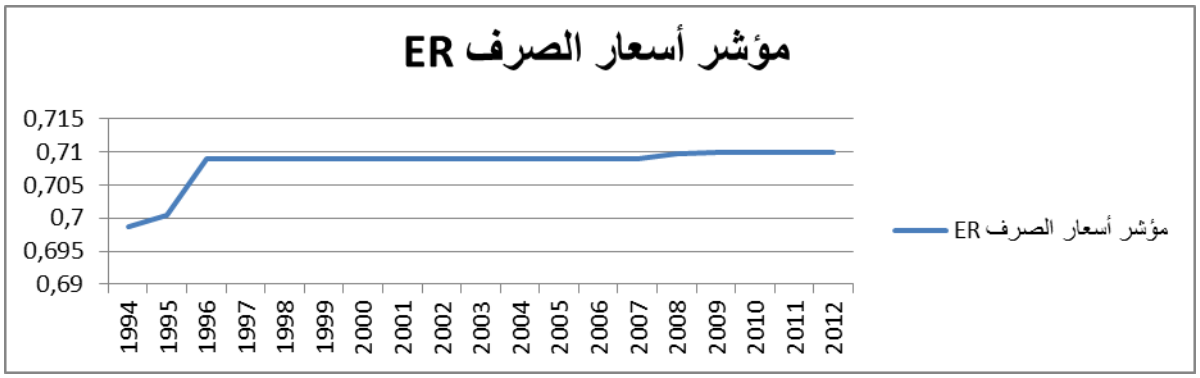
**أولا: الدراسة الوصفية للمتغيرات الاقتصادية الأردنية**

تتم هذه الدراسة الوصفية من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية للمتغيرات المدروسة، المتوسط، الانحراف المعياري، أقصى وأدنى قيمة إضافة إلى الوسيط.

- **سلسلة سعر الصرف*ER***

من خلال الشكل المعبر عن تطور مؤشر أسعار الصرف الاسمية للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 1994-2012، يتضح ثبات مستويات سعر الصرف على طول الفترة مايبرر اتباع الأردن لنظام سعر الصرف المثبت مقابل عملة الدولار الأمريكي بهامش تقلب 5%، بالرغم من ارتفاع ضئيل في مستوياتها عامي 1996 و2008، حيث يعزى ذلك الى السياسة النقدية المنتهجة المستهدفةلتقليص حجم العجز الموازني خاصة في ظل الارتفاع المستمر لأسعار النفط.

[1] – انظر الملحق رقم: 6




**الشكل رقم (3-14)** :تطور أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار خلال الفترة 1994-2012
**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank*،*Database*، وباستخدام برنامج*Excel*.

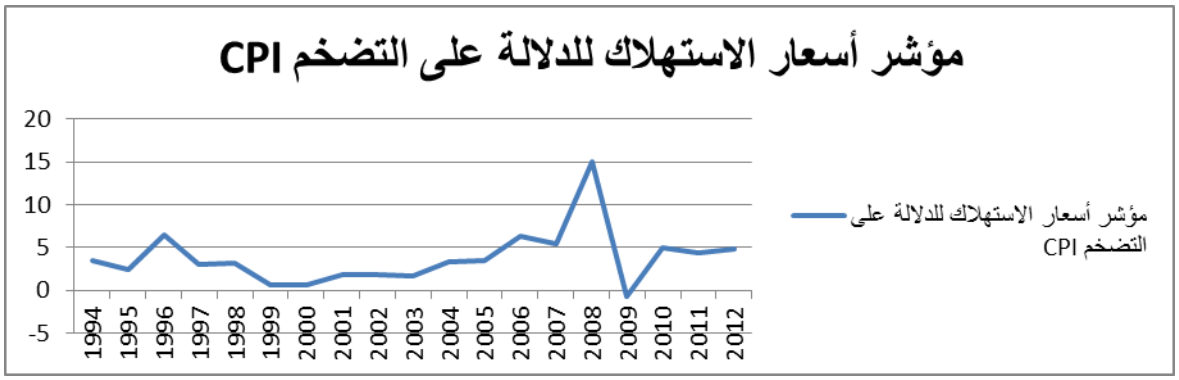
تتكون السلسلة "لوغاريتمER" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط0.343900-وقيمة عظمى0.342490- وقيمة صغرى0.358442-سجلت سنة 1994 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته0.344964- ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.004400 .[1]

**•سلسلة مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخمCPI**

من خلال الشكل رقم(3-15) المعبر عن تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم في الأردن ، يتضح ارتباط مستويات التضخم بتغيرات أسعار النفط العالمية والتي ترتبط بدورها بحجم الانتعاش الاقتصادي العالمي عامة والاقتصاد الأمريكي خاصة، فقد بدات مستويات التضخم في الأردن بالانخفاض بداية من سنة 2007 تزامنا من التباطؤ الاقتصادي العالمي ، ليرتفع بداية من سنة 2003 بشكل مستمر نتيجة لارتفاع أسعار النفط وأسعار المواد الغذائية ،ومع انقضاء العمل بالمنحة النفطية سنة 2005 وتخفيض الحكومة الدعم الممنوح للمشتقات النفطية ارتفعت أسعارها وتزامنا مع

[1] -انظر الملحق رقم: 6

انخفاض حجم المساعدات الخارجية جعل معدلات التضخم تصل الى حدودها القصوى سنة2008، ومن ثم وبعد الازمة المالية العالمية تراجعت معدلات التضخم لتسجل أدنى مستوى لها سنة2009.




**الشكل رقم (3-15):** تطور مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم في الأردن خلال الفترة 1994-2012

**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank،Database* ،وباستخدام برنامج*Excel*.

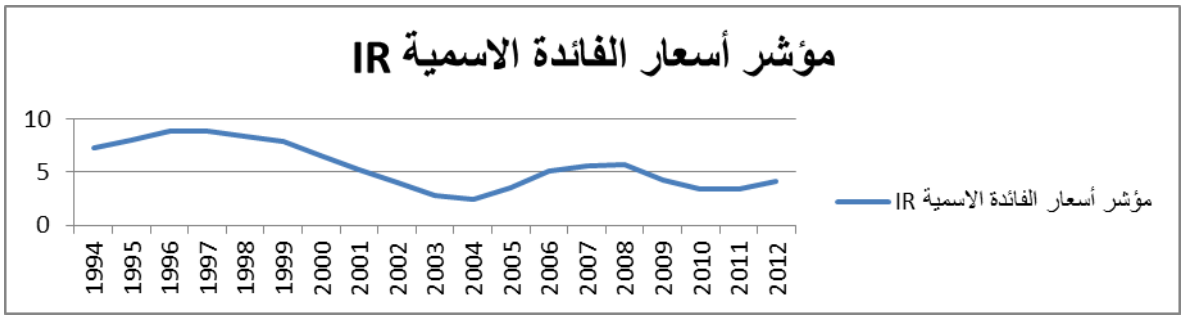
تتكون السلسلة "لوغاريتمCPI" من19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط3.361868وقيمة عظمى 14.92782 سجلت سنة 2007 وقيمة صغرى 0.678178- سجلت سنة 2008 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 3.786554 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره3.322780 .[1]

**•سلسلة سعر الفائدة IR**

من خلال الشكل رقم (3-16) المعبر عن تطور مؤشر أسعار الفائدة الاسمية في الأردن يتضح أن السياسة النقدية مسايرة للوضع الاقتصادي للأردن، فخلال المرحلة مابين1996 و2005 انخفضت معدلات الفائدة نظرا لانخفاض معدلات الفائدة الاجنبية كنتيجة للتباطؤ الاقتصاد العالمي ،

[1] -انظر الملحق رقم: 6

لترتفع بداية من سنة2006 كنتيجة لارتفاع معدلات التضخم خلال الفترة مما جعل السلطة النقدية تتبع سياسة نقدية انكماشية لكبح الضغوط التضخمية الناجمة عن ارتفاع اسعار النط والمواد الغذائية الأساسية ،وفي سنة 2008 انخفظت أسعار الفائدة بعد تأثرها بالأزمة المالية العالمية.




**الشكل رقم (3-16):** تطور أسعار الفائدة خلال الفترة 1994-2012

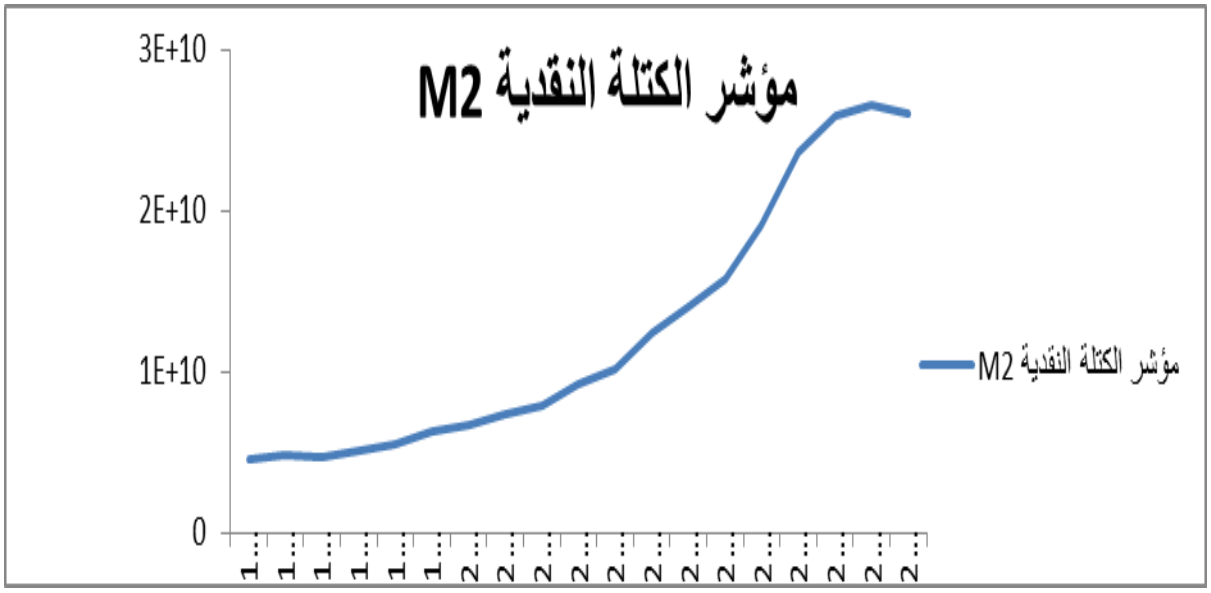
**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank*،*Database* ،وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغريتمIR" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 1.646734وقيمة عظمى 2.187174 سجلت سنة 1997 وقيمة صغرى 0.912283 سجلت سنة 2004 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 1.638531 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.404212 .[1]

**•سلسلة الكتلة النقدية M2**

من خلال الشكل رقم (3-17) المعبر عن تطور مؤشر الكتلة النقدية M2 يتضح تزايد مستمر للكتلة النقدية على طول الفترة،الا أن معدل نموها اختلف من فترة الى أخرى فيلاحظ ارتفاع معدل نمو الكتلة النقدية خلال الفترة ما بين 2003 و 2009،ويعزى ذلك لزيادة تدفق رؤوس ألاموال الأجنبية بعد انخفاض معدلات الفائدة الاجنبية .

[1]- انظر الملحق رقم: 6




**الشكل رقم (3-17)** :تطور الكتلة النقدية M2 في الأردن خلال الفترة 1994-2012

**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على *World Bank ،Database* 2012 ،وباستخدام برنامج*Excel*.

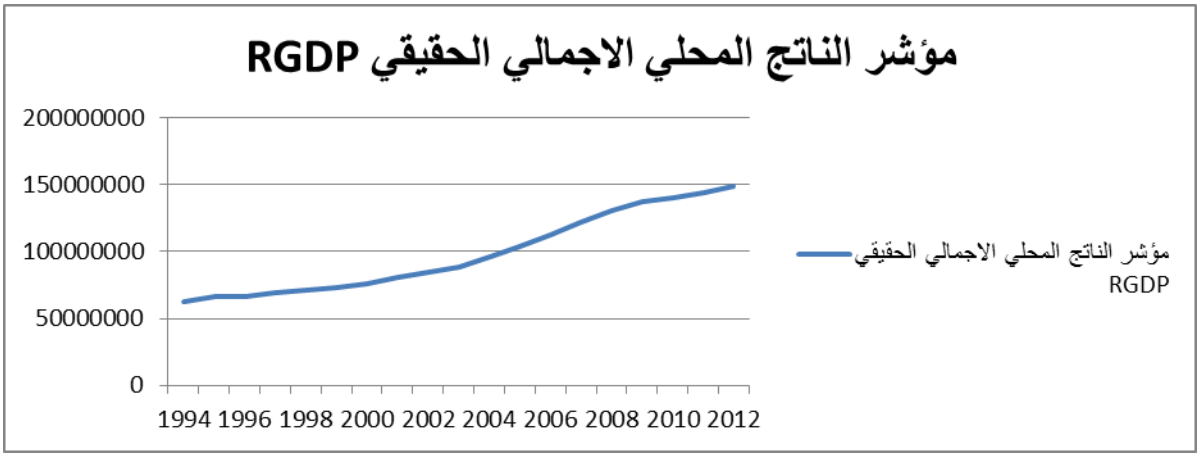
تتكون السلسلة "لوغاريتمM2" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 22.94707وقيمة عظمى 24.00218 سجلت سنة 2012 وقيمة صغرى 22.23403 سجلت سنة 1994 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته23.04535 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.639500 .[1]

- **سلسلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي RGDP**

من خلال الشكل رقم(3-18) المعبر عن تطور مؤشر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الأردني يتضح أنه يأخذ منحنى تصاعدي عبر طول الفترة 1994-2012، إلا أن معدل نمو الناتج يتفاوت من فترة إلى أخرى، حيث شهدت الفترة مابين 1994 و 1999 نمو متباطئ للناتج كمحصلة لعدة عوامل متعددة أثرت على الإقتصاد الأردني أبرزها: انعكاسات تجميد عملية السلام سنة 1996 وأثار العقوبات المفروضة على الصادرات الصناعية للعراق، وكذلك تصحيح الدورة الاقتصادية في قطاع

[1] -انظر الملحق رقم: 6

الإنشاءات عقب ازدهار استثنائي. ليرتفع معدل نموالناتج خلال الفترة مابين 2000-2012 نتيجة لتحسن أداء الصادرات السلعية وسياسة نقدية ميسرة ومتكيفة مع الظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وكذا نجاح الاصلاحات الإقتصادية[1] ، لكن وبالرغم من ذلك فأن الاقتصاد الأردني تأثر بالأزمة المالية العالمية سنة 2008 نتيجة انفتاح الاقتصاد الأردني واندماجه خاصة نحو الولايات المتحدة الأمريكية ماجعل النمو يتباطئ خلال الأزمة




**الشكل رقم (3-18)** :تطور الناتج المحلي الحقيقي الاجمالي لأردني خلال الفترة 1994-2012

**المصدر** :من إعداد الطالب بالاعتماد على 2012 *World Bank*،*Database* ،وباستخدام برنامج*Excel*.

تتكون السلسلة "لوغاريتمRGDP" من 19 مشاهدة، تمتد من سنة 1994 إلى سنة 2012، بمتوسط 18.30006وقيمة عظمى18.81494 سجلت سنة 2012 وقيمة صغرى 17.94870سجلت سنة 19945 ، بينما ينصِف هذه السلسلة وسيط قيمته 18.36341 ، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره0.303447 .[2]

[1] -**زياد فريز**، التطور المالي والنمو الاقتصادي:حالة الأردن، ندوة تحت عنوان:"تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي"، صندوق النقد العربي، الامارات- أبو ظبي، سنة 2003، ص230 .

[2] - انظر الملحق رقم: 6

**ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة**

تبنى دراسة الاستقرارية على مجموعة من وفي حالة عدم تحقق ، *ADF*المراحل بداية بفحص دوال الارتباط الذاتي، تحديد درجة التأخير ثم إجراء اختبار خاصية الاستقرارية يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية ...وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر المتغيرات؛

**الجدول (3-5):** نتائج اختيار ديكي فولرADF المطور لاستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة[1]

| المتغير | مستوى الاستقرارية | النموذج 3 | | | النموذج2 | | | النموذج1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند 5% | الاحتمال |
| INDEX | المستوى | -2.223 | -3.733 | 0.4468 | -1.090 | -3.040 | 0.6955 | 0.9192 | -1.961 | 0.8968 |
| | الفروق من الدرجة 1 | -3.758 | -3.710 | 0.0387 | -3.945 | -3.052 | 0.0089 | -3.872 | -1.962 | 0.0007 |
| LER | المستوى | -28.14 | -3.710 | 0.0001 | -4.434 | -3.040 | 0.0031 | -1.343 | -961،1 | 0.1595 |
| CPI | المستوى | -4.503 | -3.690 | 0.0114 | -4.201 | -3.040 | 0.0050 | -0.867 | -1.961 | 0.3257 |
| IR | المستوى | -3.384 | -3.710 | 0.0868 | -2924 | -3.052 | 0.0632 | -1.039 | -1.964 | 0.2559 |
| | الفروق من الدرجة 1 | -3.350 | -3.733 | 0.0939 | -3.397 | -3.065 | 0.0271 | -3.387 | -2.717 | 0.0022 |
| M2 | المستوى | -2.562 | -3.710 | 0.2986 | -0.601 | -3.052 | 0.8458 | 6.274 | -1.961 | 1.0000 |
| | الفروق من الدرجة 1 | -1.626 | -3.710 | 0.7384 | -2.013 | -3.052 | 0.2785 | -1.195 | -1.962 | 0.2026 |
| | الفروق من الدرجة 2 | -5.858 | -3.733 | 0.0013 | -5.029 | -3.065 | 0.0012 | -5.205 | -1.964 | 0.0000 |
| RGDP | المستوى | -3.262 | -3.710 | 0.1059 | -0.121 | -3.052 | 0.9320 | 1.473 | -1.962 | 0.9587 |
| | الفروق من الدرجة 1 | -1.728 | -3.710 | 0.6933 | -1.780 | -3.052 | 0.3764 | -1.020 | -1.962 | 0.2639 |
| | الفروق من الدرجة 2 | -6.568 | -3.733 | 0.0004 | -5.895 | -3.065 | 0.0002 | -6.144 | -1.964 | 0.0000 |

**المصدر:**من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات الملاحق 19 ، 20 ، 21 ، 22 ، 23 ، 24 .

[1] – انظر الملحق رقم:19 ، 20 ، 21 ، 22 ، 23 ، 24 .

بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية عن طريق اختتبار ديكي فولر توصلنا الى النتائج التالية:

أشارت نتائج اختبار ديكي فولر ADF المطور الواردة في الجدول رقم(3-4)، إلى أن السلاسل الزمنية لمتغيرات أسعار الصرفER وأسعار الفائدةIR وأسعار الاستهلاك للدلالة على التضخمCPI جميعها مستقرة ( stationarety)، عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت قيم إحصائية ADF المحسوبة أقل من القيم الجدولية ،ودرجة تباطؤها تساوي (0) من خلال النماذج الثلاث.في حين السلاسل الزمنية للمتغيرات الأخرى غير مستقرة عند المستوي. وبعد ذلك أجري اختبار ديكي فولر الموسع بعد أخذ الفروق من الدرجة الأولي (First-difference) ، عند نفس درجة التأخر تبين أن السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهمINDEX استقرت عند مستوى معنوية 5٪ ،في حين لم تستقر سلسلتي الكتلة النقديةM2 والناتج المحلي الإجمالي الحقيقيRGDP بعد أجراء اختبار ديكي فولر الموسع بعد أخذ الفروق من الدرجة الأولى ، مما تطلب إجراء اختبار ديكي فولر الموسع عند الفروق من الدرجة الثانية أين استقرت السلسلة ،وكان احتمال إحصائية ADF أقل من 0.05، وعليه يمكن أن نستنتج مايلي:

-لا يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك في المدى الطويل بين متغير مؤشر أسعار الأسهم وكل من: سعر الصرف، معدل التضخم لأنهما متكاملين من الدرجة "0"؛

-لا يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك في المدى الطويل بين متغير مؤشر أسعار الأسهم وكل من: الكتلة النقدية، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لأنهما متكاملين من الدرجة "2"؛

-يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك في المدى الطويل بين متغير مؤشر أسعار الأسهم وسعر الفائدة لأنه متكامل من الدرجة "1"؛

**ثالثا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle-Granger*)**

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرارية، وجد أن سلسلتي مؤشر أسعار الأسهم وسعر الفائدة متكاملة من الدرجة الأولى ، ومن خلال ذلك فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين المتغيرين واردة في المدى الطويل، وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار (*Engle-Granger*).

**•تقدير العلاقة الانحدارية**

تأخذ العلاقة الانحدارية بين مؤشر أسعار الأسهم INDEX ومؤشر سعر الفائدةIR الشكل التالي:

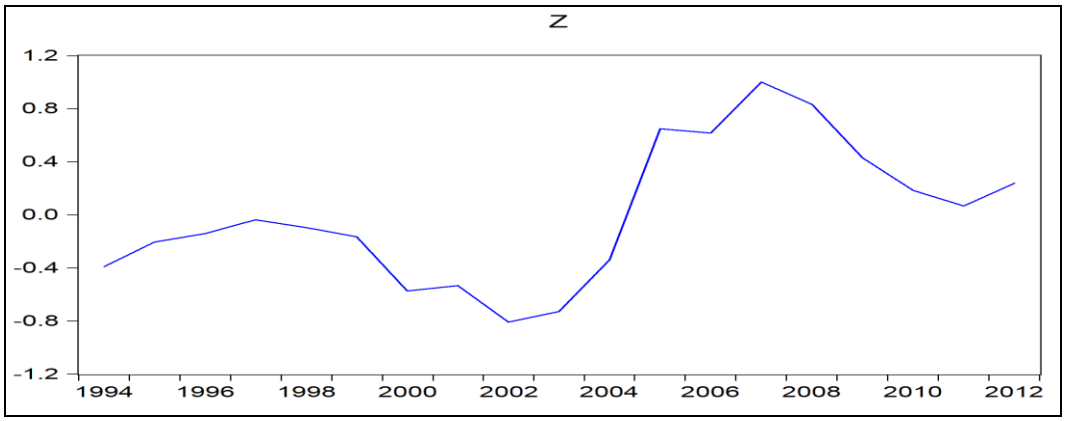
$$LINDEX_t = \beta_0 + \beta_1 LIR_t$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية[1]:

$$LINDEX_t = 9.567 - 0.958\,LIR_t$$

$F=9.2876(0.0072)$.....$R^2 = 0.3530$ .....$DW= 0.3801$

من خلال استخلاص البواقي بعد تقدير العلاقة الانحدارية تحصلنا على سلسلة البواقي Zالممثلة في الشكل التالي[2]:




**الشكل رقم (3-19):** سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012

**المصدر:**من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7

[1] انظر الملحق رقم: 26

[2] انظر الملحق رقم: 32

**•دراسة إستقرارية سلسلة البواقي**

نقوم باختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر من خلال اختبار باستخدام اختبار ديكي فولر المطور، وتتلخص نتائج الاختبار في الجدول التالي :

**الجدول رقم (3-6)** :نتائج اختبار "ديكي فولر" ADF الموسع للبواقي Z.[1]

| المتغير | مستوى الإستقرارية | النموذج 3 | | | النموذج2 | | | النموذج1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند %5 | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند %5 | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند %5 | الاحتمال |
| Z | المستوى | -3.351 | -3.733 | 0.0720 | -1.374 | -3.040 | 0.5712 | -1.420 | -1.961 | 0.1399 |

**المصدر**:من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7

أشارت نتائج اختبار ديكي فولر ADF المطور الواردة في الجدول رقم (3-5)، إلى أن سلسلة البواقيZ غير مستقرة ( nonstationarety) ، عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت قيم إحصائية ADF المحسوبة أكبر من القيم الجدولية ،ودرجة تباطؤها تساوي (0) من خلال النماذج الثلاث ، وبتالي سلسلة البواقي Z غير متكاملة من الدرجة 0.

من خلال النتائج السابقة يتضح أنه لا يوجد علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل بين مؤشر أسعار الأسهم INDEXوسعر الفائدةIR، وبالتالي لا يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

**المطلب الثالث: قياس أثر المغيرات الاقتصادية الكلية للولايات المتحدة الأمريكية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني**

بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية عن طريق اختتبار ديكي فولر المطور للسلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية الكلية الأمريكية ومؤشر أسعار الأسهم الأردني من خلال ما سبق من الدراسة تبين أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الكتلة النقديةM2، سعر الفائدة IR،والناتج المحلي الإجمالي

[1]- انظر الملحق رقم: 25

الحقيقي RGDP استقرت عند مستوى معنوية 5٪ ،كما أظهرت النتائج أن قيم إحصائية ADF المحسوبة جميعها مقبولة كونها أقل من قيمها الجدولية ، وبتالي تعتبر هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى، وعليه يمكن وجود مسار مشترك على المدي الطويل بين متغيرات الاقتصاد الأمريكي و مؤشر أسعار الأسهم الأردني.

**أولا: اختبار علاقة التكامل المتزامن لـ(*Engle-Granger*)**

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرارية، وجد أن هذه السلاسل الزمنية لمتغيرات الكتلة النقديةM2، سعر الفائدة IR،والناتج المحلي الإجمالي الحقيقيRGDP متكاملة من الدرجة الأولى ومن خلال ذلك فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل، وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار (*Engle-Granger*).

**ثانيا: تقدير العلاقة الانحدارية**

تأخذ العلاقة الانحدارية بين مؤشر أسعار الأسهم INDEX ومؤشرات (سعر الصرفER، أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخمCPI، سعر الفائدةIR، الكتلة النقديةM2، والناتج المحي الإجمالي الحقيقيRGDP ) الشكل التالي:

$$LINDEX_t = \beta_0 + \beta_1 LIR_t + \beta_2 LM2_t + \beta_3 LRGDP_t$$

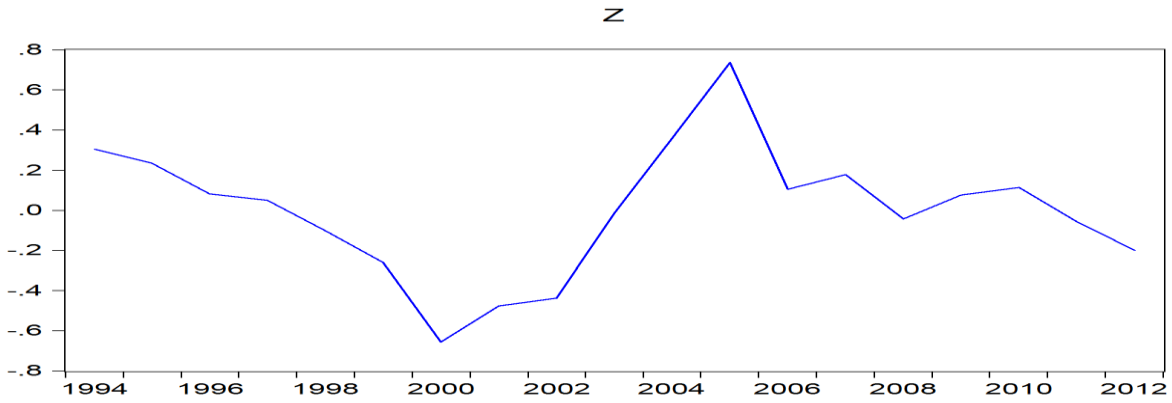
بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية[1]:

$$LINDEX_t = -30.2396 + 0.1573\,LIR_t + 2.3159\,LM2_t - 1.2053\,LRGDP_t$$

$F=15.51825(0.00072)$.....$R^2 = 0.7563$ .....$DW= 0.670188$

[1] -انظر الملحق رقم: 26

من خلال استخلاص البواقي بعد تقدير العلاقة الانحدارية تحصلنا على سلسلة البواقي Zالممثلة في الشكل التالي[1]:




**الشكل رقم (3-20):** سلسلة البواقي Z خلال الفترة1994-2012

**المصدر:**من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7.

**ثالثا: دراسة إستقرارية سلسلة البواقي**

نقوم باختبار استقرارية بواقي النموذج المقدر من خلال اختبار باستخدام اختبار ديكي فولر المطور،

وتتلخص نتائج الاختبار في الجدول التالي :

**الجدول رقم (3-7)** :نتائج اختبار "ديكي فولر" ADF الموسع للبواقي Z.[2]

| المتغير | مستوى الإستقرارية | النموذج 3 | | | النموذج2 | | | النموذج1 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند %5 | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند %5 | الاحتمال | إحصائية ADF | المنطقة الحرجة عند %5 | الاحتمال |
| Z | المستوى | -2.702 | -3.733 | 0.4281 | -1.907 | -3.040 | 03218 | -1.971 | -1.961 | 0.0490 |

**المصدر:**من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews7

[1] -انظر الملحق رقم: 32

[2] انظر الملحق رقم: 25

-أشارت نتائج اختبار ديكي فولر ADF المطور الواردة في الجدول رقم(3-7) ،إلى أن سلسلة البواقيZ مستقرة ( stationarety)، عند مستوياتها الأولى (Levels)، حيث كانت قيم إحصائية ADF المحسوبة أقل من القيم الجدولية ،ودرجة تباطؤ تساوي (0) من خلال النموذج الأول ، وبتالي سلسلة البواقي Z متكاملة من الدرجة 0.

من خلال النتائج السابقة يتضح أن هناك علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل بين مؤشر أسعار الأسهم INDEX ومؤشرات (سعر الصرفER، أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخمCPI، سعر الفائدةIR، الكتلة النقديةM2، والناتج المحي الإجمالي الحقيقيRGDP ).

**رابعا: تقدير نموذج تصحيح الخطأ**

يأخذ نموذج تصحيح الخطأ النموذج في شكله العام الضيغة التالية :

$$D(LINDEX) = \alpha + \beta iXi + \theta\varepsilon_{t-1}$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:[1]

***D_LINDEX**=0.375026**D_LIR**+8.675502**D_LEM2**−0.299283**D_LIR(−1)**−*

*9.614546**D_LRGDP**−3.775405**D_LEM2(−1)**−0.414724**Z(−1)***

$R^2$ = 0.4210 .....DW= 1.1901

بعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ توصلنا إلى النتائج التالية :

- من خلال اختبار ستيودنت للمعنوية فإن كل معلمات النموذج غير معنوية إحصائيا لأن احتمال إحصائية t للمعلمات أكبر من 0.05 ، وبتالي يتم الأخذ بمستوى معنوية 10%.

[1] انظر الملحق رقم: 27

- من خلال اختبار ستيودنت للمعنوية فإن معلمات النموذج لمتغيرات فروق أسعار الفائدة D_LIR للفترةt و(t −1)، ومعامل التعديل(1−)Z ، معنوية عند مستوى 10% لأن احتمال إحصائية t للمعلمات أكبر من0.1 .

-من خلال إختبار فيشر لمعنوية النموذج نلاحظ أن احتمالية (F=0.0055) اقل من 0.05 ، ما يعني أن النموذج ذو معنوية إحصائية وبتالي فهو مقبول من الناحية الإحصائية.

-إن معامل التحديد يقدر بـ 0.4210 أي أن المتغيرات (d_lir ، (1−)d_lir ، d_m2)، تفسر بنسبة (42.10%) المتغير التابع المتمثل في مؤشر أسعار الأسهم d_lindex،أما النسبة الباقية(57.9%) تعود إلى عوامل أخرى خارج عن النموذج .

-إن معامل التعديل (1−)Z يساوي (0.414−)، ويأخذ القيمة السالبة وهذا مقبول إحصائيا ، أي أن المتغيرات المستقلة تعدل المتغير التابع بنسبة 41.4% في الفترة الواحدة(سنة) ، أي أن مؤشر أسعار الأسهم يعود إلى التوازن ( يتأثر بالمتغيرات المستقلة بنسبة 100 % )بعد مرورسنتين و4شهر و 26يوم.

-هناك علاقة طردية بين التغيرات في أسعار الفائدة الأمريكية للفترةt وبين التغير في مؤشر أسعار الأسهم الأردني ASE ، حيث التغير في أسعار الفائدة بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ3.75% في نفس الاتجاه.

-هناك علاقة عكسية بين التغيرات في أسعار الفائدة الأمريكية للفترة(t−1) وبين التغير في مؤشر أسعار الأسهم الأردني ASE ، حيث التغير في أسعار الفائدة(t−1) بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ37.5%.

- هناك علاقة طردية بين التغيرات في الكتلة النقديةM2 للفترةt وبين التغير في مؤشر مؤشر أسعار الأسهم الأردني ASE ، حيث التغير الكتلة النقديةM2 للفترةt بـ 1% يؤدي إلى تغير مؤشر أسعار الأسهم بـ867.5% في نفس الاتجاه.

**خامسا: اختبار صلاحية نموذج**

يمر اختبار صلاحية النموذج من خلال بأربع مراحل كمايلي :

**•اختبار معنوية دوال الارتباط الذاتي واختبار*Ljung-Box*:**

بفحص دالتي الارتباط الذاتي AC والارتباط الذاتي الجزئيDAC سلسلة البواقي، يتضح أن المعاملات المحسوبة من الفجوات K ، حيثK>0 لا تختلف معنويا عن الصفر (داخل مجال الثقة ) ، واختبار *Ljung-Box يثبت ذلك*، إذ أن إحتمال إحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود*Q-Stat*) – (LB=11.263) أكبر من 0.05، وبتالي نقبل فرضية العدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0=P_1=P_2.....=P_t=0$) وبتالي عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود البواقي[1].

**•اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي**

بعد القيام باختبار(Jargue-Bera) الذي يختبر التوزيع الطبيعي للبواقي وجدنا أن احتمال إحصائية (Jargue-Bera) يساوي0.9114 وهي أكبر من القيمة 0.05،وبتالي سلسلة البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا[2].

**•اختبار الارتباط الذاتي من الدرجةk** يتم الكشف عن مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة k عن طريق اختبارBreusch-Godfey ، بعد إجراء الاختبار تبين أن احتمال إحصائية

[1] انظر الملحق رقم: 28

[2]– انظر الملحق رقم: 29

*BG ($N.R^2$)، يساوي 0.2171* وهو أكبر من القيمة 0.1 ، وبتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجةk [1].

**•اختبار تجانس تباين الأخطاء**

يتم الكشف عن مشكل عدم تجانس تباين الخطأ من خلال اختبار ARCH، إذ وبعد إجراء الاختبار أظهرت النتائج أن احتمال إحصائية *ARCH ($N.R^2$)* أكبر من القيمة 0.1، والتي تساوي 0.6334، وبتالي وجود تجانس تباين الأخطاء[2].

من خلال النتائج الايجابية المتحصل عليها في الاختبارات الأربعة لاختبار صلاحية النموذج اتضح ان النموذج المدروس صالح لتعبير عن العلاقة بين مؤشر أسعار الأسهم السعودي كمتغير تابع والمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد السعودي كمتغيرات مستقلة لخلوه من المشاكل الإحصائية

[1] –انظر الملحق رقم: 30

[2] – انظر الملحق رقم: 31

**خلاصة الفصل الثالث:**

تختلف الاقتصاديات العربية فيما بينها ولكل منها مميزاتها الخاصة بها،حيث يعتبر الاقتصاد السعودي اقتصاد غير متنوع يعتمد دخله بشكل كبير على عوائد الصادرات من المواد النفطية ، والتي توجه غالبيتها إلى الولايات المتحدة الامريكية ما يجعلها الشريك الأساسي لها، على عكس الاقتصاد الأردني الذي يتمتع بتنوع مصادر دخله ويتميز بدرجة انفتاح عالية تجاه الولايات المتحدة الأمريكية خاصة بعد إقامة منطقة تجارة حرة بينهما. كل هذه الظروف الاقتصادية من شأنها أن تؤثر على أداء سوق رأس مال البلدين بدرجة متفاوتة وبطرق مختلف حسب مميزات كل اقتصاد . هذا ما كان محور دراستنا خلال الفصل الثالث ،فقد حاولنا دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية على مؤشرأسعار الأسهم العربية من خلال دراسة حالة الاقتصاد السعودي و الاقتصاد الأردني ، فتوصلنا إلى النتائج التالية:

- يتأثر مؤشرأسعار الأسهم السعودي بالمتغيرات الاقتصادية المحلية على المدى الطويل ، حيث لاحضنا أن تغيرات كل من أسعار الفائدة، التضخم والناتج المحلي الحقيقي الاجمالي تؤثر بشكل ايجابي على مؤشرأسعار الأسهم السعودي، في حين توثر تغيرات أسعار الصرف بشكل عكسي على مؤشراتها.
- يستغرق أثر انتقال المتغيرات الاقتصادية المحلية الى سوق رأس المال مدة تقدر في المتوسط بشهر وواحد وعشرون يوم بحيث تعبر مؤشرات أسعار الأسهم بشكل تام عن التغيرات الاقتصادية المحلية .
- لا يتأثر مؤشر أسعار الأسهم السعودي بالمتغيرات الاقتصادية الاجنبية للاقتصاد الامريكي بشكل مباشر على المدى الطويل، وذلك لعدم وجود تكامل مشترك بينهما.

- لا يتأثر مؤشر أسعار الأسهم الأردني بالمتغيرات الاقتصادية المحلية على المدى الطويل، وذلك لعدم وجود تكامل مشترك بينهما.
- توثر تغيرات أسعار الفائدة و الكتلة النقدية M2 للاقتصاد الأمريكي على مؤشر أسعار الأسهم في المدى الطويل وذلك لوجود علاقة تكامل مشترك بينهما، حيث لاخظنا أن تغيرات أسعار الفائدة توثر بشكل ايجابي على مؤشرا أسعار الأسهم المحلية في حين تؤثر الكتلة النقديةM2 للاقتصاد الأمريكي بأثر عكسي على مؤشراتها .
- يستغرق أثر انتقال المتغيرات الاقتصادية الأجنبية الى سوق رأس المال مدة تقدر في المتوسط بسنتين وأربعة أشهر، بحيث تعبر مؤشرات أسعار الأسهم بشكل تام عن التغيرات الاقتصادية المحلية .

# الخاتمة

## الخاتمة:

أصبحت الأسواق المالية تشكل الحلقة الأساسية في دفع النمو الاقتصادي لدورها المتعاظم في توفير التمويل اللازم للاقتصاد، من خلال عملية الوساطة المالية واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية. ويتطلب نجاح الأسواق المالية في أداء الدور المنوط بها أن تكون أكثر تطورا وكفاءة بشكل يضمن التخصيص الأمثل للموارد، ويجعلها أكثر جاذبية للمتعاملين الاقتصاديين، ولذلك عملت الدول العربية خلال العقدين الماضيين على تطوير أسواقها المالية وتعزيز قدرتها التنافسية في جلب الاستثمار الأجنبي أمام تطور متسارع لأسواق الدول المتقدمة، وأدركت الدول العربية أن توفير سوق مالية متطورة يتوقف على قوة الاقتصاد المحلي كونه الركيزة الأساسية في تطور السوق المالي، ما جعل الحكومات العربية تباشر مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية عملت من خلالها على تنويع وتوسيع بنيتها التحتية وتكييف النظم القانونية بشكل يجعل اقتصادياتها أكثر انفتاحا ويوفر مناخ ملائم للاستثمار يجلب العديد من المستثمرين الأجانب . لذا قامت العديد من الدول العربية بتحرير النشاط المالي من القيود التي تعترض حركة رؤوس الأموال، وإحداث مجال واسع من الابتكارات على مستوى الأسواق المالية التي تزيد من توجيه وتعبئة الفوائض المالية المحلية والدولية. انعكس ذلك على حجم أسواقها فأتسع نشاطها وأضحت تستقطب الشركات الأجنبية الكبرى، فبالرغم من استفادتها من مميزات الإنفتاح الاقتصادي إلا أن ذلك جعلها تتعرض لتقلبات اقتصادية لاسيما الأزمات المالية العالمية المتعاقبة مما جعل العديد من الحكومات العربية تعيد النظر في دور الأسواق المحلية في الاقتصاد وأهم التأثيرات التي يتعرض لها وكيفية بناء سوق مالي مثالي يوفر التمويل اللازم للاقتصاد دون تأثره بالتقلبات الاقتصادية الدولية والمحلية.

يعتبر البحث عن الأثر الذي تتركه المتغيرات الاقتصادية على الأسواق المالية المحور الأساسي لدراستنا، حيث حاولنا إبراز من خلال الدراسة معرفة مدى تأثر الأسواق المالية العربية بالمتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية وكذا طريقة انتقالها، وتم دراسة حالة كل من السعودية والأردن ورصد الأثار الاقتصادية الأجنبية من خلال المتغيرات الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية بإعتبارها أكبر قوة اقتصادية في العالم وكونها من أكبر الشركاء الماليين والتجاريين لهاتين الدولتين.

**نتائج الدراسة:**

وقد خلصت هذه الدراسة من خلال ما تطرقنا إليه من محاور إلى العديد من النتائج عن هذا الموضوع، والتي يمكن أن نبلورها فيما يلي:

1- شهدت الأسواق المالية العربية خلال العقدين الماضيين العديد من التطورات، حيث عملت العديد من الدول العربية إلى إعادة هيكلة أسواقها بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وإنشاء هيئات رقابة لسوق رأس المال في حين أوكل الدور التنفيذي للقطاع الخاص.

2- عمدت أسواق رأس المال العربية إلى استكمال انشاء مؤسسات للتسوية والتقاص في الأسواق التي لا يوجد فيها هذه المؤسسات و توفير أنظمة التسوية والتقاص وربطها مع أنظمة التداول بهدف تقليل المخاطر؛

3- تتسم الأسواق المالية العربية في معظمها بضيق نطاقها وضعف حجم السيولة لديها، بالإضافة عدم وجود تنوع في الأصول المالية المتداولة فيها ، وكذا ارتفاع درجة التركز مما جعلها عرضة للتقلبات الشديدة في الأسعار أفقدها في قدرتها على جذب الاستثمار وجعلها اكثر تنافسية؛

4-مازالت الأسواق المالية العربية بعيدة كل البعد على نظيرتها في الدول المتقدمة بالرغم من التطور الذي شهدته خلال الفترة (1994-2012)، حيث لا يمكن لهذه الأسواق القيام بدورها المنوط بها في توفير التمويل اللازم للاقتصاد على المدى الطويل ودعم النمو الاقتصادي.

5-نجحت السياسة النقدية المطبقة في الدول العربية خلال السنوات الأخيرة بشكل كبير في تحقيق الاستقرار السعري واستقرار أسعار الصرف وتوفير هيكل أسعار فائدة ملائم للتطورات الاقتصادية المحلية والدولية، إلا أنها فشلت فيما يتعلق بالحد من مخاطر التوسع المفرط في السيولة لم يتم اتخاذ الإجراءات الملائمة لتقوية القواعد الرأسمالية للمصارف والحد من تركز مخاطر الائتمان، كما أن دورها في مواجهة التقلبات الاقتصادية لا يزال محدودا بسبب تبني عدد من الدول العربية لنظم أسعار الصرف الثابتة.

6-ارتبط أداء الاقتصاد العربي خلال الفترة بعدد من العوامل الإقليمية والعالمية من أهمها تقلبات اسعار أسعار النفط ، والتداعيات الناتجة عن الأزمات المالية بما في ذلك أزمة دول شرق وجنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الرهن العقاري2008 ،وأزمة الأوروبية للديون السيادية 2011 التي أثرت عليه بشكل سلبي.

7-بعد دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية على مؤشر أسعار الأسهم السعودي تبين أن المتغيرات الاقتصادية(أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم، و الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي) المحلية تؤثر على مؤشر أسعار الأسهم "TASI"، وذلك لوجود علاقة تكامل مشترك بينهما في المدى الطويل. في حين لا تتأثر مؤشر أسعار الأسهم بالمتغيرات الإقتصادية الأجنبية (الأمريكية)، وذلك لعدم وجود علاقة تكامل مشترك بينهما. يمكن تفسير نتائج الدراسة المتوصل اليها على النحو التالي:

- يتميز الاقتصاد السعودي بعدم تنوع موارده، إذ يعتمد بشكل كبير على العوائد النفطية كونه دولة مصدرة للنفط ، وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستورد للنفط السعودي ما يجعل قناة التجارة الخارجية من أهم القنوات التي تربط بين الاقتصادين، وبتالي فإن نتائج الدراسة في عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الاقتصادية للاقتصاد الأمريكي ومؤشر أسعار الأسهم السعودي لايلغي فرضية التأثير، إنما ينتقل أثر المتغيرات الاقتصادية الأجنبية(الأمريكية) بطريقة غير مباشرة حيث تؤثر المتغيرات الاقتصادية الأجنبية على الاقتصاد السعودي ومن ثم ينعكس أداء هذا الأخير على سوق رأس المال المحلي. فبإنتعاش الاقتصاد الأمريكي ترتفع الأسعار العالمية للنفط وهذا ما يساهم في ارتفاع الناتج المحلي الاجمالي السعودي وبتالي حدوث طفرة في السيولة المحلية ينتج عنها زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي فيرتفع حجم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية كنتيجة لإرتفاع ثقة المستثمرين في تنشيط حركة سوق رأس المال وبتالي ارتفاع مؤشر أسعار الأسهم المحلي ، ويحدث العكس في حالة تباطؤ الاقتصاد الامريكي من خلال انتقال الأثر وفق نفس الطريقة.

8-بعد دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية على مؤشر أسعار الأسهم الأردني تبين أن المتغيرات الاقتصادية(أسعار الفائدة، الكتلة النقدية) الأمريكية تؤثر على مؤشر أسعار الأسهم "ASE"، وذلك لوجود علاقة تكامل مشترك بينهما في المدى الطويل. في حين لا تتأثر مؤشر أسعار الأسهم الأردني بالمتغيرات الإقتصادية المحلية، وذلك لعدم وجود علاقة تكامل مشترك بينهما.يمكن تفسير نتائج الدراسة المتوصل اليها على النحو التالي:

- يتميز الإقتصاد الأردني بتنوع مصادر دخله، حيث يعتمد على عوائد القطاع الفلاحي وعوائد خدمات المال والتأمين والعقارات وكذا عوائد خدمات الأعمال، مما يجعل الناتج المحلي الإجمالي يرتبط أساسا بحجم وأداء الاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي . ففي حالة انتعاش الاقتصاد الأمريكي سترتفع حجم التبادلات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية والأردن ما من شأنه أن ينعكس على أداء الشركات المدرجة في السوق المالي بحيث يدفعها الوضع الاقتصادي السائد الى توسيع حجم نشاطها وتعزيز ثقة المستثمرين في تنشيط السوق المالي وبتالي زيادة تدفقات رؤوس الأموال الاجنبية فينعكس ذلك على مؤشر أسعار الأسهم بإرتفاع مستوياته.

- من خلال الدراسة لمتغيرات الاقتصاد الأردني تبين وجود عجز موازني مستمر ، يرتفع حجمه بإرتفاع أسعار النفط العالمية أي تزامنا مع حالة الانتعاش الاقتصادي الأمريكي وبتالي يتزامن انتقال أثر المتغيرات الاقتصادية الأجنبية(الأمريكية )إلى سوقٍ أس المال الأردني مع ارتفاع معدلات التضخم، فإنتهاج السلطة النقدية لسياسة نقدية انكماشية لاستهداف التضخم عن طريق رفع أسعار الفائدة يحول دون انتقال الأثر بشكل تام، وعليه يعتمد تأثر سوق رأس المال الأردني بالمتغيرات الاقتصادية الأمريكية بمدى مسايرة السياسة النقدية لحالة الانتعاش الاقتصادي، وهذا ما يفسر نتائج الدراسة في توصلنا لوجود معدل تحديد منخفض لا يتجاوز 42%، وكذلك طول مدة انتقال الأثر والتي تتجاوز السنتين ، وكنتيجة لذلك فإنه لا يمكن للوضع الاقتصادي المحلي أن يؤثر بشكل مباشر أو في نفس الفترة على مؤشر أسعار الأسهم. فبالرغم من تحقيق الاقتصاد الاردني خلال سنة 2007

و2008 معدلات نمو فاقت 5%، الا أن أداء السوق المالي المحلي انخفض وسجلت مؤشرات أسعار الأسهم هبوط في مستوياتها .

**إختبار الفرضيات:**

من خلال هذه الدراسة يمكننا الحكم على الفرضيات التي وضعناه، حيث جاءت نتائج إختباراتها كمايلي:

- بالنسبة للفرضية الأولى الخاصة بفعالية الأسواق المالية العربية في إقتصادياتها المحلية والاقتصاد العالمي ، فقد أثبتت الدراسة عدم صحتها إلى حد بعيد، حيث أنه بالإعتماد على ماخرجنا به من خلال النتيجة الثالثة، الرابعة والخامسة، نلاحظ أن الأسواق المالية العربية في غالبيتها غير فعالة الى درجة تمكنها من توفير التمويل للاقتصاد المحلي على المدى الطويل الذي يظمن التنمية الاقتصادية ،وعدم قدرتها على تجنب الأثار السلبية للتغيرات الإقتصادية العالمية كالأزمات المالية .
- وبالنسبة للفرضية الثانية المتعلقة بنجاح سياسات الإصلاح الاقتصادية الهيكلية العربية ودورها في تقوية اقتصادياتها المحلية بشكل أكسبها قدرة مواجهة التقلبات الاقتصادية الدولية، فإنه يمكننا إثبات عدم صحتها بالإعتماد على منطوق النتيجة الخامسة والسادسة، التي تؤكد محدودية السياسة النقدية في مواجهة التقلبات الاقتصادية.
- بالنسبة للفرضية الثالثة الخاصة بأثر المتغيرات الاقتصادية الأجنبية على مؤشرات أسعار الأسهم العربية وعدم تأثرها بالمتغيرات الاقتصادية المحلية،، فاعتمادا على ماجاءت به النتيجتين الأخيرتين، فإن الفرضية صحيحة بالنسبة لدراسة حالة السعودية، وغير صحيحة بالنسبة لدراسة حالة الأردن.

**التوصيات:**

بعد دراسة أثار المتغيرات الاقتصادية المحلية والأجنبية على الأسواق المالية العربية والنتائج المتوصل اليها، استخلصنا بعض التوصيات يمكن تقديمها والتي تتمحور فيمايلي:

- ضرورة قيام الحكومات العربية يتكثيف جهودها في تنسيق الدور التنظيمي والرقابي للهيئات التنظيمية المشرفة على الأسواق المالية المحلية لتعزيز قدرتها على مواجهة الصدمات الخارجية على ضوء تشابك الأنظمة مع النظام المالي العالمي.
- ضرورة التدخل السريع للحكومات العربية لتقليل أثار التقلبات الاقتصادية العالمية من خلال التنسيق بين السياسة النقدية والمالية، وذلك بإستخدام أدوات الاقتصاد الكلي التي تساعد على تباطؤ انتقال الدورة النفطية إلى الاقتصاد على ضوء محدودية استقلالية السياسة النقدية نتيجة اتباع غالبية الدول العربية لنظام سعر الصر الثابت مقابل عملة الدولار الأمريكي.
- ضرورة تنويع الاقتصاد وتوسيع مساهمة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي وتعزيز تنافسية اقتصادياتها من خلال إزالة القيود أمام الممارسات التي تعيق جذب الاستثمارات.
- ضرورة إعادة النظر في سياسة الاندماج مع اقتصاديات الدول المتقدمة من خلال الجمع مابين التعاون شمال جنوب وبين التعاون جنوب جنوب وجعل الدول المتقدمة كمورد للتكنولوجيا والتنظيم لهدف تنويع ورفع اصادرات نحو دول الجنوب في اطار التعاون جنوب جنوب.

**أفاق الدراسة:**

إن البحث في موضوع الأسواق المالية وعلاقتها بالتغيرات الحاصلة في البيئة الإقتصادية يفتح العديد من نوافذ الدراسات الأخرى، وقد انصبت دراستنا هذه على تحليل العلاقة بين تغيرات مؤشرات الأسواق المالية و أهم متغيرات الإقتصاد الكلي المحلية والأجنبية. وبالإضافة إليها فقد نمت إلينا بعض الآفاق التي يمكن أن تكون مواضيع بحوث مستقبلية، نذكر منها ما يلي:

- توسيع عينة الدراسة لتشمل الدول المتقدمة.
- البحث عن أليات تمكن الأسواق المالية العربية في مواجهة التقلبات الاقتصادية.
- دراسة أثر التكتلات الاقتصادية العربية على الأسواق المالية العربية.
- دراسة أثر التجارة البينية العربية على أداء الأسواق المالية العربية.

# المراجع

***أولا*:المراجع باللغة العربية:**

**الكتب:**

1.**احمد فوزي ملوخية** ، الاقتصاد الكلي ، مكتبة بستان المعرفة للطباعة والنشر (بدون سنة نشر).

2.**أرشد فؤاد التميمي** ، **أسامة غربي سلام** ، الاستثمار بالأوراق المالية –تحليل وإدارة ، عمان– الأردن سنة 2004.

3.**أسامة بشير الدباغ**، البطالة والتضخم:المقولات النظرية ومنهاج السياسة الاقتصادية، الطبعة الأولى، الدار الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة2007 .

4.**أمين عبد العزيز**: الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة سنة2007.

5.**اوسكارلانكه** ، **مايكل كاليتسيكي** ، **محمد سلمان حسن** ، الاقتصاد السياسي الرأسمالية والاشتراكية الجزءالثالث، دار الطليعة، بيروت الطبعة الأولى، سنة1980 .

6.**ايرينام** . **اسادتشايا** ، الكينزية الحديثة، تطور الكينزية والتركيب الكلاسيكي الجديد، ترجمة وتعريب عارف دليلة،دار الطليعة للطباعة والنشر، الجزء الأول، بيروت، سنة1974 .

7.**باري سيجل**، النقود والبنوك والاقتصاد، وجهة نظر النقديين، ترجمة د .طه عبد الله منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، سنة1987 .

8.**بول –ساموبلسون، وليام.نورد هاوس، مايكل ج.ماندل**، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، مرجعة: أسامة الدباغ، الدار الاهليه للنشر والتوزيع، عمان ، سنة2001 .

9.**جيمس جوار تيني، ريجارد استروب**، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة وتعريب، د .عبد الفتاح عبد الرحمن، دار المريخ للنشر، (بدون سنة النشر).

10.**حسين عمر**، مبادئ المعرفة الاقتصادية، دار السلاسل للنشر، الكويت سنة 1989 .

11.**حسين عمر**، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة،(بدون سنة النشر).

12.**حيدر، فاخر عبد الستار**، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض، سنة2002.

13.**خليل سامي**. مبادئ الاقتصاد الكلي.ط3–الكويت: مكتبة النهضة العربية.سنة1406 هـ .

14.**رنست ماندل** ، النظرية الاقتصادية الماركسية، الجزء الثاني، دار الحقيقة للطباعة والنشر، بيروت، ترجمة جورج طرابيشي ، (بدون سنة نشر).

15.**زينب حسين عوض الله**، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، بيروت، سنة1994 .

16.**سعيد توفيق عبيد**، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر– القاهرة ، سنة 1998.

17.**سمير أمين** ، الطبقة والأمة في التاريخ وفي المرحلة الامبريالية ، ترجمة هنريت عبودي، دار الطليعة، الطبعة الأولى، بيروت–لبنان، سنة1980 .

18.**شمعون شمعون** ، البورصة، الأطلس النشر، الجزائر، سنة 1999.

19.**صقر احمد صقر**، النظرية الاقتصادية الكلية، الطبعة الثانية، وكالة مطبوعات الكويتي، الكويت،سنة1983.

20.**صلاح الدين حسن السيسي** ، الأسواق المالية : الأزمة المالية العالمية (الأسباب التداعيات، سبل المواجهة )في ظل منظمة التجارة العالمية ، دار الفكر العربي، سنة 2008.

21.**طارق عبد العال حماد** ، المشتقات المالية ( المفاهيم –إدارة المخاطر – المحاسبة )، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، سنة 2000.

22.**طارق عبد العال حماد،** دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، للطبع و النشر والتوزيع، سنة 2000.

23.**عادل أحمد حشيش،** اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية ، بيروت–لبنان، سنة 1993.

24.**عاطف وليد أندراوس،** أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية–مصر، سنة 2006.

25.**عباس كاضم الدعمي،** السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية ،دار صفاء للنشر والتوزيع ،عمان –الأردن، سنة 2010.

26.**عبد السلام ياسين الإدريسي،** الاقتصاد الكلي، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة البصرة، سنة1986 .

27.**عبد المجيد قدي،** المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون– الجزائر ،سنة2003.

28.**عبد المنعم السيد علي** ، دراسات في النقود والنظرية النقدية، بغداد مطبعة العاني، الطبعة الأولى،سنة 1970.

29.**عبد المنعم السيد علي، نزار سعيد الدين العيسي،** النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان–الأردن ، سنة 2004.

30.**عبد الوهاب الأمين، زكريا عبد الحميد،** مبادئ الاقتصاد الجزء الثاني، الاقتصاد الكلي، دار المعرفة، الكويت، سنة1983 .

31.**عصام فهد العربيد،**" الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، دار الرضا للنشر، سوريا، الطبعة الأولى، سنة2002.

32.**عصام فهد العربيد،** الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق- سوريا، الطبعة الثانية، سنة 2008.

33.**مايكل ابد جمان،** الاقتصاد الكلي _ النظرية والسياسة ، ترجمة وتعريب محمد إبراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، سنة1988 .

34.**محمد الصيرفي** ، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر، سنة 2006.

35.**محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام،** المؤسسات المالية، البورصة والبنوك الاستثمارية، الإسكندرية-مصر، الدار الجامعية، سنة 2000.

36.**محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد،** بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، سنة 2005.

37.**محمد عبد الحميد عطية،** الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، القاهرة – مصر، سنة 2011.

38.**منير إبراهيم الهندي،** مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، منشأة المعارف لإسكندرية- مصر، سنة 1995.

39.**منير إبراهيم هندي،** إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المصارف بالإسكندرية- مصر، سنة 2002.

40.**منير إبراهيم هندي،** أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية- مصر ،سنة1999.

41.**الهندي خليل أنطوان الناشف،** العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس– لبنان، سنة 2000.

42.**هوشيار معروف،** الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان–الأردن، سنة 2003.

43.**هوشيار معروف** ، تحليل الاقتصاد الكلي ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، سنة 2005.

44.**واثق حمد أبو عمر،** النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، الطبعة الأولى، دمشق–سوريا،سنة2003.

**أطروحات الدكتوراه**

1.**جابر محمد عبد الجواد،** قياس الآثار الاقتصادية الكلية للاقتصاد الخفي في مصر، أطروحة دكتوراه،كلية التجارة ، جامعة حلوان،سنة 2003.

2.**رشيد بوكساني،** معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2006.

3.**عامر عمران كاظم المعموري** فاعلية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الاقتصادية في بلدان مختارة، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، سنة2009 .

4.**عباس كاظم جاسم الدعمي:** أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990–2006) ، أطروحة مقدمة إلى مجلس الإدارة والاقتصاد في جامعة الكوفة، وهي جزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية 1429–2008.

5.**سامية زيطاري،** ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة : حالة أسواق المال العربية ، أطروحة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع الاقتصاد القياسي ، 2004

**مذكرات الماجستير**

1.**بن شاعة نادية،** إمكانية وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية،جامعة الشلف، تخصص نقود ومالية،سنة 2007.

2.**نجاة زياني،** دور نظام الإفصاح في إرساء وتدعيم كفاءة سوق الأوراق المالية –دراسة بعض أزمات التلاعب في الإفصاح– ، مذكرة مقدمة صمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب بالبليدة، 2012.

3.**نسيمة حاج موسى،** الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، سنة 2008.

4.**دانة بسام محمد يوسف** ،تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا كلية العلوم الإدارية والمالية، سنة 2008.

5.**زهير غراية،** امكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجيستير علوم اقتصادية تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي( الشلف)–الجزائر، سنة 2011.

**المقالات:**

1.**إبراهيم عكوم،** أسواق الاوراق المالية العربية : انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، الدائرة الاقتصادية والفنية لصندوق النقد العربي، العدد 9، أبو ظبي– الإمارات العربية المتحدة ، سنة 2009.

2.**أحمد بيطار**، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، سنة 2002.

3.**حسان خضر**: تحليل الأسواق المالية: سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد السابع والعشرون– السنة الثالثة– مارس/ آذار، سنة2004 .

4.**رمضان علي الشراح،** دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة المال و الصناعة، بنك الكويت الصناعي، العدد الثامن عشر، سنة 2000.

5.**سعيد خليل العبسي،** أهمية مؤشرات قياس أسعار الأسهم في البورصة، مجلة الاقتصادية، العدد 5633، سنة 2009.

6.**طارق محمد الخليل الأعرج** ، مقرر الأسواق المالية ، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك ، كلية الإدارة والاقتصاد.

7.**عبد العلي جبيلي، فيتالي كرامارينكو:** بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: هل تعوم عملاتها أم تربطها بعملة أخرى؟، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 40، العدد01 ، مارس 2003.

8.**علي كنعان** ، الركود في سورية، محاضرة، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، سورية، سنة 2003.

9.**مرسي**، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، الكويت، سنة1990 .

10.**هبه عبد المنعم** ،أداء الاقتصادات العربية خلال العقدين الماضيين: ملامح وسياسات الاستقرار، صندوق النقد العربي، سنة2012.

**11.ياسين عبد الرحمان الجفري**، مناخ الأسهم السعودي إيجابي رغم المتغيرات الإقتصادية، مجلة الاقتصادية، العدد 6920، سنة2012.

**12.مفتاح صالح، معارف فريدة**، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة محمد خيضر، سكيكدة، سنة 2009 –2010.

**المداخلات في المؤتمرات والملتقيات الدولية والوطنية:**

1.**اشرف دوابه**، نحو سوق مالية عربية، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي، الأردن، سنة2004.

2.**جابر محمد عبد الجواد** ، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية التجارة، جامعة حلوان، سنة2006

3.**جاسم المناعي**، التغير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصادات العربية (فرص و تحديات)، ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر " العرب في بيئة دولية متغيرة"، مركز الخليج لدراسات، الشارقة–الامارات العربية المتحدة، سنة 2008.

4.**زياد فريز**، التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن، ندوة تحت عنوان: "تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي"، صندوق النقد العربي، الامارات– أبو ظبي، سنة 2003.

5.**سامي حطاب**، تطور الأسواق المالية العربية، فرص التكامل و التنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، سنة 2008.

6.**صفوت عبد السلام عوض الله**، الشفافية و الإفصاح والأثر على كفاءة سوق الأوراق المالية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الكويت، سنة 2001.

7.**علي توفيق الصادق، علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران**، نظم وسياسات أسعار الصرف، وقائع الندوة المنعقدة في 16–17 كانون الأول/ ديسمبر 2002، في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الإقتصادية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، سنة2002.

8.**محمد عبد المطلب الأسرج** ،آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة ، ورقة بحثية ، جامعة الزقازيق ، مصر، سنة 2004.

9.**المعهد المصرفي لمؤسسة النقد العربي السعودي**، ورقة حول الدورة التحضيرية لاختبار تداول، العدد العاشر، سنة2007.

**التقارير :**

1.**الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء** ، التقرير السنوي الثامن والأربعون "احدث التطورات الاقتصادية "، مؤسسة النقد العربي السعودي ، سنة 2012.

2.التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2011.

3.التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لسنة .2002

4.**سعود البريكان، علي البلبل ، إبراهيم الكراسنة،** المؤسسات والنمو الإقتصادي في الدول العربية، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2006.

5.**صندوق النقد العربي**،التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2001 .

6.**صندوق النقد العربي** ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2005.

7.**صندوق النقد العربي**، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2009.

8.**صندوق النقد العربي** ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010

9.**صندوق النقد العربي**،التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2012.

10.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 1996.

11.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 1997.

12.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 1998.

13.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 1999.

14.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 2002.

15.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 2003.

16.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 2004.

17.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 2005.

18.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الرابع لسنة 2008.

19.**صندوق النقد العربي**، النشرات الفصلية للربع الثالث لسنة 2013.

20.**علي عبد الرضا حمودي العميد**، مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات( دراسة تطبيقية – حالة العراق)، بحث مقدم إلى المديرية العامة للإحصاء والأبحاث ، البنك المركزي العراقي ، (بدون ذكر سنة).

**القوانين والمراسيم:**

– الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادر في17/ 2003/01.

**ثانيا:المراجع باللغات الأجنبية:**

## *Les Ouvrages:*

1.***C.A. Vailhen***، *évaluation de l'entreprise et cout de capital .libraire Vuibert، 1981.*

2.***Campbell R. Mc Connell، Stanley L. Brue***، *Economics،Principles،Problems،and Policies، McGraw- Hill(New York) 1990.*

3.***David N. Hyman*** ، *Economics* ، *Fourth Edition* ، *McGraw-Hill* ، *( New York)* ،*1997.*

4.***Delas Jean-Pierre***، *économie contemporaine; faits، concepts; théories، elipses، paris، 2008.*

5.***Javier Andres & H. Davhd Lopez***، *Money in an Estimated Business Cycle Model of the Euro Area، Madrid University، 2000.*

6.***paul M،Johnson***،*Glossary of political economy term*،*auburn university united states، 2000.*

7.***R- Gordon. NBEER*** ، *The American Business Cycle*،*New York* ،*1986.*

8.***Stephen L. Slavin*** ، *Economics* ، *sixth edition* ،*McGraw* ، *Hill (New York)، 2002.*

## Les Thèses:

1.**Benchabane Meriem**، *étude comparative des marchés financiers maghrébins : Maroc، Algérie، Tunisie، mémoire magister monnaie-finance-banque، université Mouloud Mammeri، Tizi-Ouzou، 2012.*

2.**Donation avale**، *organisation de marché émergent : efficience et risque de sélection adverse، mémoire de magister، université de bordeaux IV، France، 2004.*

## Les Articles et les Périodiques:

1.**Bill B.FRANCIS، Iftekhar HASAN، Delory M.HUNTER:** *Dynamic relations between international equity and currency markets: the role of vurrency order flow . Journal of Business، Vol.79، no1،2006.*

2.**Ross LEVINE and Sara ZERVOS***: Capital contrdiberalisation and stock development. The Policy Research Woring Paper، 1996.*

3.**Ross LEVINE**، *spur of stock market، in Finance & Development، Vol. 33،N°1. Mars 1996.*

4.**Salma MEFTAH:** *La sensibilité des enterprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture : le cas Français. Cahier de recherche de CEREG، $n^0$04 ،2004*

**5.***Transmission des chocs de volaltilités entre marchés boursieres et marché de change : Une évidance empirique avant et après la crise Asiatique (1997)، www.ifgtunisia.org/files/thesis/chawanihejer.**pdf** ، Date de vu : 12/03/2011..*

**6.Abdulah H.al-Batal** *،macroeconomic determinants of stok prices in Saudi Arabia، 2002.*

## Les Rapport:

1.**Guide de COSOB** *، guide de l'introduction 1997.*

***2.***http://www.nseindia.com/content/research/comppaper-lat 83.pdf، *date de vu:10/01/2014.*

***3.Philippe D.KARAM:***Exchange rate in Arab countries : assessment and recommendatios *.Arab Monetary Fund، Abu Dhabi، December، 2001.*

*4.Kuwait stock exchange ،About KSE،*

*5.**Lamba،Asjeet S.**"An Analysis of the Dynamic Relationships Between South Asian and Developed Equity Markets"،National Stock Exchange of India Limited Research.*

*6.**Société de la érance des fonds FMOQ**، marchés émergents : y être ou ne pas être tell est la question ،2006 http: www.fonds/fmoq.com ،octobre 2013.*

**المراقع الالكترونية:**

**1.سوق عمان المالي** ، الموقع الإلكتروني:
*http://www.jsc.gov.jo/jsc_arabic/history.asp*، تاريخ الاطلاع: 2013/05/05.

**2.صبري الخصيب** تقرير حول أداء بورصة عمان من الموقع الإلكتروني:
*http://www.ammanchamber.org/UploadedImages/file16.doc*،تاريخ الإطلاع: 05/05/ 2013.

**3.مجلة الاقتصادية** ، الموقع الالكتروني:*www.iqtissadiya.com* ، تاريخ الإطلاع: 2014/02/04.

**4.المعهد العربي للتخطيط في الكويت، الموقع الالكتروني***http://www.arab- api.or-* تاريخ الاطلاع: 2013/12/18.

**5.**الموقع الالكتروني: *www.sa11.com* . تاريخ الاطلاع: 2013/01/03 .

**6.**موقع صندوق النقد العربي:*www.amf.org.ae* ، تاريخ الاطلاع: 2013/01/06.

**World bank,** *data base, 2012* ،الموقع الإلكتروني: موقع مجموعة البنك الدولي، *http://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.DPST* ، تاريخ الإطلاع: مارس 2014.

# الملاحق

**الملحق رقم( 01):** إحصائيات متغيرات الدراسة (لاقتصاد السعودي)

| السنوات | INDEX نقطة | ER % | M2 1 دولار | CPI % | IR % | GDP 1 دولار | المكمش % | RGDP 1 دولار |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | 9،1282 | 75،3 | 3358E+11،2 | 0.564325479 | 932،5 | 34327E+11،1 | 4046687،90 | 1485842562 |
| 1995 | 6،1367 | 75،3 | 4143E+11،2 | 4.868431031 | 43،6 | 42458E+11،1 | 6844569،95 | 1488827819 |
| 1996 | 1531 | 75،3 | 5895E+11،2 | 1.222069564 | 756،6 | 57743E+11،1 | 48337،102 | 1539207067 |
| 1997 | 8،1957 | 75،3 | 7244E+11،2 | 0.057151022 | 097،6 | 64994E+11،1 | 485117،104 | 1579113505 |
| 1998 | 1،1413 | 75،3 | 8233E+11،2 | -0.356989861 | 213،6 | 45773E+11،1 | 8883668،89 | 1621709292 |
| 1999 | 53،2028 | 75،3 | 0162E+11،3 | -1.347894384 | 432،6 | 60957E+11،1 | 100 | 1609570626 |
| 2000 | 29،2258 | 75،3 | 1509E+11،3 | -1.125 | 856،6 | 88442E+11،1 | 644816،111 | 1687869369 |
| 2001 | 11،2430 | 75،3 | 3112E+11،3 | -1.112515803 | 066،4 | 83012E+11،1 | 837636،107 | 1697109421 |
| 2002 | 08،2518 | 75،3 | 8145E+11،3 | 0.230120174 | 81،2 | 88551E+11،1 | 959294،110 | 1699282594 |
| 2003 | 58،4437 | 75،3 | 1384E+11،4 | 0.586734694 | 947،1 | 14573E+11،2 | 608723،116 | 1840109333 |
| 2004 | 23،8206 | 75،3 | 8524E+11،4 | 0.329698199 | 318،2 | 58742E+11،2 | 453226،129 | 1998730667 |
| 2005 | 64،16712 | 74،3 | 4949E+11،5 | 0.699359623 | 17،4 | 2846E+11،3 | 098108،153 | 2145419124 |
| 2006 | 29،7933 | 745،3 | 6163E+11،6 | 2.207346666 | 284،5 | 769E+11،3 | 303894،166 | 2266333778 |
| 2007 | 66،11038 | 7475،3 | 949E+11،7 | 4.168713364 | 9419،4 | 15909E+11،4 | 279821،173 | 2400216115 |
| 2008 | 99،4802 | 75،3 | 3766E+11،9 | 9.868751965 | 7563،3 | 19797E+11،5 | 837402،199 | 2601098667 |
| 2009 | 76،6121 | 75،3 | 039E+12،1 | 5.066632331 | 4769،1 | 29098E+11،4 | 004583،162 | 2648677333 |
| 2010 | 75،6620 | 75،3 | 0928E+12،1 | 5.343137255 | 0763،1 | 26811E+11،5 | 132467،185 | 2845592000 |
| 2011 | 73،6417 | 75،3 | 2377E+12،1 | 5.823591056 | 9692،0 | 69507E+11،6 | 706789،216 | 3089458667 |
| 2012 | 76،6121 | 75،3 | 4417E+12،1 | 2.885962454 | 1097،1 | 1105E+11،7 | 931255،218 | 3247821333 |

| السنوات | LINDEX | LER | LM2 | CPI | LIR | LRGDP |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | 7،1568784 | 1،3217558 | 26،17681 | 0.564325479 | 1،7803614 | 21،119248 |
| 1995 | 7،2208127 | 1،3217558 | 26،209825 | 4.868431031 | 1،8609745 | 21،121255 |
| 1996 | 7،3336764 | 1،3217558 | 26،279883 | 1.222069564 | 1،910431 | 21،154533 |
| 1997 | 7،5795767 | 1،3217558 | 26،330675 | 0.057151022 | 1،8077968 | 21،180129 |
| 1998 | 7،2535412 | 1،3217558 | 26،366342 | -0.356989861 | 1،8266439 | 21،206747 |
| 1999 | 7،6150667 | 1،3217558 | 26،432447 | -1.347894384 | 1،8612855 | 21،199233 |
| 2000 | 7،7223632 | 1،3217558 | 26،476138 | -1.125 | 1،9251242 | 21،246733 |
| 2001 | 7،7956918 | 1،3217558 | 26،52576 | -1.112515803 | 1،4026597 | 21،252192 |
| 2002 | 7،831252 | 1،3217558 | 26،667245 | 0.230120174 | 1،0331845 | 21،253472 |
| 2003 | 8،3978645 | 1،3217558 | 26،748755 | 0.586734694 | 0،6662897 | 21،333091 |
| 2004 | 9،0126489 | 1،3217558 | 26،90791 | 0.329698199 | 0،8407047 | 21،415778 |
| 2005 | 9،7239206 | 1،3209778 | 27،032258 | 0.699359623 | 1،427916 | 21،486601 |
| 2006 | 8،9788231 | 1،3204216 | 27،217977 | 2.207346666 | 1،6646834 | 21،541429 |
| 2007 | 9،3091589 | 1،321089 | 27،401476 | 4.168713364 | 1،5977499 | 21،598825 |
| 2008 | 8،4769939 | 1،3217558 | 27،566649 | 9.868751965 | 1،3234344 | 21،6792 |
| 2009 | 8،7196049 | 1،3217558 | 27،669298 | 5.066632331 | 0،3899453 | 21،697326 |
| 2010 | 8،7979639 | 1،3217558 | 27،719728 | 5.343137255 | 0،0735292 | 21،769037 |
| 2011 | 8،7668198 | 1،3217558 | 27،844248 | 5.823591056 | -0،031284 | 21،851262 |
| 2012 | 8،7196049 | 1،3217558 | 27،996878 | 2.885962454 | 0،1040897 | 21،90125 |

**الملحق رقم 02** : إحصائيات المتغيرات الاقتصادية للاقتصاد الأردني

| السنوات | INDEX نقطة | ER % | M2 1دولار | CPI % | IR % | GDP 1دولار | المكمش % | RGDP 1دولار |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | 1436 | 0،69876417 | 4530186000 | 3،51669624 | 7،33 | 6237650243 | 100 | 62376502 |
| 1995 | 1591،7 | 0،7003775 | 4789693000 | 2،35312451 | 7،97 | 6727446669 | 101،878529 | 66033999 |
| 1996 | 1534،6 | 0،709 | 4746115000 | 6،50121803 | 8،85 | 6928359295 | 103،980264 | 66631484 |
| 1997 | 1692،4 | 0،709 | 5108807000 | 3،0378842 | 8،91 | 7244402975 | 105،261642 | 68822820 |
| 1998 | 1701،3 | 0،709 | 5431429000 | 3،09166667 | 8،33 | 7910621093 | 111،598225 | 70884829 |
| 1999 | 1673،5 | 0،709 | 6273344000 | 0،60625657 | 7،89 | 8147494329 | 111،151277 | 73300951 |
| 2000 | 1330،5 | 0،709 | 6751567000 | 0،66688093 | 6،55 | 8457923945 | 110،693092 | 76408778 |
| 2001 | 1727،2 | 0،70898317 | 7298631000 | 1،77220437 | 5،19 | 8972965061 | 111،556252 | 80434443 |
| 2002 | 1700،2 | 0،70899983 | 7925640000 | 1،83299389 | 3،97 | 9580161951 | 112،583924 | 85093516 |
| 2003 | 2615 | 0،709 | 9242463000 | 1،63 | 2،75 | $1،0193^{E}+10$ | 114،997911 | 88636599 |
| 2004 | 4245،6 | 0،709 | $1،0209^{E}+10$ | 3،36186822 | 2،49 | $1،1408^{E}+10$ | 118،54621 | 96228860 |
| 2005 | 8191،5 | 0،709 | $1،2396^{E}+10$ | 3،49368535 | 3،52 | $1،2583^{E}+10$ | 120،920619 | 104058986 |
| 2006 | 5518،1 | 0،709 | $1،3987^{E}+10$ | 6،25172467 | 5،13 | $1،5057^{E}+10$ | 133،829094 | 112508698 |
| 2007 | 7519،3 | 0،70899977 | $1،5725^{E}+10$ | 5،38682403 | 5،56 | $1،7111^{E}+10$ | 140،588438 | 121707093 |
| 2008 | 6243،1 | 0،70966655 | $1،9042^{E}+10$ | 14،927815 | 5،66 | $2،1972^{E}+10$ | 168،520586 | 130380720 |
| 2009 | 5520،1 | 0،71 | $2،3667^{E}+10$ | -0،67817813 | 4،23 | $2،382^{E}+10$ | 173،271789 | 137471964 |
| 2010 | 5318 | 0،71 | $2،585^{E}+10$ | 5،01394164 | 3،4 | $2،6425^{E}+10$ | 187،889066 | 140643519 |
| 2011 | 4648،4 | 0،71 | $2،6547^{E}+10$ | 4،40997866 | 3،46 | $2،884^{E}+10$ | 199،893627 | 144277721 |
| 2012 | 4593،9 | 0،71 | $2،6005^{E}+10$ | 4،76795035 | 4،19 | $3،1015^{E}+10$ | 208،889745 | 148476602 |

**لوغاريتم المتغيرات الاقتصادية للاقتصاد الأردني**

| السنوات | LINDEX | LER | LM2 | CPI | LIR | LRGDP |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | 7،2696167 | -0،358442 | 22،234029 | 3،5166962 | 1،9919755 | 17،948699 |
| 1995 | 7،3725579 | -0،356136 | 22،289732 | 2،3531245 | 2،0756845 | 18،00568 |
| 1996 | 7،336025 | -0،3439 | 22،280592 | 6،501218 | 2،1804175 | 18،014688 |
| 1997 | 7،4339029 | -0،3439 | 22،354232 | 3،0378842 | 2،1871742 | 18،047046 |
| 1998 | 7،4391479 | -0،3439 | 22،415468 | 3،0916667 | 2،1198635 | 18،076567 |
| 1999 | 7،4226725 | -0،3439 | 22،559575 | 0،6062566 | 2،0655961 | 18،110084 |
| 2000 | 7،1933101 | -0،3439 | 22،63304 | 0،6668809 | 1،879465 | 18،151608 |
| 2001 | 7،4542569 | -0،343923 | 22،710953 | 1،7722044 | 1،6467337 | 18،202953 |
| 2002 | 7،4385012 | -0،3439 | 22،793369 | 1،8329939 | 1،3787661 | 18،259261 |
| 2003 | 7،8690194 | -0،3439 | 22،947074 | 1،63 | 1،0116009 | 18،300055 |
| 2004 | 8،3536384 | -0،3439 | 23،046572 | 3،3618682 | 0،9122827 | 18،38224 |
| 2005 | 9،0108523 | -0،3439 | 23،240611 | 3،4936853 | 1،258461 | 18،460468 |
| 2006 | 8،6157889 | -0،3439 | 23،361375 | 6،2517247 | 1،6351057 | 18،538541 |
| 2007 | 8،9252283 | -0،3439 | 23،478492 | 5،386824 | 1،7155981 | 18،617128 |
| 2008 | 8،7392321 | -0،34296 | 23،669891 | 14،927815 | 1،7334239 | 18،685969 |
| 2009 | 8،6161513 | -0،34249 | 23،887335 | -0،678178 | 1،442202 | 18،738931 |
| 2010 | 8،5788526 | -0،34249 | 23،97556 | 5،0139416 | 1،2237754 | 18،761739 |
| 2011 | 8،4442784 | -0،34249 | 24،002181 | 4،4099787 | 1،2412686 | 18،787251 |
| 2012 | 8،4324846 | -0،34249 | 23،981549 | 4،7679503 | 1،4327007 | 18،815938 |

**الملحق رقم 03** : إحصائيات المتغيرات الاقتصادية للاقتصاد الأمريكي

| السنوات | LER | LM2 | CPI | LIR | LRGDP |
|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | 1،3217558 | 29،100618 | 2.607442 | 1،4374626 | 25،234365 |

| 1995 | 1،3217558 | 29،167053 | 2.80542 | 1،763017 | 25،261189 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1996 | 1،3217558 | 29،242768 | 2.931204 | 1،6677068 | 25،298445 |
| 1997 | 1،3217558 | 29،319762 | 2.33769 | 1،6974488 | 25،342341 |
| 1998 | 1،3217558 | 29،411446 | 1.552279 | 1،6770966 | 25،385878 |
| 1999 | 1،3217558 | 29،502278 | 2.188027 | 1،6034198 | 25،433205 |
| 2000 | 1،3217558 | 29،580262 | 3.376857 | 1،8309802 | 25،473297 |
| 2001 | 1،3217558 | 29،652235 | 2.826171 | 1،3558352 | 25،482739 |
| 2002 | 1،3217558 | 29،69526 | 1.586032 | 0،5128236 | 25،500345 |
| 2003 | 1،3217558 | 29،738954 | 2.270095 | 0،1222176 | 25،527872 |
| 2004 | 1،3217558 | 29،794584 | 2.677237 | 0،3001046 | 25،565149 |
| 2005 | 1،3209778 | 29،872975 | 3.392747 | 1،1693814 | 25،598112 |
| 2006 | 1،3204216 | 29،959383 | 3.225944 | 1،6034198 | 25،624428 |
| 2007 | 1،321089 | 30،070428 | 2.852672 | 1،6134299 | 25،642169 |
| 2008 | 1،3217558 | 30،149154 | 3.8391 | 0،6523252 | 25،639261 |
| 2009 | 1،3217558 | 30،198693 | -0.35555 | -1،832581 | 25،610837 |
| 2010 | 1،3217558 | 30،171349 | 1.640043 | -1،714798 | 25،6356 |
| 2011 | 1،3217558 | 30،235948 | 3.156842 | -2،302585 | 25،653904 |
| 2012 | 1،3217558 | 30،283754 | 2.069337 | -1،966113 | 25،681314 |

**لوغاريتم المتغيرات الاقتصادية للاقتصاد الأمريكي**

| السنوات | LER | LM2 | CPI | LIR | LRGDP |
|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | 1.32175583998232 | 29.1006177128375 | 2.607442 | 1.43746264769429 | 25.2343653442229 |
| 1995 | 1.32175583998232 | 29.1670533633797 | 2.80542 | 1.7630170003624 | 25.2611886330543 |
| 1996 | 1.32175583998232 | 29.2427681602643 | 2.931204 | 1.66770682055808 | 25.2984445494047 |
| 1997 | 1.32175583998232 | 29.3197615852691 | 2.33769 | 1.69744878975681 | 25.3423410109702 |
| 1998 | 1.32175583998232 | 29.4114460917923 | 1.552279 | 1.67709656090792 | 25.3858776583922 |
| 1999 | 1.32175583998232 | 29.5022783751587 | 2.188027 | 1.60341984010854 | 25.4332051024117 |
| 2000 | 1.32175583998232 | 29.5802617128803 | 3.376857 | 1.83098018238134 | 25.4732971720699 |
| 2001 | 1.32175583998232 | 29.6522352723813 | 2.826171 | 1.35583515363518 | 25.4827389759426 |
| 2002 | 1.32175583998232 | 29.6952596402382 | 1.586032 | 0.512823626428664 | 25.500345050759 |
| 2003 | 1.32175583998232 | 29.7389539155357 | 2.270095 | 0.122217632724249 | 25.5278719323147 |
| 2004 | 1.32175583998232 | 29.7945838661721 | 2.677237 | 0.300104592450338 | 25.5651488410931 |
| 2005 | 1.32097775957848 | 29.8729749327376 | 3.392747 | 1.16938135955632 | 25.5981119534435 |
| 2006 | 1.32042161696918 | 29.9593834353703 | 3.225944 | 1.60341984010854 | 25.6244281670108 |
| 2007 | 1.32108895099462 | 30.0704278787108 | 2.852672 | 1.61342993370364 | 25.6421690364847 |
| 2008 | 1.32175583998232 | 30.1491540104989 | 3.8391 | 0.65232518603969 | 25.6392609618412 |
| 2009 | 1.32175583998232 | 30.1986926921362 | -0.35555 | -1.83258146374831 | 25.6108365741542 |
| 2010 | 1.32175583998232 | 30.1713489508542 | 1.640043 | -1.71479842809193 | 25.6356004032675 |
| 2011 | 1.32175583998232 | 30.2359479980773 | 3.156842 | -2.30258509299405 | 25.6539035308903 |
| 2012 | 1.32175583998232 | 30.2837544331475 | 2.069337 | -1.96611285637283 | 25.6813139964007 |

## الملحق رقم(4): القيم الاحصائية للمتغيرات الاقتصادية السعودية

Date: 05/16/14 Time: 18:23
Sample: 1994 2012

| | LINDEX | CPI | LIR | LM2 | LRGDP |
|---|---|---|---|---|---|
| Mean | 8.232224 | 2.104191 | 1.235027 | 26.92475 | 21.42144 |
| Median | 8.397864 | 0.699360 | 1.427916 | 26.74875 | 21.33309 |
| Maximum | 9.723921 | 9.868752 | 1.925124 | 27.99688 | 21.90125 |
| Minimum | 7.156878 | -1.347894 | -0.031284 | 26.17681 | 21.11925 |
| Std. Dev. | 0.784657 | 3.008694 | 0.689068 | 0.613262 | 0.261410 |
| Skewness | 0.154788 | 0.954789 | -0.711192 | 0.394163 | 0.490116 |
| Kurtosis | 1.808217 | 3.248885 | 2.024234 | 1.687645 | 1.824031 |
| Jarque-Bera | 1.200312 | 2.935844 | 2.355444 | 1.855457 | 1.855476 |
| Probability | 0.548726 | 0.230404 | 0.307980 | 0.395451 | 0.395447 |
| Sum | 156.4123 | 39.97962 | 23.46552 | 511.5703 | 407.0073 |
| Sum Sq. Dev. | 11.08236 | 162.9403 | 8.546671 | 6.769624 | 1.230037 |
| Observations | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 |

## الملحق رقم(5): القيم الاحصائية للمتغيرات الاقتصادية الأردنية

Date: 05/16/14 Time: 22:37
Sample: 1994 2012

| | LINDEX | LER | CPI | LIR | LM2 | LRGDP |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Mean | 7.997132 | -0.344964 | 3.786554 | 1.638531 | 23.04535 | 18.36341 |
| Median | 7.869019 | -0.343900 | 3.361868 | 1.646734 | 22.94707 | 18.30006 |
| Maximum | 9.010852 | -0.342490 | 14.92782 | 2.187174 | 24.00218 | 18.81594 |
| Minimum | 7.193310 | -0.358442 | -0.678178 | 0.912283 | 22.23403 | 17.94870 |
| Std. Dev. | 0.651704 | 0.004400 | 3.322780 | 0.404212 | 0.639500 | 0.302447 |
| Skewness | 0.169605 | -2.518861 | 1.935539 | -0.169010 | 0.268539 | 0.196172 |
| Kurtosis | 1.343585 | 7.627162 | 7.774311 | 1.834804 | 1.628517 | 1.539873 |
| Jarque-Bera | 2.263196 | 37.04151 | 29.90861 | 1.165285 | 1.717456 | 1.809674 |
| Probability | 0.322517 | 0.000000 | 0.000000 | 0.558421 | 0.423701 | 0.404608 |
| Sum | 151.9455 | -6.554320 | 71.94454 | 31.13210 | 437.8616 | 348.9048 |
| Sum Sq. Dev. | 7.644928 | 0.000348 | 198.7356 | 2.940974 | 7.361287 | 1.646536 |
| Observations | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 |

## الملحق رقم(6): القيم الاحصائية للمتغيرات الاقتصادية للولايات المتحدة الامريكية

Date: 05/22/14 Time: 22:51
Sample: 1994 2012

| | LINDEX | CPI | LIR | LM2 | LRGDP |
|---|---|---|---|---|---|
| Mean | 8.232224 | 2.472610 | 0.588978 | 29.74457 | 25.50476 |
| Median | 8.397864 | 2.677237 | 1.355835 | 29.73895 | 25.52787 |
| Maximum | 9.723921 | 3.839100 | 1.830980 | 30.28375 | 25.68131 |
| Minimum | 7.156878 | -0.355550 | -2.302585 | 29.10062 | 25.23437 |
| Std. Dev. | 0.784657 | 0.938243 | 1.445721 | 0.383237 | 0.143005 |
| Skewness | 0.154788 | -1.362278 | -1.049308 | -0.161707 | -0.572502 |
| Kurtosis | 1.808217 | 5.398225 | 2.522050 | 1.779929 | 2.028208 |
| Jarque-Bera | 1.200312 | 10.42996 | 3.667493 | 1.261259 | 1.785537 |
| Probability | 0.548726 | 0.005435 | 0.159814 | 0.532257 | 0.409520 |
| Sum | 156.4123 | 46.97959 | 11.19059 | 565.1469 | 484.5905 |
| Sum Sq. Dev. | 11.08236 | 15.84539 | 37.62194 | 2.643677 | 0.368108 |
| Observations | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 |

## الملحق رقم(7): نتائج اختبار ديكي فولر لمؤشر أسعار الأسهم السعودي

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LINDEX

Null Hypothesis: LINDEX has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.460914 | 0.5296 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:38
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LINDEX(-1) | -0.175253 | 0.119961 | -1.460914 | 0.1634 |
| C | 1.524798 | 0.988690 | 1.542240 | 0.1426 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.117693 | Mean dependent var | 0.086818 |
| Adjusted R-squared | 0.062548 | S.D. dependent var | 0.407769 |
| S.E. of regression | 0.394810 | Akaike info criterion | 1.083616 |
| Sum squared resid | 2.494003 | Schwarz criterion | 1.182547 |
| Log likelihood | -7.752547 | Hannan-Quinn criter. | 1.097258 |
| F-statistic | 2.134270 | Durbin-Watson stat | 2.352541 |
| Prob(F-statistic) | 0.163399 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LINDEX

Null Hypothesis: LINDEX has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 0.761048 | 0.8694 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:38
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LINDEX(-1) | 0.008935 | 0.011740 | 0.761048 | 0.4571 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | -0.013468 | Mean dependent var | 0.086818 |
| Adjusted R-squared | -0.013468 | S.D. dependent var | 0.407769 |
| S.E. of regression | 0.410506 | Akaike info criterion | 1.111098 |
| Sum squared resid | 2.864752 | Schwarz criterion | 1.160563 |
| Log likelihood | -8.999884 | Hannan-Quinn criter. | 1.117919 |
| Durbin-Watson stat | 2.466875 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LINDEX

Null Hypothesis: LINDEX has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.691251 | 0.7128 |
| Test critical values: | 1% level | -4.571559 | |
| | 5% level | -3.690814 | |
| | 10% level | -3.286909 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:37
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LINDEX(-1) | -0.368739 | 0.218027 | -1.691251 | 0.1115 |
| C | 2.783795 | 1.542080 | 1.805221 | 0.0911 |
| @TREND(1994) | 0.034587 | 0.032599 | 1.060975 | 0.3055 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.179283 | Mean dependent var | 0.086818 |
| Adjusted R-squared | 0.069854 | S.D. dependent var | 0.407769 |
| S.E. of regression | 0.393269 | Akaike info criterion | 1.122365 |
| Sum squared resid | 2.319906 | Schwarz criterion | 1.270761 |
| Log likelihood | -7.101289 | Hannan-Quinn criter. | 1.142827 |
| F-statistic | 1.638350 | Durbin-Watson stat | 2.073449 |
| Prob(F-statistic) | 0.227222 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LINDEX)

Null Hypothesis: D(LINDEX) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.954533 | 0.0055 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:38
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LINDEX(-1)) | -1.270583 | 0.256449 | -4.954533 | 0.0002 |
| C | 0.284784 | 0.240548 | 1.183896 | 0.2562 |
| @TREND(1994) | -0.017100 | 0.021274 | -0.803789 | 0.4350 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.637064 | Mean dependent var | -0.006538 |
| Adjusted R-squared | 0.585216 | S.D. dependent var | 0.661600 |
| S.E. of regression | 0.426095 | Akaike info criterion | 1.290475 |
| Sum squared resid | 2.541794 | Schwarz criterion | 1.437513 |
| Log likelihood | -7.969036 | Hannan-Quinn criter. | 1.305091 |
| F-statistic | 12.28716 | Durbin-Watson stat | 1.895315 |
| Prob(F-statistic) | 0.000829 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LINDEX)

Null Hypothesis: D(LINDEX) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.950401 | 0.0012 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:39
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LINDEX(-1)) | -1.243911 | 0.251275 | -4.950401 | 0.0002 |
| C | 0.111263 | 0.104853 | 1.061138 | 0.3054 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.620315 | Mean dependent var | -0.006538 |
| Adjusted R-squared | 0.595003 | S.D. dependent var | 0.661600 |
| S.E. of regression | 0.421038 | Akaike info criterion | 1.217943 |
| Sum squared resid | 2.659093 | Schwarz criterion | 1.315968 |
| Log likelihood | -8.352515 | Hannan-Quinn criter. | 1.227687 |
| F-statistic | 24.50647 | Durbin-Watson stat | 1.876110 |
| Prob(F-statistic) | 0.000174 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LINDEX)

Null Hypothesis: D(LINDEX) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.816827 | 0.0001 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:39
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LINDEX(-1)) | -1.183397 | 0.245680 | -4.816827 | 0.0002 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.591813 | Mean dependent var | -0.006538 |
| Adjusted R-squared | 0.591813 | S.D. dependent var | 0.661600 |
| S.E. of regression | 0.422693 | Akaike info criterion | 1.172679 |
| Sum squared resid | 2.858705 | Schwarz criterion | 1.221692 |
| Log likelihood | -8.967775 | Hannan-Quinn criter. | 1.177551 |
| Durbin-Watson stat | 1.892620 | | |

## الملحق رقم(8): نتائج اختبار ديكي فولر لمؤشر أسعار الفائدة السعودي

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.651978 | 0.0596 |
| Test critical values: | 1% level | -4.728363 | |
| | 5% level | -3.759743 | |
| | 10% level | -3.324976 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:42
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -1.663742 | 0.455573 | -3.651978 | 0.0053 |
| D(LIR(-1)) | 1.140796 | 0.269438 | 4.233977 | 0.0022 |
| D(LIR(-2)) | 0.862111 | 0.322788 | 2.670827 | 0.0256 |
| D(LIR(-3)) | 0.631553 | 0.377615 | 1.672478 | 0.1288 |
| C | 3.704459 | 1.008438 | 3.673464 | 0.0051 |
| @TREND(1994) | -0.139429 | 0.035924 | -3.881247 | 0.0037 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.815214 | Mean dependent var | -0.113580 |
| Adjusted R-squared | 0.712555 | S.D. dependent var | 0.365286 |
| S.E. of regression | 0.195844 | Akaike info criterion | -0.133823 |
| Sum squared resid | 0.345194 | Schwarz criterion | 0.149397 |
| Log likelihood | 7.003674 | Hannan-Quinn criter. | -0.136840 |
| F-statistic | 7.941010 | Durbin-Watson stat | 2.140542 |
| Prob(F-statistic) | 0.004057 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.007816 | 0.2809 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:43
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -0.251039 | 0.125031 | -2.007816 | 0.0644 |
| D(LIR(-1)) | 0.693584 | 0.241063 | 2.877194 | 0.0122 |
| C | 0.289255 | 0.186267 | 1.552908 | 0.1428 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.385162 | Mean dependent var | -0.103346 |
| Adjusted R-squared | 0.297328 | S.D. dependent var | 0.343965 |
| S.E. of regression | 0.288331 | Akaike info criterion | 0.509369 |
| Sum squared resid | 1.163886 | Schwarz criterion | 0.656407 |
| Log likelihood | -1.329637 | Hannan-Quinn criter. | 0.523985 |
| F-statistic | 4.385105 | Durbin-Watson stat | 1.903308 |
| Prob(F-statistic) | 0.033214 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.311032 | 0.1671 |
| Test critical values: | 1% level | -2.728252 | |
| | 5% level | -1.966270 | |
| | 10% level | -1.605026 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:43
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -0.074015 | 0.056455 | -1.311032 | 0.2166 |
| D(LIR(-1)) | 0.496243 | 0.253334 | 1.958852 | 0.0760 |
| D(LIR(-2)) | -0.010806 | 0.294099 | -0.036741 | 0.9713 |
| D(LIR(-3)) | -0.453859 | 0.257033 | -1.765763 | 0.1051 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.501934 | Mean dependent var | -0.113580 |
| Adjusted R-squared | 0.366098 | S.D. dependent var | 0.365286 |
| S.E. of regression | 0.290833 | Akaike info criterion | 0.591045 |
| Sum squared resid | 0.930423 | Schwarz criterion | 0.779858 |
| Log likelihood | -0.432834 | Hannan-Quinn criter. | 0.589033 |
| Durbin-Watson stat | 2.192835 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.759473 | 0.0526 |
| Test critical values: | 1% level | -4.800080 | |
| | 5% level | -3.791172 | |
| | 10% level | -3.342253 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:43
Sample (adjusted): 1999 2012
Included observations: 14 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -2.051953 | 0.545809 | -3.759473 | 0.0055 |
| D(LIR(-1),2) | 1.152577 | 0.370835 | 3.108061 | 0.0145 |
| D(LIR(-2),2) | 1.046671 | 0.359196 | 2.913926 | 0.0195 |
| D(LIR(-3),2) | 0.740980 | 0.404739 | 1.830759 | 0.1045 |
| C | -0.035711 | 0.223492 | -0.159788 | 0.8770 |
| @TREND(1994) | -0.012549 | 0.019110 | -0.656652 | 0.5298 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.705678 | Mean dependent var | 0.008323 |
| Adjusted R-squared | 0.521727 | S.D. dependent var | 0.392871 |
| S.E. of regression | 0.271699 | Akaike info criterion | 0.529284 |
| Sum squared resid | 0.590563 | Schwarz criterion | 0.803165 |
| Log likelihood | 2.295015 | Hannan-Quinn criter. | 0.503931 |
| F-statistic | 3.836223 | Durbin-Watson stat | 2.043797 |
| Prob(F-statistic) | 0.045332 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.279566 | 0.0258 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:44
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -0.493162 | 0.216340 | -2.279566 | 0.0367 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.245090 | Mean dependent var | 0.003221 |
| Adjusted R-squared | 0.245090 | S.D. dependent var | 0.357611 |
| S.E. of regression | 0.310712 | Akaike info criterion | 0.557125 |
| Sum squared resid | 1.544676 | Schwarz criterion | 0.606137 |
| Log likelihood | -3.735561 | Hannan-Quinn criter. | 0.561997 |
| Durbin-Watson stat | 1.626546 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.825507 | 0.0138 |
| Test critical values: | 1% level | -4.004425 | |
| | 5% level | -3.098896 | |
| | 10% level | -2.690439 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:43
Sample (adjusted): 1999 2012
Included observations: 14 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -1.981452 | 0.517958 | -3.825507 | 0.0041 |
| D(LIR(-1),2) | 1.114519 | 0.354514 | 3.143792 | 0.0119 |
| D(LIR(-2),2) | 1.012727 | 0.344041 | 2.943621 | 0.0164 |
| D(LIR(-3),2) | 0.739897 | 0.391737 | 1.888758 | 0.0915 |
| C | -0.171731 | 0.081217 | -2.114477 | 0.0636 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.689814 | Mean dependent var | 0.008323 |
| Adjusted R-squared | 0.551954 | S.D. dependent var | 0.392871 |
| S.E. of regression | 0.262973 | Akaike info criterion | 0.438923 |
| Sum squared resid | 0.622394 | Schwarz criterion | 0.667158 |
| Log likelihood | 1.927538 | Hannan-Quinn criter. | 0.417796 |
| F-statistic | 5.003720 | Durbin-Watson stat | 2.032122 |
| Prob(F-statistic) | 0.021160 | | |

**الملحق رقم(9): نتائج اختبار ديكي فولر لمؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم في السعودية**

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.179483 | 0.4716 |
| Test critical values: | 1% level | -4.571559 | |
| | 5% level | -3.690814 | |
| | 10% level | -3.286909 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:40
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -0.494927 | 0.227085 | -2.179483 | 0.0456 |
| C | -0.329836 | 1.175789 | -0.280523 | 0.7829 |
| @TREND(1994) | 0.155657 | 0.131430 | 1.184336 | 0.2547 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.241273 | Mean dependent var | 0.128980 |
| Adjusted R-squared | 0.140109 | S.D. dependent var | 2.506737 |
| S.E. of regression | 2.324504 | Akaike info criterion | 4.675902 |
| Sum squared resid | 81.04980 | Schwarz criterion | 4.824298 |
| Log likelihood | -39.08312 | Hannan-Quinn criter. | 4.696364 |
| F-statistic | 2.384978 | Durbin-Watson stat | 1.746912 |
| Prob(F-statistic) | 0.126079 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.812359 | 0.3629 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:41
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -0.334826 | 0.184746 | -1.812359 | 0.0887 |
| C | 0.818975 | 0.672818 | 1.217231 | 0.2412 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.170324 | Mean dependent var | 0.128980 |
| Adjusted R-squared | 0.118470 | S.D. dependent var | 2.506737 |
| S.E. of regression | 2.353571 | Akaike info criterion | 4.654184 |
| Sum squared resid | 88.62878 | Schwarz criterion | 4.753114 |
| Log likelihood | -39.88766 | Hannan-Quinn criter. | 4.667825 |
| F-statistic | 3.284645 | Durbin-Watson stat | 1.877815 |
| Prob(F-statistic) | 0.088738 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.343833 | 0.1594 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:41
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -0.207577 | 0.154467 | -1.343833 | 0.1967 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.093494 | Mean dependent var | 0.128980 |
| Adjusted R-squared | 0.093494 | S.D. dependent var | 2.506737 |
| S.E. of regression | 2.386680 | Akaike info criterion | 4.631636 |
| Sum squared resid | 96.83609 | Schwarz criterion | 4.681101 |
| Log likelihood | -40.68473 | Hannan-Quinn criter. | 4.638457 |
| Durbin-Watson stat | 1.974977 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CPI)

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.277580 | 0.0031 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:41
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(CPI(-1)) | -1.278068 | 0.242169 | -5.277580 | 0.0001 |
| C | -0.914075 | 1.307851 | -0.698913 | 0.4961 |
| @TREND(1994) | 0.088348 | 0.117998 | 0.748728 | 0.4664 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.665841 | Mean dependent var | -0.425984 |
| Adjusted R-squared | 0.618104 | S.D. dependent var | 3.836494 |
| S.E. of regression | 2.370866 | Akaike info criterion | 4.723173 |
| Sum squared resid | 78.69406 | Schwarz criterion | 4.870210 |
| Log likelihood | -37.14697 | Hannan-Quinn criter. | 4.737788 |
| F-statistic | 13.94813 | Durbin-Watson stat | 1.676769 |
| Prob(F-statistic) | 0.000465 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CPI)

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.306656 | 0.0006 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:42
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(CPI(-1)) | -1.259464 | 0.237337 | -5.306656 | 0.0001 |
| C | -0.036346 | 0.571273 | -0.063622 | 0.9501 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.652461 | Mean dependent var | -0.425984 |
| Adjusted R-squared | 0.629291 | S.D. dependent var | 3.836494 |
| S.E. of regression | 2.335882 | Akaike info criterion | 4.644787 |
| Sum squared resid | 81.84515 | Schwarz criterion | 4.742812 |
| Log likelihood | -37.48069 | Hannan-Quinn criter. | 4.654531 |
| F-statistic | 28.16059 | Durbin-Watson stat | 1.632188 |
| Prob(F-statistic) | 0.000088 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CPI)

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.534297 | 0.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:42
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(CPI(-1)) | -1.261405 | 0.227925 | -5.534297 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.652367 | Mean dependent var | -0.425984 |
| Adjusted R-squared | 0.652367 | S.D. dependent var | 3.836494 |
| S.E. of regression | 2.262013 | Akaike info criterion | 4.527410 |
| Sum squared resid | 81.86724 | Schwarz criterion | 4.576422 |
| Log likelihood | -37.48298 | Hannan-Quinn criter. | 4.532282 |
| Durbin-Watson stat | 1.629335 | | |

# الملحق رقم(10): نتائج اختبار ديكي فولر لمؤشر الكتلة النقدية السعودية

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 0.981815 | 0.9940 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:45
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | 0.023889 | 0.024331 | 0.981815 | 0.3429 |
| D(LM2(-1)) | 0.415762 | 0.253601 | 1.639435 | 0.1234 |
| C | -0.578396 | 0.640700 | -0.902756 | 0.3819 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.371089 | Mean dependent var | 0.105121 |
| Adjusted R-squared | 0.281244 | S.D. dependent var | 0.052694 |
| S.E. of regression | 0.044674 | Akaike info criterion | -3.220085 |
| Sum squared resid | 0.027940 | Schwarz criterion | -3.073047 |
| Log likelihood | 30.37072 | Hannan-Quinn criter. | -3.205469 |
| F-statistic | 4.130345 | Durbin-Watson stat | 2.059954 |
| Prob(F-statistic) | 0.038916 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 2.230128 | 0.9905 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:45
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | 0.001938 | 0.000869 | 2.230128 | 0.0414 |
| D(LM2(-1)) | 0.541869 | 0.210350 | 2.576039 | 0.0211 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.334478 | Mean dependent var | 0.105121 |
| Adjusted R-squared | 0.290110 | S.D. dependent var | 0.052694 |
| S.E. of regression | 0.044397 | Akaike info criterion | -3.281151 |
| Sum squared resid | 0.029567 | Schwarz criterion | -3.183126 |
| Log likelihood | 29.88979 | Hannan-Quinn criter. | -3.271407 |
| Durbin-Watson stat | 2.187109 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.628408 | 0.2735 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:45
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -0.656760 | 0.249870 | -2.628408 | 0.0198 |
| C | 0.033001 | 0.025231 | 1.307978 | 0.2120 |
| @TREND(1994) | 0.003845 | 0.002668 | 1.441106 | 0.1715 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.331357 | Mean dependent var | 0.007036 |
| Adjusted R-squared | 0.235836 | S.D. dependent var | 0.049304 |
| S.E. of regression | 0.043100 | Akaike info criterion | -3.291817 |
| Sum squared resid | 0.026006 | Schwarz criterion | -3.144779 |
| Log likelihood | 30.98044 | Hannan-Quinn criter. | -3.277201 |
| F-statistic | 3.468963 | Durbin-Watson stat | 2.005352 |
| Prob(F-statistic) | 0.059753 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.129683 | 0.2364 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:45
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -0.440547 | 0.206860 | -2.129683 | 0.0502 |
| C | 0.050247 | 0.022995 | 2.185086 | 0.0452 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.232169 | Mean dependent var | 0.007036 |
| Adjusted R-squared | 0.180980 | S.D. dependent var | 0.049304 |
| S.E. of regression | 0.044620 | Akaike info criterion | -3.271145 |
| Sum squared resid | 0.029864 | Schwarz criterion | -3.173120 |
| Log likelihood | 29.80473 | Hannan-Quinn criter. | -3.261401 |
| F-statistic | 4.535551 | Durbin-Watson stat | 2.203439 |
| Prob(F-statistic) | 0.050167 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.385509 | 0.5299 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:46
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -0.041722 | 0.108226 | -0.385509 | 0.7049 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | -0.012237 | Mean dependent var | 0.007036 |
| Adjusted R-squared | -0.012237 | S.D. dependent var | 0.049304 |
| S.E. of regression | 0.049605 | Akaike info criterion | -3.112444 |
| Sum squared resid | 0.039370 | Schwarz criterion | -3.063431 |
| Log likelihood | 27.45577 | Hannan-Quinn criter. | -3.107572 |
| Durbin-Watson stat | 2.546343 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2,2)

Null Hypothesis: D(LM2,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.317184 | 0.0033 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,3)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:46
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1),2) | -1.367406 | 0.257167 | -5.317184 | 0.0001 |
| C | 0.007721 | 0.031485 | 0.245236 | 0.8101 |
| @TREND(1994) | -4.37E-05 | 0.002734 | -0.016001 | 0.9875 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.686690 | Mean dependent var | -0.000558 |
| Adjusted R-squared | 0.638489 | S.D. dependent var | 0.083492 |
| S.E. of regression | 0.050200 | Akaike info criterion | -2.978235 |
| Sum squared resid | 0.032761 | Schwarz criterion | -2.833374 |
| Log likelihood | 26.82588 | Hannan-Quinn criter. | -2.970817 |
| F-statistic | 14.24623 | Durbin-Watson stat | 1.922793 |
| Prob(F-statistic) | 0.000529 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2,2)

Null Hypothesis: D(LM2,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.629527 | 0.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -2.717511 | |
| | 5% level | -1.964418 | |
| | 10% level | -1.605603 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,3)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:47
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1),2) | -1.349975 | 0.239803 | -5.629527 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.678728 | Mean dependent var | -0.000558 |
| Adjusted R-squared | 0.678728 | S.D. dependent var | 0.083492 |
| S.E. of regression | 0.047324 | Akaike info criterion | -3.203138 |
| Sum squared resid | 0.033593 | Schwarz criterion | -3.154851 |
| Log likelihood | 26.62510 | Hannan-Quinn criter. | -3.200665 |
| Durbin-Watson stat | 1.910620 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2,2)

Null Hypothesis: D(LM2,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.539252 | 0.0005 |
| Test critical values: | 1% level | -3.920350 | |
| | 5% level | -3.065585 | |
| | 10% level | -2.673459 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,3)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:47
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1),2) | -1.367032 | 0.246790 | -5.539252 | 0.0001 |
| C | 0.007260 | 0.012176 | 0.596254 | 0.5605 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.686684 | Mean dependent var | -0.000558 |
| Adjusted R-squared | 0.664304 | S.D. dependent var | 0.083492 |
| S.E. of regression | 0.048375 | Akaike info criterion | -3.103215 |
| Sum squared resid | 0.032761 | Schwarz criterion | -3.006641 |
| Log likelihood | 26.82572 | Hannan-Quinn criter. | -3.098269 |
| F-statistic | 30.68332 | Durbin-Watson stat | 1.923355 |
| Prob(F-statistic) | 0.000073 | | |

## الملحق رقم(11): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسلة مؤشر الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي السعودي

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.445438 | 0.8101 |
| Test critical values: | 1% level | -4.571559 | |
| | 5% level | -3.690814 | |
| | 10% level | -3.286909 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:47
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | -0.148121 | 0.102475 | -1.445438 | 0.1689 |
| C | 3.117812 | 2.149870 | 1.450232 | 0.1676 |
| @TREND(1994) | 0.009964 | 0.004625 | 2.154282 | 0.0479 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.434335 | Mean dependent var | 0.043445 |
| Adjusted R-squared | 0.358914 | S.D. dependent var | 0.031181 |
| S.E. of regression | 0.024966 | Akaike info criterion | -4.391574 |
| Sum squared resid | 0.009350 | Schwarz criterion | -4.243179 |
| Log likelihood | 42.52417 | Hannan-Quinn criter. | -4.371113 |
| F-statistic | 5.758742 | Durbin-Watson stat | 2.002623 |
| Prob(F-statistic) | 0.013938 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 5.981183 | 1.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:48
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | 0.002038 | 0.000341 | 5.981183 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.015765 | Mean dependent var | 0.043445 |
| Adjusted R-squared | 0.015765 | S.D. dependent var | 0.031181 |
| S.E. of regression | 0.030935 | Akaike info criterion | -4.059933 |
| Sum squared resid | 0.016268 | Schwarz criterion | -4.010468 |
| Log likelihood | 37.53939 | Hannan-Quinn criter. | -4.053112 |
| Durbin-Watson stat | 1.353995 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 2.366815 | 0.9999 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:48
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | 0.065898 | 0.027843 | 2.366815 | 0.0309 |
| C | -1.366432 | 0.595721 | -2.293745 | 0.0357 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.259321 | Mean dependent var | 0.043445 |
| Adjusted R-squared | 0.213029 | S.D. dependent var | 0.031181 |
| S.E. of regression | 0.027661 | Akaike info criterion | -4.233120 |
| Sum squared resid | 0.012242 | Schwarz criterion | -4.134190 |
| Log likelihood | 40.09808 | Hannan-Quinn criter. | -4.219479 |
| F-statistic | 5.601812 | Durbin-Watson stat | 1.917916 |
| Prob(F-statistic) | 0.030890 | | |

## Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.869253 | 0.0379 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:48
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -1.057621 | 0.273340 | -3.869253 | 0.0017 |
| C | 0.013846 | 0.015081 | 0.918116 | 0.3741 |
| @TREND(1994) | 0.003452 | 0.001737 | 1.986725 | 0.0669 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.522105 | Mean dependent var | 0.002822 |
| Adjusted R-squared | 0.453834 | S.D. dependent var | 0.036956 |
| S.E. of regression | 0.027311 | Akaike info criterion | -4.204241 |
| Sum squared resid | 0.010443 | Schwarz criterion | -4.057204 |
| Log likelihood | 38.73605 | Hannan-Quinn criter. | -4.189625 |
| F-statistic | 7.647564 | Durbin-Watson stat | 1.926044 |
| Prob(F-statistic) | 0.005693 | | |

## Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.079707 | 0.0475 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:48
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -0.716609 | 0.232687 | -3.079707 | 0.0076 |
| C | 0.033679 | 0.012365 | 2.723821 | 0.0157 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.387370 | Mean dependent var | 0.002822 |
| Adjusted R-squared | 0.346528 | S.D. dependent var | 0.036956 |
| S.E. of regression | 0.029874 | Akaike info criterion | -4.073518 |
| Sum squared resid | 0.013387 | Schwarz criterion | -3.975493 |
| Log likelihood | 36.62491 | Hannan-Quinn criter. | -4.063774 |
| F-statistic | 9.484595 | Durbin-Watson stat | 2.065721 |
| Prob(F-statistic) | 0.007627 | | |

## Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.257900 | 0.1834 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:49
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -0.203027 | 0.161402 | -1.257900 | 0.2265 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.084355 | Mean dependent var | 0.002822 |
| Adjusted R-squared | 0.084355 | S.D. dependent var | 0.036956 |
| S.E. of regression | 0.035363 | Akaike info criterion | -3.789298 |
| Sum squared resid | 0.020008 | Schwarz criterion | -3.740285 |
| Log likelihood | 33.20903 | Hannan-Quinn criter. | -3.784426 |
| Durbin-Watson stat | 2.412471 | | |

# الملحق رقم(12): نتائج اختبار ديكي فولر لمؤشر أسعار الصرف السعودي

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LER

Null Hypothesis: LER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.294470 | 0.4117 |
| Test critical values: | 1% level | -4.728363 | |
| | 5% level | -3.759743 | |
| | 10% level | -3.324976 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 15:24
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LER(-1) | -0.822753 | 0.358581 | -2.294470 | 0.0474 |
| D(LER(-1)) | 1.110968 | 0.359025 | 3.094406 | 0.0128 |
| D(LER(-2)) | -0.303838 | 0.291461 | -1.042463 | 0.3244 |
| D(LER(-3)) | 0.613342 | 0.326126 | 1.880694 | 0.0927 |
| C | 1.087548 | 0.474034 | 2.294240 | 0.0474 |
| @TREND(1994) | -2.02E-05 | 2.07E-05 | -0.976897 | 0.3541 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.665681 | Mean dependent var | 0.000000 |
| Adjusted R-squared | 0.479948 | S.D. dependent var | 0.000359 |
| S.E. of regression | 0.000259 | Akaike info criterion | -13.39079 |
| Sum squared resid | 6.03E-07 | Schwarz criterion | -13.10757 |
| Log likelihood | 106.4309 | Hannan-Quinn criter. | -13.39381 |
| F-statistic | 3.584081 | Durbin-Watson stat | 1.960933 |
| Prob(F-statistic) | 0.046362 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LER

Null Hypothesis: LER has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.757646 | 0.0842 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 15:31
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LER(-1) | -0.684361 | 0.248168 | -2.757646 | 0.0140 |
| C | 3.933142 | 1.764934 | 2.228492 | 0.0405 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.322166 | Mean dependent var | -0.557295 |
| Adjusted R-squared | 0.279802 | S.D. dependent var | 3.403354 |
| S.E. of regression | 2.888239 | Akaike info criterion | 5.063610 |
| Sum squared resid | 133.4708 | Schwarz criterion | 5.162540 |
| Log likelihood | -43.57249 | Hannan-Quinn criter. | 5.077251 |
| F-statistic | 7.604612 | Durbin-Watson stat | 1.403613 |
| Prob(F-statistic) | 0.014012 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LER

Null Hypothesis: LER has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.000296 | 0.6677 |
| Test critical values: | 1% level | -2.717511 | |
| | 5% level | -1.964418 | |
| | 10% level | -1.605603 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 15:31
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LER(-1) | -1.57E-08 | 5.30E-05 | -0.000296 | 0.9998 |
| D(LER(-1)) | 0.455021 | 0.217404 | 2.092972 | 0.0565 |
| D(LER(-2)) | -0.620935 | 0.217404 | -2.856134 | 0.0135 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.433979 | Mean dependent var | 0.000000 |
| Adjusted R-squared | 0.346899 | S.D. dependent var | 0.000347 |
| S.E. of regression | 0.000280 | Akaike info criterion | -13.35391 |
| Sum squared resid | 1.02E-06 | Schwarz criterion | -13.20905 |
| Log likelihood | 109.8313 | Hannan-Quinn criter. | -13.34649 |
| Durbin-Watson stat | 1.755994 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LER)

Null Hypothesis: D(LER) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.407219 | 0.0157 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 15:32
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LER(-1)) | -1.189292 | 0.269851 | -4.407219 | 0.0009 |
| D(LER(-1),2) | 0.632624 | 0.223567 | 2.829685 | 0.0152 |
| C | -0.000102 | 0.000180 | -0.566680 | 0.5814 |
| @TREND(1994) | 9.72E-06 | 1.57E-05 | 0.617903 | 0.5482 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.618672 | Mean dependent var | 0.000000 |
| Adjusted R-squared | 0.523340 | S.D. dependent var | 0.000416 |
| S.E. of regression | 0.000287 | Akaike info criterion | -13.26023 |
| Sum squared resid | 9.90E-07 | Schwarz criterion | -13.06708 |
| Log likelihood | 110.0818 | Hannan-Quinn criter. | -13.25034 |
| F-statistic | 6.489657 | Durbin-Watson stat | 1.785179 |
| Prob(F-statistic) | 0.007393 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LER)

Null Hypothesis: D(LER) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.471296 | 0.0035 |
| Test critical values: | 1% level | -3.920350 | |
| | 5% level | -3.065585 | |
| | 10% level | -2.673459 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 15:32
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LER(-1)) | -1.165915 | 0.260755 | -4.471296 | 0.0006 |
| D(LER(-1),2) | 0.620935 | 0.217404 | 2.856134 | 0.0135 |
| C | 0.000000 | 7.01E-05 | 0.000000 | 1.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.606539 | Mean dependent var | 0.000000 |
| Adjusted R-squared | 0.546007 | S.D. dependent var | 0.000416 |
| S.E. of regression | 0.000280 | Akaike info criterion | -13.35391 |
| Sum squared resid | 1.02E-06 | Schwarz criterion | -13.20905 |
| Log likelihood | 109.8313 | Hannan-Quinn criter. | -13.34649 |
| F-statistic | 10.02007 | Durbin-Watson stat | 1.755994 |
| Prob(F-statistic) | 0.002327 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LER)

Null Hypothesis: D(LER) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.640083 | 0.0001 |
| Test critical values: | 1% level | -2.717511 | |
| | 5% level | -1.964418 | |
| | 10% level | -1.605603 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER,2)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 15:32
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LER(-1)) | -1.165915 | 0.251270 | -4.640083 | 0.0004 |
| D(LER(-1),2) | 0.620935 | 0.209496 | 2.963951 | 0.0103 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.606539 | Mean dependent var | 0.000000 |
| Adjusted R-squared | 0.578435 | S.D. dependent var | 0.000416 |
| S.E. of regression | 0.000270 | Akaike info criterion | -13.47891 |
| Sum squared resid | 1.02E-06 | Schwarz criterion | -13.38233 |
| Log likelihood | 109.8313 | Hannan-Quinn criter. | -13.47396 |
| Durbin-Watson stat | 1.755994 | | |

## الملحق رقم(13): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسلة البواقي للمتغيرات الاقتصادية السعودية

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.143749 | 0.1265 |
| Test critical values: | 1% level | -4.571559 | |
| | 5% level | -3.690814 | |
| | 10% level | -3.286909 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:50
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.843275 | 0.268239 | -3.143749 | 0.0067 |
| C | 0.030444 | 0.189425 | 0.160717 | 0.8745 |
| @TREND(1994) | -0.001761 | 0.017722 | -0.099337 | 0.9222 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.414268 | Mean dependent var | -0.006616 |
| Adjusted R-squared | 0.336171 | S.D. dependent var | 0.465724 |
| S.E. of regression | 0.379452 | Akaike info criterion | 1.050833 |
| Sum squared resid | 2.159754 | Schwarz criterion | 1.199228 |
| Log likelihood | -6.457498 | Hannan-Quinn criter. | 1.071295 |
| F-statistic | 5.304498 | Durbin-Watson stat | 1.922155 |
| Prob(F-statistic) | 0.018103 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.361295 | 0.0270 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:50
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.849457 | 0.252717 | -3.361295 | 0.0040 |
| C | 0.013868 | 0.086840 | 0.159698 | 0.8751 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.413883 | Mean dependent var | -0.006616 |
| Adjusted R-squared | 0.377251 | S.D. dependent var | 0.465724 |
| S.E. of regression | 0.367523 | Akaike info criterion | 0.940380 |
| Sum squared resid | 2.161175 | Schwarz criterion | 1.039310 |
| Log likelihood | -6.463417 | Hannan-Quinn criter. | 0.954021 |
| F-statistic | 11.29830 | Durbin-Watson stat | 1.910541 |
| Prob(F-statistic) | 0.003972 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.458971 | 0.0017 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:51
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.846625 | 0.244762 | -3.458971 | 0.0030 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.412949 | Mean dependent var | -0.006616 |
| Adjusted R-squared | 0.412949 | S.D. dependent var | 0.465724 |
| S.E. of regression | 0.356834 | Akaike info criterion | 0.830861 |
| Sum squared resid | 2.164620 | Schwarz criterion | 0.880326 |
| Log likelihood | -6.477751 | Hannan-Quinn criter. | 0.837682 |
| Durbin-Watson stat | 1.912460 | | |

## الملحق رقم(14): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسة مؤشر أسعار الفائدة في أمريكا

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.288163 | 0.4145 |
| Test critical values: | 1% level | -4.728363 | |
| | 5% level | -3.759743 | |
| | 10% level | -3.324976 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:54
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -2.110072 | 0.922168 | -2.288163 | 0.0479 |
| D(LIR(-1)) | 1.478673 | 0.658032 | 2.247114 | 0.0512 |
| D(LIR(-2)) | 1.141762 | 0.547764 | 2.084403 | 0.0668 |
| D(LIR(-3)) | 1.194395 | 0.833877 | 1.432339 | 0.1858 |
| C | 5.223229 | 2.148217 | 2.431425 | 0.0379 |
| @TREND(1994) | -0.307729 | 0.112177 | -2.743254 | 0.0227 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.601276 | Mean dependent var | -0.244237 |
| Adjusted R-squared | 0.379762 | S.D. dependent var | 0.792766 |
| S.E. of regression | 0.624344 | Akaike info criterion | 2.184944 |
| Sum squared resid | 3.508250 | Schwarz criterion | 2.468164 |
| Log likelihood | -10.38708 | Hannan-Quinn criter. | 2.181927 |
| F-statistic | 2.714399 | Durbin-Watson stat | 1.704671 |
| Prob(F-statistic) | 0.091605 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.363110 | 0.8963 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:55
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -0.049374 | 0.135975 | -0.363110 | 0.7213 |
| C | -0.152999 | 0.203577 | -0.751552 | 0.4632 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.008173 | Mean dependent var | -0.189088 |
| Adjusted R-squared | -0.053816 | S.D. dependent var | 0.734280 |
| S.E. of regression | 0.753779 | Akaike info criterion | 2.377005 |
| Sum squared resid | 9.090935 | Schwarz criterion | 2.475935 |
| Log likelihood | -19.39305 | Hannan-Quinn criter. | 2.390646 |
| F-statistic | 0.131849 | Durbin-Watson stat | 1.433577 |
| Prob(F-statistic) | 0.721275 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.531171 | 0.1147 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:55
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -0.187779 | 0.122637 | -1.531171 | 0.1465 |
| D(LIR(-1)) | 0.419946 | 0.243676 | 1.723375 | 0.1054 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.137529 | Mean dependent var | -0.219361 |
| Adjusted R-squared | 0.080031 | S.D. dependent var | 0.745210 |
| S.E. of regression | 0.714768 | Akaike info criterion | 2.276415 |
| Sum squared resid | 7.663410 | Schwarz criterion | 2.374440 |
| Log likelihood | -17.34953 | Hannan-Quinn criter. | 2.286159 |
| Durbin-Watson stat | 2.101621 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.480093 | 0.0167 |
| Test critical values: | 1% level | -4.800080 | |
| | 5% level | -3.791172 | |
| | 10% level | -3.342253 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:55
Sample (adjusted): 1999 2012
Included observations: 14 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -3.315217 | 0.739989 | -4.480093 | 0.0021 |
| D(LIR(-1),2) | 1.967390 | 0.567194 | 3.468638 | 0.0085 |
| D(LIR(-2),2) | 1.643204 | 0.436750 | 3.762344 | 0.0055 |
| D(LIR(-3),2) | 1.704403 | 0.620663 | 2.746102 | 0.0252 |
| C | 0.494654 | 0.512182 | 0.965777 | 0.3624 |
| @TREND(1994) | -0.088040 | 0.046239 | -1.904029 | 0.0934 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.788179 | Mean dependent var | 0.025487 |
| Adjusted R-squared | 0.655791 | S.D. dependent var | 1.018288 |
| S.E. of regression | 0.597422 | Akaike info criterion | 2.105142 |
| Sum squared resid | 2.855307 | Schwarz criterion | 2.379024 |
| Log likelihood | -8.735993 | Hannan-Quinn criter. | 2.079789 |
| F-statistic | 5.953561 | Durbin-Watson stat | 1.827074 |
| Prob(F-statistic) | 0.013758 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.577227 | 0.0215 |
| Test critical values: | 1% level | -4.004425 | |
| | 5% level | -3.098896 | |
| | 10% level | -2.690439 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:55
Sample (adjusted): 1999 2012
Included observations: 14 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -2.800991 | 0.783006 | -3.577227 | 0.0060 |
| D(LIR(-1),2) | 1.621458 | 0.610667 | 2.655224 | 0.0263 |
| D(LIR(-2),2) | 1.382881 | 0.471431 | 2.933367 | 0.0167 |
| D(LIR(-3),2) | 1.538918 | 0.698452 | 2.203327 | 0.0550 |
| C | -0.415396 | 0.209210 | -1.985546 | 0.0784 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.692190 | Mean dependent var | 0.025487 |
| Adjusted R-squared | 0.555385 | S.D. dependent var | 1.018288 |
| S.E. of regression | 0.678989 | Akaike info criterion | 2.336029 |
| Sum squared resid | 4.149234 | Schwarz criterion | 2.564264 |
| Log likelihood | -11.35220 | Hannan-Quinn criter. | 2.314902 |
| F-statistic | 5.059692 | Durbin-Watson stat | 1.618382 |
| Prob(F-statistic) | 0.020494 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.951025 | 0.0057 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:56
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -0.705274 | 0.238993 | -2.951025 | 0.0094 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.352451 | Mean dependent var | 0.000642 |
| Adjusted R-squared | 0.352451 | S.D. dependent var | 0.924804 |
| S.E. of regression | 0.744194 | Akaike info criterion | 2.303992 |
| Sum squared resid | 8.861193 | Schwarz criterion | 2.353005 |
| Log likelihood | -18.58393 | Hannan-Quinn criter. | 2.308864 |
| Durbin-Watson stat | 1.930842 | | |

**الملحق رقم(15): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسة مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم في أمريكا**

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.969727 | 0.0303 |
| Test critical values: | 1% level | -4.571559 | |
| | 5% level | -3.690814 | |
| | 10% level | -3.286909 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:53
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -1.026584 | 0.258603 | -3.969727 | 0.0012 |
| C | 2.733098 | 0.847733 | 3.224008 | 0.0057 |
| @TREND(1994) | -0.021226 | 0.046513 | -0.456356 | 0.6547 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.512538 | Mean dependent var | -0.029895 |
| Adjusted R-squared | 0.447543 | S.D. dependent var | 1.372277 |
| S.E. of regression | 1.019978 | Akaike info criterion | 3.028451 |
| Sum squared resid | 15.60533 | Schwarz criterion | 3.176846 |
| Log likelihood | -24.25606 | Hannan-Quinn criter. | 3.048913 |
| F-statistic | 7.885819 | Durbin-Watson stat | 2.011954 |
| Prob(F-statistic) | 0.004566 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.046431 | 0.0068 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:53
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -1.016381 | 0.251180 | -4.046431 | 0.0009 |
| C | 2.505991 | 0.669094 | 3.745351 | 0.0018 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.505770 | Mean dependent var | -0.029895 |
| Adjusted R-squared | 0.474881 | S.D. dependent var | 1.372277 |
| S.E. of regression | 0.994422 | Akaike info criterion | 2.931129 |
| Sum squared resid | 15.82199 | Schwarz criterion | 3.030059 |
| Log likelihood | -24.38016 | Hannan-Quinn criter. | 2.944770 |
| F-statistic | 16.37360 | Durbin-Watson stat | 1.999358 |
| Prob(F-statistic) | 0.000936 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.156442 | 0.2160 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:53
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -0.135236 | 0.116941 | -1.156442 | 0.2635 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.072465 | Mean dependent var | -0.029895 |
| Adjusted R-squared | 0.072465 | S.D. dependent var | 1.372277 |
| S.E. of regression | 1.321621 | Akaike info criterion | 3.449547 |
| Sum squared resid | 29.69358 | Schwarz criterion | 3.499013 |
| Log likelihood | -30.04593 | Hannan-Quinn criter. | 3.456368 |
| Durbin-Watson stat | 2.502708 | | |

## الملحق رقم(16): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسة مؤشر الكتلة النقدية في أمريكا

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.050422 | 0.5294 |
| Test critical values: | 1% level | -4.728363 | |
| | 5% level | -3.759743 | |
| | 10% level | -3.324976 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:56
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | -0.845207 | 0.412211 | -2.050422 | 0.0706 |
| D(LM2(-1)) | 0.451777 | 0.283138 | 1.595606 | 0.1450 |
| D(LM2(-2)) | 0.958950 | 0.312045 | 3.073118 | 0.0133 |
| D(LM2(-3)) | -0.887854 | 0.469890 | -1.889492 | 0.0914 |
| C | 24.61247 | 11.92194 | 2.064468 | 0.0690 |
| @TREND(1994) | 0.057249 | 0.028830 | 1.985726 | 0.0783 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.810706 | Mean dependent var | 0.064266 |
| Adjusted R-squared | 0.705543 | S.D. dependent var | 0.032317 |
| S.E. of regression | 0.017536 | Akaike info criterion | -4.959900 |
| Sum squared resid | 0.002768 | Schwarz criterion | -4.676680 |
| Log likelihood | 43.19925 | Hannan-Quinn criter. | -4.962917 |
| F-statistic | 7.709036 | Durbin-Watson stat | 2.127273 |
| Prob(F-statistic) | 0.004493 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 5.015873 | 1.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -2.728252 | |
| | 5% level | -1.966270 | |
| | 10% level | -1.605026 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:57
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | 0.004689 | 0.000935 | 5.015873 | 0.0004 |
| D(LM2(-1)) | 0.060137 | 0.204217 | 0.294474 | 0.7739 |
| D(LM2(-2)) | 0.613419 | 0.247995 | 2.473507 | 0.0309 |
| D(LM2(-3)) | -1.648723 | 0.396413 | -4.159100 | 0.0016 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.655023 | Mean dependent var | 0.064266 |
| Adjusted R-squared | 0.560938 | S.D. dependent var | 0.032317 |
| S.E. of regression | 0.021414 | Akaike info criterion | -4.626387 |
| Sum squared resid | 0.005044 | Schwarz criterion | -4.437574 |
| Log likelihood | 38.69791 | Hannan-Quinn criter. | -4.628399 |
| Durbin-Watson stat | 1.788343 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.394404 | 0.5566 |
| Test critical values: | 1% level | -3.959148 | |
| | 5% level | -3.081002 | |
| | 10% level | -2.681330 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:57
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | -0.027387 | 0.019640 | -1.394404 | 0.1934 |
| D(LM2(-1)) | 0.002320 | 0.193525 | 0.011987 | 0.9907 |
| D(LM2(-2)) | 0.503413 | 0.240652 | 2.091866 | 0.0629 |
| D(LM2(-3)) | -1.554975 | 0.373756 | -4.160398 | 0.0019 |
| C | 0.961002 | 0.587862 | 1.634743 | 0.1331 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.727772 | Mean dependent var | 0.064266 |
| Adjusted R-squared | 0.618881 | S.D. dependent var | 0.032317 |
| S.E. of regression | 0.019951 | Akaike info criterion | -4.729894 |
| Sum squared resid | 0.003980 | Schwarz criterion | -4.493877 |
| Log likelihood | 40.47421 | Hannan-Quinn criter. | -4.732408 |
| F-statistic | 6.683494 | Durbin-Watson stat | 2.084427 |
| Prob(F-statistic) | 0.006935 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.755879 | 0.0019 |
| Test critical values: | 1% level | -4.728363 | |
| | 5% level | -3.759743 | |
| | 10% level | -3.324976 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:57
Sample (adjusted): 1998 2012
Included observations: 15 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -2.096777 | 0.364284 | -5.755879 | 0.0002 |
| D(LM2(-1),2) | 1.087160 | 0.285860 | 3.803126 | 0.0035 |
| D(LM2(-2),2) | 1.581464 | 0.374764 | 4.219893 | 0.0018 |
| C | 0.167525 | 0.032740 | 5.116816 | 0.0005 |
| @TREND(1994) | -0.001813 | 0.001387 | -1.306964 | 0.2205 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.787108 | Mean dependent var | -0.001946 |
| Adjusted R-squared | 0.701952 | S.D. dependent var | 0.036911 |
| S.E. of regression | 0.020151 | Akaike info criterion | -4.709920 |
| Sum squared resid | 0.004061 | Schwarz criterion | -4.473904 |
| Log likelihood | 40.32440 | Hannan-Quinn criter. | -4.712434 |
| F-statistic | 9.243059 | Durbin-Watson stat | 2.072675 |
| Prob(F-statistic) | 0.002158 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.453979 | 0.4996 |
| Test critical values: | 1% level | -2.740613 | |
| | 5% level | -1.968430 | |
| | 10% level | -1.604392 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:58
Sample (adjusted): 1999 2012
Included observations: 14 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -0.048076 | 0.105900 | -0.453979 | 0.6595 |
| D(LM2(-1),2) | -0.207420 | 0.210564 | -0.985071 | 0.3478 |
| D(LM2(-2),2) | 0.497773 | 0.317236 | 1.569095 | 0.1477 |
| D(LM2(-3),2) | -1.626003 | 0.475404 | -3.420256 | 0.0065 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.608644 | Mean dependent var | -0.003134 |
| Adjusted R-squared | 0.491237 | S.D. dependent var | 0.038005 |
| S.E. of regression | 0.027108 | Akaike info criterion | -4.143005 |
| Sum squared resid | 0.007349 | Schwarz criterion | -3.960417 |
| Log likelihood | 33.00104 | Hannan-Quinn criter. | -4.159907 |
| Durbin-Watson stat | 2.279738 | | |

## الملحق رقم(17): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسة مؤشر الناتج المحلي الحقيقي في أمريكا

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.997238 | 0.5615 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:59
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | -0.218036 | 0.109169 | -1.997238 | 0.0672 |
| D(LRGDP(-1)) | 0.440051 | 0.250844 | 1.754281 | 0.1029 |
| C | 5.534316 | 2.754656 | 2.009077 | 0.0658 |
| @TREND(1994) | 0.004171 | 0.002980 | 1.399719 | 0.1850 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.520598 | Mean dependent var | 0.024713 |
| Adjusted R-squared | 0.409966 | S.D. dependent var | 0.019091 |
| S.E. of regression | 0.014664 | Akaike info criterion | -5.404501 |
| Sum squared resid | 0.002795 | Schwarz criterion | -5.208451 |
| Log likelihood | 49.93826 | Hannan-Quinn criter. | -5.385013 |
| F-statistic | 4.705698 | Durbin-Watson stat | 2.072964 |
| Prob(F-statistic) | 0.019509 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.749659 | 0.0854 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:59
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | -0.074742 | 0.027182 | -2.749659 | 0.0142 |
| C | 1.930375 | 0.693021 | 2.785449 | 0.0132 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.320901 | Mean dependent var | 0.024831 |
| Adjusted R-squared | 0.278457 | S.D. dependent var | 0.018527 |
| S.E. of regression | 0.015738 | Akaike info criterion | -5.361077 |
| Sum squared resid | 0.003963 | Schwarz criterion | -5.262147 |
| Log likelihood | 50.24969 | Hannan-Quinn criter. | -5.347436 |
| F-statistic | 7.560625 | Durbin-Watson stat | 1.327817 |
| Prob(F-statistic) | 0.014244 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 1.726958 | 0.9742 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:59
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | 0.000460 | 0.000266 | 1.726958 | 0.1047 |
| D(LRGDP(-1)) | 0.524903 | 0.220086 | 2.384991 | 0.0307 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.269021 | Mean dependent var | 0.024713 |
| Adjusted R-squared | 0.220289 | S.D. dependent var | 0.019091 |
| S.E. of regression | 0.016857 | Akaike info criterion | -5.217952 |
| Sum squared resid | 0.004262 | Schwarz criterion | -5.119926 |
| Log likelihood | 46.35259 | Hannan-Quinn criter. | -5.208208 |
| Durbin-Watson stat | 1.844913 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.937394 | 0.0397 |
| Test critical values: | 1% level | -4.800080 | |
| | 5% level | -3.791172 | |
| | 10% level | -3.342253 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 22:59
Sample (adjusted): 1999 2012
Included observations: 14 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -2.792192 | 0.709147 | -3.937394 | 0.0043 |
| D(LRGDP(-1),2) | 1.646717 | 0.540614 | 3.046014 | 0.0159 |
| D(LRGDP(-2),2) | 1.259943 | 0.420200 | 2.998435 | 0.0171 |
| D(LRGDP(-3),2) | 0.864636 | 0.498818 | 1.733372 | 0.1213 |
| C | 0.147612 | 0.040970 | 3.602898 | 0.0070 |
| @TREND(1994) | -0.006876 | 0.002096 | -3.280839 | 0.0112 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.716689 | Mean dependent var | -0.001152 |
| Adjusted R-squared | 0.539620 | S.D. dependent var | 0.020409 |
| S.E. of regression | 0.013848 | Akaike info criterion | -5.423818 |
| Sum squared resid | 0.001534 | Schwarz criterion | -5.149936 |
| Log likelihood | 43.96672 | Hannan-Quinn criter. | -5.449170 |
| F-statistic | 4.047503 | Durbin-Watson stat | 2.665950 |
| Prob(F-statistic) | 0.039588 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.172786 | 0.2219 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:00
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -0.479022 | 0.220465 | -2.172786 | 0.0462 |
| C | 0.011856 | 0.006802 | 1.743061 | 0.1018 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.239389 | Mean dependent var | 3.45E-05 |
| Adjusted R-squared | 0.188682 | S.D. dependent var | 0.018686 |
| S.E. of regression | 0.016831 | Akaike info criterion | -5.221054 |
| Sum squared resid | 0.004249 | Schwarz criterion | -5.123029 |
| Log likelihood | 46.37896 | Hannan-Quinn criter. | -5.211310 |
| F-statistic | 4.720999 | Durbin-Watson stat | 1.842853 |
| Prob(F-statistic) | 0.046231 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.221744 | 0.1944 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:00
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -0.171637 | 0.140486 | -1.221744 | 0.2395 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.085327 | Mean dependent var | 3.45E-05 |
| Adjusted R-squared | 0.085327 | S.D. dependent var | 0.018686 |
| S.E. of regression | 0.017871 | Akaike info criterion | -5.154256 |
| Sum squared resid | 0.005110 | Schwarz criterion | -5.105244 |
| Log likelihood | 44.81118 | Hannan-Quinn criter. | -5.149384 |
| Durbin-Watson stat | 2.078375 | | |

**الملحق رقم(18): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسة البواقيل لمتغيرات الاقتصادية الأمريكية**

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.561928 | 0.2989 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:06
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.793416 | 0.309695 | -2.561928 | 0.0264 |
| D(Z(-1)) | 0.156853 | 0.298164 | 0.526062 | 0.6093 |
| D(Z(-2)) | 0.507693 | 0.249293 | 2.036531 | 0.0665 |
| C | -0.168321 | 0.218960 | -0.768729 | 0.4582 |
| @TREND(1994) | 0.013188 | 0.019141 | 0.688964 | 0.5051 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.539308 | Mean dependent var | -0.024917 |
| Adjusted R-squared | 0.371784 | S.D. dependent var | 0.419690 |
| S.E. of regression | 0.332647 | Akaike info criterion | 0.886836 |
| Sum squared resid | 1.217194 | Schwarz criterion | 1.128270 |
| Log likelihood | -2.094690 | Hannan-Quinn criter. | 0.899200 |
| F-statistic | 3.219286 | Durbin-Watson stat | 2.071899 |
| Prob(F-statistic) | 0.055864 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.524715 | 0.1283 |
| Test critical values: | 1% level | -3.920350 | |
| | 5% level | -3.065585 | |
| | 10% level | -2.673459 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:06
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.729708 | 0.289026 | -2.524715 | 0.0267 |
| D(Z(-1)) | 0.137446 | 0.290260 | 0.473527 | 0.6443 |
| D(Z(-2)) | 0.512103 | 0.243695 | 2.101414 | 0.0574 |
| C | -0.028848 | 0.081591 | -0.353564 | 0.7298 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.519429 | Mean dependent var | -0.024917 |
| Adjusted R-squared | 0.399286 | S.D. dependent var | 0.419690 |
| S.E. of regression | 0.325284 | Akaike info criterion | 0.804083 |
| Sum squared resid | 1.269718 | Schwarz criterion | 0.997230 |
| Log likelihood | -2.432664 | Hannan-Quinn criter. | 0.813974 |
| F-statistic | 4.323426 | Durbin-Watson stat | 2.060890 |
| Prob(F-statistic) | 0.027669 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.093596 | 0.6377 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:23
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -1525270. | 16296382 | -0.093596 | 0.9265 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | -0.058278 | Mean dependent var | 5611672. |
| Adjusted R-squared | -0.058278 | S.D. dependent var | 23808309 |
| S.E. of regression | 24492238 | Akaike info criterion | 36.91956 |
| Sum squared resid | 1.02E+16 | Schwarz criterion | 36.96903 |
| Log likelihood | -331.2761 | Hannan-Quinn criter. | 36.92638 |
| Durbin-Watson stat | 0.998239 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.702235 | 0.2481 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:33
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.674430 | 0.249582 | -2.702235 | 0.0206 |
| D(Z(-1)) | 0.331573 | 0.255956 | 1.295432 | 0.2217 |
| D(Z(-2)) | 0.468807 | 0.258834 | 1.811228 | 0.0975 |
| C | -0.101348 | 0.166752 | -0.607776 | 0.5557 |
| @TREND(1994) | 0.007718 | 0.014555 | 0.530266 | 0.6065 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.417695 | Mean dependent var | -0.017574 |
| Adjusted R-squared | 0.205948 | S.D. dependent var | 0.284678 |
| S.E. of regression | 0.253675 | Akaike info criterion | 0.344781 |
| Sum squared resid | 0.707861 | Schwarz criterion | 0.586215 |
| Log likelihood | 2.241748 | Hannan-Quinn criter. | 0.357145 |
| F-statistic | 1.972613 | Durbin-Watson stat | 1.938200 |
| Prob(F-statistic) | 0.168457 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.907198 | 0.3218 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:34
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.354322 | 0.185782 | -1.907198 | 0.0746 |
| C | -0.024034 | 0.059132 | -0.406446 | 0.6898 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.185228 | Mean dependent var | -0.027942 |
| Adjusted R-squared | 0.134305 | S.D. dependent var | 0.269474 |
| S.E. of regression | 0.250726 | Akaike info criterion | 0.175529 |
| Sum squared resid | 1.005818 | Schwarz criterion | 0.274459 |
| Log likelihood | 0.420242 | Hannan-Quinn criter. | 0.189170 |
| F-statistic | 3.637406 | Durbin-Watson stat | 1.677133 |
| Prob(F-statistic) | 0.074612 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.971452 | 0.0490 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:34
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.356939 | 0.181054 | -1.971452 | 0.0652 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.176816 | Mean dependent var | -0.027942 |
| Adjusted R-squared | 0.176816 | S.D. dependent var | 0.269474 |
| S.E. of regression | 0.244493 | Akaike info criterion | 0.074689 |
| Sum squared resid | 1.016203 | Schwarz criterion | 0.124155 |
| Log likelihood | 0.327795 | Hannan-Quinn criter. | 0.081510 |
| Durbin-Watson stat | 1.656193 | | |

## الملحق رقم(19): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسة مؤشر أسعار الأسهم الأردني

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LINDEX

Null Hypothesis: LINDEX has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.223141 | 0.4468 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:14
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LINDEX(-1) | -0.541736 | 0.243681 | -2.223141 | 0.0481 |
| D(LINDEX(-1)) | 0.301295 | 0.276510 | 1.089637 | 0.2992 |
| D(LINDEX(-2)) | 0.581376 | 0.267802 | 2.170914 | 0.0527 |
| C | 3.777517 | 1.643204 | 2.298873 | 0.0421 |
| @TREND(1994) | 0.055870 | 0.032605 | 1.713531 | 0.1146 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.393292 | Mean dependent var | 0.068529 |
| Adjusted R-squared | 0.172671 | S.D. dependent var | 0.286244 |
| S.E. of regression | 0.260360 | Akaike info criterion | 0.396807 |
| Sum squared resid | 0.745663 | Schwarz criterion | 0.638241 |
| Log likelihood | 1.825543 | Hannan-Quinn criter. | 0.409170 |
| F-statistic | 1.782661 | Durbin-Watson stat | 2.319791 |
| Prob(F-statistic) | 0.202535 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LINDEX

Null Hypothesis: LINDEX has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.090967 | 0.6955 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:15
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LINDEX(-1) | -0.107430 | 0.098472 | -1.090967 | 0.2914 |
| C | 0.921135 | 0.787662 | 1.169454 | 0.2593 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.069238 | Mean dependent var | 0.064604 |
| Adjusted R-squared | 0.011065 | S.D. dependent var | 0.270183 |
| S.E. of regression | 0.268684 | Akaike info criterion | 0.313875 |
| Sum squared resid | 1.155055 | Schwarz criterion | 0.412805 |
| Log likelihood | -0.824878 | Hannan-Quinn criter. | 0.327516 |
| F-statistic | 1.190209 | Durbin-Watson stat | 1.963883 |
| Prob(F-statistic) | 0.291445 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LINDEX

Null Hypothesis: LINDEX has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 0.919220 | 0.8968 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:15
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LINDEX(-1) | 0.007356 | 0.008002 | 0.919220 | 0.3708 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | -0.010321 | Mean dependent var | 0.064604 |
| Adjusted R-squared | -0.010321 | S.D. dependent var | 0.270183 |
| S.E. of regression | 0.271573 | Akaike info criterion | 0.284783 |
| Sum squared resid | 1.253785 | Schwarz criterion | 0.334248 |
| Log likelihood | -1.563049 | Hannan-Quinn criter. | 0.291604 |
| Durbin-Watson stat | 2.029364 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LINDEX)

Null Hypothesis: D(LINDEX) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.857641 | 0.0387 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:15
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LINDEX(-1)) | -1.030857 | 0.267225 | -3.857641 | 0.0017 |
| C | 0.125631 | 0.166131 | 0.756218 | 0.4621 |
| @TREND(1994) | -0.006115 | 0.014701 | -0.415965 | 0.6837 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.515314 | Mean dependent var | -0.006749 |
| Adjusted R-squared | 0.446073 | S.D. dependent var | 0.397247 |
| S.E. of regression | 0.295656 | Akaike info criterion | 0.559546 |
| Sum squared resid | 1.223776 | Schwarz criterion | 0.706584 |
| Log likelihood | -1.756144 | Hannan-Quinn criter. | 0.574162 |
| F-statistic | 7.442340 | Durbin-Watson stat | 1.966195 |
| Prob(F-statistic) | 0.006284 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LINDEX)

Null Hypothesis: D(LINDEX) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.945891 | 0.0089 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:15
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LINDEX(-1)) | -1.020516 | 0.258628 | -3.945891 | 0.0013 |
| C | 0.063766 | 0.071957 | 0.886173 | 0.3895 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.509324 | Mean dependent var | -0.006749 |
| Adjusted R-squared | 0.476612 | S.D. dependent var | 0.397247 |
| S.E. of regression | 0.287391 | Akaike info criterion | 0.454183 |
| Sum squared resid | 1.238901 | Schwarz criterion | 0.552208 |
| Log likelihood | -1.860552 | Hannan-Quinn criter. | 0.463926 |
| F-statistic | 15.57006 | Durbin-Watson stat | 1.968381 |
| Prob(F-statistic) | 0.001294 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LINDEX)

Null Hypothesis: D(LINDEX) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.872382 | 0.0007 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LINDEX,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:16
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LINDEX(-1)) | -0.963597 | 0.248838 | -3.872382 | 0.0014 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.483635 | Mean dependent var | -0.006749 |
| Adjusted R-squared | 0.483635 | S.D. dependent var | 0.397247 |
| S.E. of regression | 0.285456 | Akaike info criterion | 0.387565 |
| Sum squared resid | 1.303762 | Schwarz criterion | 0.436577 |
| Log likelihood | -2.294299 | Hannan-Quinn criter. | 0.392437 |
| Durbin-Watson stat | 2.018247 | | |

## الملحق رقم(20): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسة مؤشر أسعار الفائدة في الأردن

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.384543 | 0.0868 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:22
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -0.410740 | 0.121358 | -3.384543 | 0.0049 |
| D(LIR(-1)) | 0.808861 | 0.175438 | 4.610517 | 0.0005 |
| C | 0.828806 | 0.279006 | 2.970565 | 0.0108 |
| @TREND(1994) | -0.016147 | 0.009638 | -1.675284 | 0.1178 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.664715 | Mean dependent var | -0.037823 |
| Adjusted R-squared | 0.587341 | S.D. dependent var | 0.214684 |
| S.E. of regression | 0.137910 | Akaike info criterion | -0.922105 |
| Sum squared resid | 0.247250 | Schwarz criterion | -0.726055 |
| Log likelihood | 11.83790 | Hannan-Quinn criter. | -0.902618 |
| F-statistic | 8.590992 | Durbin-Watson stat | 1.483737 |
| Prob(F-statistic) | 0.002105 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.924698 | 0.0632 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:22
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -0.267333 | 0.091405 | -2.924698 | 0.0111 |
| D(LIR(-1)) | 0.745584 | 0.182043 | 4.095656 | 0.0011 |
| C | 0.430814 | 0.155463 | 2.771165 | 0.0150 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.592330 | Mean dependent var | -0.037823 |
| Adjusted R-squared | 0.534091 | S.D. dependent var | 0.214684 |
| S.E. of regression | 0.146538 | Akaike info criterion | -0.844276 |
| Sum squared resid | 0.300628 | Schwarz criterion | -0.697238 |
| Log likelihood | 10.17634 | Hannan-Quinn criter. | -0.829660 |
| F-statistic | 10.17075 | Durbin-Watson stat | 1.405197 |
| Prob(F-statistic) | 0.001871 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LIR

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.039721 | 0.2559 |
| Test critical values: | 1% level | -2.717511 | |
| | 5% level | -1.964418 | |
| | 10% level | -1.605603 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:22
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR(-1) | -0.023158 | 0.022274 | -1.039721 | 0.3174 |
| D(LIR(-1)) | 0.963513 | 0.217791 | 4.424021 | 0.0007 |
| D(LIR(-2)) | -0.632876 | 0.213789 | -2.960282 | 0.0111 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.620754 | Mean dependent var | -0.046732 |
| Adjusted R-squared | 0.562409 | S.D. dependent var | 0.218455 |
| S.E. of regression | 0.144509 | Akaike info criterion | -0.863583 |
| Sum squared resid | 0.271479 | Schwarz criterion | -0.718723 |
| Log likelihood | 9.908665 | Hannan-Quinn criter. | -0.856165 |
| Durbin-Watson stat | 2.186623 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.350087 | 0.0939 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:23
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -0.673908 | 0.201161 | -3.350087 | 0.0058 |
| D(LIR(-1),2) | 0.635780 | 0.222277 | 2.860303 | 0.0143 |
| C | -0.103195 | 0.093471 | -1.104032 | 0.2912 |
| @TREND(1994) | 0.007248 | 0.008123 | 0.892280 | 0.3898 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.553864 | Mean dependent var | 0.005419 |
| Adjusted R-squared | 0.442330 | S.D. dependent var | 0.199152 |
| S.E. of regression | 0.148721 | Akaike info criterion | -0.761171 |
| Sum squared resid | 0.265415 | Schwarz criterion | -0.568024 |
| Log likelihood | 10.08937 | Hannan-Quinn criter. | -0.751280 |
| F-statistic | 4.965875 | Durbin-Watson stat | 2.279944 |
| Prob(F-statistic) | 0.018155 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.397404 | 0.0271 |
| Test critical values: | 1% level | -3.920350 | |
| | 5% level | -3.065585 | |
| | 10% level | -2.673459 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:23
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -0.677881 | 0.199529 | -3.397404 | 0.0048 |
| D(LIR(-1),2) | 0.658373 | 0.219092 | 3.005005 | 0.0101 |
| C | -0.027209 | 0.038228 | -0.711744 | 0.4892 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.524264 | Mean dependent var | 0.005419 |
| Adjusted R-squared | 0.451074 | S.D. dependent var | 0.199152 |
| S.E. of regression | 0.147550 | Akaike info criterion | -0.821932 |
| Sum squared resid | 0.283025 | Schwarz criterion | -0.677072 |
| Log likelihood | 9.575459 | Hannan-Quinn criter. | -0.814514 |
| F-statistic | 7.163045 | Durbin-Watson stat | 2.183149 |
| Prob(F-statistic) | 0.007996 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LIR)

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.387310 | 0.0022 |
| Test critical values: | 1% level | -2.717511 | |
| | 5% level | -1.964418 | |
| | 10% level | -1.605603 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LIR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:23
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LIR(-1)) | -0.640723 | 0.189154 | -3.387310 | 0.0044 |
| D(LIR(-1),2) | 0.643199 | 0.214175 | 3.003143 | 0.0095 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.505726 | Mean dependent var | 0.005419 |
| Adjusted R-squared | 0.470421 | S.D. dependent var | 0.199152 |
| S.E. of regression | 0.144927 | Akaike info criterion | -0.908705 |
| Sum squared resid | 0.294054 | Schwarz criterion | -0.812131 |
| Log likelihood | 9.269638 | Hannan-Quinn criter. | -0.903759 |
| Durbin-Watson stat | 2.137732 | | |

**الملحق رقم(21): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسلة مؤشر أسعار الاستهلاك للدلالة على التضخم في الأردن**

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.503500 | 0.0114 |
| Test critical values: | 1% level | -4.571559 | |
| | 5% level | -3.690814 | |
| | 10% level | -3.286909 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:18
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -1.145445 | 0.254346 | -4.503500 | 0.0004 |
| C | 2.286680 | 1.768667 | 1.292883 | 0.2156 |
| @TREND(1994) | 0.216597 | 0.162481 | 1.333066 | 0.2024 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.574944 | Mean dependent var | 0.069514 |
| Adjusted R-squared | 0.518270 | S.D. dependent var | 4.951298 |
| S.E. of regression | 3.436535 | Akaike info criterion | 5.457816 |
| Sum squared resid | 177.1466 | Schwarz criterion | 5.606212 |
| Log likelihood | -46.12035 | Hannan-Quinn criter. | 5.478278 |
| F-statistic | 10.14475 | Durbin-Watson stat | 1.947991 |
| Prob(F-statistic) | 0.001634 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.201784 | 0.0050 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:18
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -1.051546 | 0.250262 | -4.201784 | 0.0007 |
| C | 3.993919 | 1.249116 | 3.197396 | 0.0056 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.524588 | Mean dependent var | 0.069514 |
| Adjusted R-squared | 0.494874 | S.D. dependent var | 4.951298 |
| S.E. of regression | 3.518996 | Akaike info criterion | 5.458668 |
| Sum squared resid | 198.1334 | Schwarz criterion | 5.557598 |
| Log likelihood | -47.12801 | Hannan-Quinn criter. | 5.472309 |
| F-statistic | 17.65499 | Durbin-Watson stat | 1.961457 |
| Prob(F-statistic) | 0.000676 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on CPI

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.867179 | 0.3257 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:18
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI(-1) | -0.186361 | 0.214905 | -0.867179 | 0.3995 |
| D(CPI(-1)) | -0.556322 | 0.219835 | -2.530640 | 0.0231 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.452154 | Mean dependent var | 0.142049 |
| Adjusted R-squared | 0.415631 | S.D. dependent var | 5.093814 |
| S.E. of regression | 3.893916 | Akaike info criterion | 5.666839 |
| Sum squared resid | 227.4387 | Schwarz criterion | 5.764864 |
| Log likelihood | -46.16813 | Hannan-Quinn criter. | 5.676583 |
| Durbin-Watson stat | 2.112283 | | |

## الملحق رقم(22): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسلة مؤشر الكتلة النقدية في الأردن

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.562531 | 0.2986 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:24
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | -0.387984 | 0.151407 | -2.562531 | 0.0236 |
| D(LM2(-1)) | 0.499737 | 0.251295 | 1.988645 | 0.0682 |
| C | 8.535054 | 3.309700 | 2.578800 | 0.0229 |
| @TREND(1994) | 0.045087 | 0.018181 | 2.479889 | 0.0276 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.466113 | Mean dependent var | 0.099519 |
| Adjusted R-squared | 0.342908 | S.D. dependent var | 0.067187 |
| S.E. of regression | 0.054463 | Akaike info criterion | -2.780275 |
| Sum squared resid | 0.038561 | Schwarz criterion | -2.584225 |
| Log likelihood | 27.63234 | Hannan-Quinn criter. | -2.760787 |
| F-statistic | 3.783234 | Durbin-Watson stat | 1.965228 |
| Prob(F-statistic) | 0.037636 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.601908 | 0.8458 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:24
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | -0.017764 | 0.029513 | -0.601908 | 0.5569 |
| D(LM2(-1)) | 0.563590 | 0.292356 | 1.927756 | 0.0744 |
| C | 0.450147 | 0.667037 | 0.674846 | 0.5108 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.213549 | Mean dependent var | 0.099519 |
| Adjusted R-squared | 0.101199 | S.D. dependent var | 0.067187 |
| S.E. of regression | 0.063697 | Akaike info criterion | -2.510576 |
| Sum squared resid | 0.056802 | Schwarz criterion | -2.363539 |
| Log likelihood | 24.33990 | Hannan-Quinn criter. | -2.495960 |
| F-statistic | 1.900744 | Durbin-Watson stat | 1.997399 |
| Prob(F-statistic) | 0.186081 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LM2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 6.274555 | 1.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:25
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LM2(-1) | 0.004228 | 0.000674 | 6.274555 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.007368 | Mean dependent var | 0.097084 |
| Adjusted R-squared | 0.007368 | S.D. dependent var | 0.065994 |
| S.E. of regression | 0.065751 | Akaike info criterion | -2.551942 |
| Sum squared resid | 0.073493 | Schwarz criterion | -2.502477 |
| Log likelihood | 23.96748 | Hannan-Quinn criter. | -2.545121 |
| Durbin-Watson stat | 1.016441 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.626384 | 0.7384 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:25
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -0.482997 | 0.296976 | -1.626384 | 0.1262 |
| C | 0.054255 | 0.038359 | 1.414404 | 0.1791 |
| @TREND(1994) | -0.000851 | 0.003582 | -0.237525 | 0.8157 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.216007 | Mean dependent var | -0.004490 |
| Adjusted R-squared | 0.104008 | S.D. dependent var | 0.068021 |
| S.E. of regression | 0.064386 | Akaike info criterion | -2.489049 |
| Sum squared resid | 0.058038 | Schwarz criterion | -2.342011 |
| Log likelihood | 24.15692 | Hannan-Quinn criter. | -2.474433 |
| F-statistic | 1.928653 | Durbin-Watson stat | 1.893014 |
| Prob(F-statistic) | 0.182047 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.195732 | 0.2026 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:25
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -0.158361 | 0.132438 | -1.195732 | 0.2492 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.077780 | Mean dependent var | -0.004490 |
| Adjusted R-squared | 0.077780 | S.D. dependent var | 0.068021 |
| S.E. of regression | 0.065322 | Akaike info criterion | -2.561960 |
| Sum squared resid | 0.068271 | Schwarz criterion | -2.512947 |
| Log likelihood | 22.77666 | Hannan-Quinn criter. | -2.557088 |
| Durbin-Watson stat | 2.262706 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2)

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -2.013960 | 0.2785 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:25
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1)) | -0.515186 | 0.255807 | -2.013960 | 0.0623 |
| C | 0.049094 | 0.030601 | 1.604323 | 0.1295 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.212848 | Mean dependent var | -0.004490 |
| Adjusted R-squared | 0.160371 | S.D. dependent var | 0.068021 |
| S.E. of regression | 0.062328 | Akaike info criterion | -2.602674 |
| Sum squared resid | 0.058272 | Schwarz criterion | -2.504649 |
| Log likelihood | 24.12273 | Hannan-Quinn criter. | -2.592930 |
| F-statistic | 4.056034 | Durbin-Watson stat | 1.823396 |
| Prob(F-statistic) | 0.062311 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2,2)

Null Hypothesis: D(LM2,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.858905 | 0.0013 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,3)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:26
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1),2) | -1.376287 | 0.234905 | -5.858905 | 0.0001 |
| C | 0.071076 | 0.038993 | 1.822792 | 0.0914 |
| @TREND(1994) | -0.006903 | 0.003420 | -2.018077 | 0.0647 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.728729 | Mean dependent var | 0.001099 |
| Adjusted R-squared | 0.686995 | S.D. dependent var | 0.110074 |
| S.E. of regression | 0.061583 | Akaike info criterion | -2.569497 |
| Sum squared resid | 0.049302 | Schwarz criterion | -2.424636 |
| Log likelihood | 23.55597 | Hannan-Quinn criter. | -2.562079 |
| F-statistic | 17.46127 | Durbin-Watson stat | 2.014622 |
| Prob(F-statistic) | 0.000208 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2,2)

Null Hypothesis: D(LM2,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.029683 | 0.0012 |
| Test critical values: | 1% level | -3.920350 | |
| | 5% level | -3.065585 | |
| | 10% level | -2.673459 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,3)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:26
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1),2) | -1.273981 | 0.253293 | -5.029683 | 0.0002 |
| C | -0.001216 | 0.017008 | -0.071513 | 0.9440 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.643745 | Mean dependent var | 0.001099 |
| Adjusted R-squared | 0.618298 | S.D. dependent var | 0.110074 |
| S.E. of regression | 0.068006 | Akaike info criterion | -2.421969 |
| Sum squared resid | 0.064748 | Schwarz criterion | -2.325396 |
| Log likelihood | 21.37575 | Hannan-Quinn criter. | -2.417024 |
| F-statistic | 25.29772 | Durbin-Watson stat | 1.722064 |
| Prob(F-statistic) | 0.000184 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LM2,2)

Null Hypothesis: D(LM2,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.205170 | 0.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -2.717511 | |
| | 5% level | -1.964418 | |
| | 10% level | -1.605603 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LM2,3)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:26
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LM2(-1),2) | -1.273491 | 0.244659 | -5.205170 | 0.0001 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.643615 | Mean dependent var | 0.001099 |
| Adjusted R-squared | 0.643615 | S.D. dependent var | 0.110074 |
| S.E. of regression | 0.065712 | Akaike info criterion | -2.546604 |
| Sum squared resid | 0.064771 | Schwarz criterion | -2.498317 |
| Log likelihood | 21.37283 | Hannan-Quinn criter. | -2.544131 |
| Durbin-Watson stat | 1.722398 | | |

## الملحق رقم(23): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسلة مؤشر الناتج المحلي الحقيقي الإجمالي الأردني

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.262322 | 0.1059 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:27
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | -0.287465 | 0.088117 | -3.262322 | 0.0062 |
| D(LRGDP(-1)) | 0.649781 | 0.172090 | 3.775816 | 0.0023 |
| C | 5.133003 | 1.568958 | 3.271601 | 0.0061 |
| @TREND(1994) | 0.016081 | 0.004906 | 3.277541 | 0.0060 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.663243 | Mean dependent var | 0.047662 |
| Adjusted R-squared | 0.585530 | S.D. dependent var | 0.022890 |
| S.E. of regression | 0.014736 | Akaike info criterion | -5.394691 |
| Sum squared resid | 0.002823 | Schwarz criterion | -5.198641 |
| Log likelihood | 49.85487 | Hannan-Quinn criter. | -5.375203 |
| F-statistic | 8.534517 | Durbin-Watson stat | 2.209912 |
| Prob(F-statistic) | 0.002164 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | 1.473441 | 0.9587 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:28
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | 0.000903 | 0.000613 | 1.473441 | 0.1613 |
| D(LRGDP(-1)) | 0.629921 | 0.208698 | 3.018330 | 0.0086 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.383663 | Mean dependent var | 0.047662 |
| Adjusted R-squared | 0.342574 | S.D. dependent var | 0.022890 |
| S.E. of regression | 0.018559 | Akaike info criterion | -5.025552 |
| Sum squared resid | 0.005167 | Schwarz criterion | -4.927527 |
| Log likelihood | 44.71719 | Hannan-Quinn criter. | -5.015808 |
| Durbin-Watson stat | 1.590659 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LRGDP

Null Hypothesis: LRGDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -0.121913 | 0.9320 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:27
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LRGDP(-1) | -0.002177 | 0.017856 | -0.121913 | 0.9047 |
| D(LRGDP(-1)) | 0.640337 | 0.224075 | 2.857695 | 0.0127 |
| C | 0.056047 | 0.324741 | 0.172588 | 0.8654 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.384972 | Mean dependent var | 0.047662 |
| Adjusted R-squared | 0.297110 | S.D. dependent var | 0.022890 |
| S.E. of regression | 0.019190 | Akaike info criterion | -4.910030 |
| Sum squared resid | 0.005156 | Schwarz criterion | -4.762992 |
| Log likelihood | 44.73526 | Hannan-Quinn criter. | -4.895414 |
| F-statistic | 4.381590 | Durbin-Watson stat | 1.612384 |
| Prob(F-statistic) | 0.033286 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.728378 | 0.6933 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:28
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -0.385752 | 0.223187 | -1.728378 | 0.1059 |
| C | 0.014667 | 0.013297 | 1.103020 | 0.2886 |
| @TREND(1994) | 0.000270 | 0.000992 | 0.271777 | 0.7898 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.178846 | Mean dependent var | -0.001664 |
| Adjusted R-squared | 0.061538 | S.D. dependent var | 0.019768 |
| S.E. of regression | 0.019150 | Akaike info criterion | -4.914231 |
| Sum squared resid | 0.005134 | Schwarz criterion | -4.767193 |
| Log likelihood | 44.77096 | Hannan-Quinn criter. | -4.899615 |
| F-statistic | 1.524585 | Durbin-Watson stat | 1.563673 |
| Prob(F-statistic) | 0.251752 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.780758 | 0.3764 |
| Test critical values: | 1% level | -3.886751 | |
| | 5% level | -3.052169 | |
| | 10% level | -2.666593 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:28
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -0.367872 | 0.206582 | -1.780758 | 0.0952 |
| C | 0.016482 | 0.011139 | 1.479633 | 0.1597 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.174513 | Mean dependent var | -0.001664 |
| Adjusted R-squared | 0.119481 | S.D. dependent var | 0.019768 |
| S.E. of regression | 0.018550 | Akaike info criterion | -5.026616 |
| Sum squared resid | 0.005161 | Schwarz criterion | -4.928591 |
| Log likelihood | 44.72624 | Hannan-Quinn criter. | -5.016872 |
| F-statistic | 3.171099 | Durbin-Watson stat | 1.595932 |
| Prob(F-statistic) | 0.095209 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP)

Null Hypothesis: D(LRGDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.020414 | 0.2639 |
| Test critical values: | 1% level | -2.708094 | |
| | 5% level | -1.962813 | |
| | 10% level | -1.606129 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:28
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1)) | -0.088247 | 0.086482 | -1.020414 | 0.3227 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.054030 | Mean dependent var | -0.001664 |
| Adjusted R-squared | 0.054030 | S.D. dependent var | 0.019768 |
| S.E. of regression | 0.019227 | Akaike info criterion | -5.008025 |
| Sum squared resid | 0.005915 | Schwarz criterion | -4.959013 |
| Log likelihood | 43.56822 | Hannan-Quinn criter. | -5.003153 |
| Durbin-Watson stat | 1.980810 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP,2)

Null Hypothesis: D(LRGDP,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -6.568615 | 0.0004 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,3)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:29
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1),2) | -1.246973 | 0.189838 | -6.568615 | 0.0000 |
| C | 0.016920 | 0.009285 | 1.822228 | 0.0915 |
| @TREND(1994) | -0.001541 | 0.000812 | -1.896125 | 0.0804 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.775046 | Mean dependent var | 0.003197 |
| Adjusted R-squared | 0.740438 | S.D. dependent var | 0.029274 |
| S.E. of regression | 0.014914 | Akaike info criterion | -5.405662 |
| Sum squared resid | 0.002892 | Schwarz criterion | -5.260802 |
| Log likelihood | 46.24530 | Hannan-Quinn criter. | -5.398244 |
| F-statistic | 22.39482 | Durbin-Watson stat | 1.971356 |
| Prob(F-statistic) | 0.000061 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP,2)

Null Hypothesis: D(LRGDP,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -5.895089 | 0.0002 |
| Test critical values: | 1% level | -3.920350 | |
| | 5% level | -3.065585 | |
| | 10% level | -2.673459 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,3)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:29
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1),2) | -1.212993 | 0.205763 | -5.895089 | 0.0000 |
| C | 0.000811 | 0.004080 | 0.198813 | 0.8453 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.712833 | Mean dependent var | 0.003197 |
| Adjusted R-squared | 0.692321 | S.D. dependent var | 0.029274 |
| S.E. of regression | 0.016238 | Akaike info criterion | -5.286492 |
| Sum squared resid | 0.003691 | Schwarz criterion | -5.189919 |
| Log likelihood | 44.29194 | Hannan-Quinn criter. | -5.281547 |
| F-statistic | 34.75208 | Durbin-Watson stat | 1.599069 |
| Prob(F-statistic) | 0.000039 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LRGDP,2)

Null Hypothesis: D(LRGDP,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -6.144095 | 0.0000 |
| Test critical values: | 1% level | -2.717511 | |
| | 5% level | -1.964418 | |
| | 10% level | -1.605603 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LRGDP,3)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:29
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D(LRGDP(-1),2) | -1.217051 | 0.198085 | -6.144095 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.712022 | Mean dependent var | 0.003197 |
| Adjusted R-squared | 0.712022 | S.D. dependent var | 0.029274 |
| S.E. of regression | 0.015709 | Akaike info criterion | -5.408673 |
| Sum squared resid | 0.003702 | Schwarz criterion | -5.360386 |
| Log likelihood | 44.26938 | Hannan-Quinn criter. | -5.406200 |
| Durbin-Watson stat | 1.587227 | | |

## الملحق رقم(24): نتائج اختبار ديكي فولر لسلية مؤشر أسعار الصرف في الأردن

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LER

Null Hypothesis: LER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -28.14088 | 0.0001 |
| Test critical values: | 1% level | -4.616209 | |
| | 5% level | -3.710482 | |
| | 10% level | -3.297799 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:19
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LER(-1) | -1.032974 | 0.036707 | -28.14088 | 0.0000 |
| D(LER(-1)) | 0.048922 | 0.035513 | 1.377578 | 0.1916 |
| C | -0.356128 | 0.012772 | -27.88408 | 0.0000 |
| @TREND(1994) | 0.000121 | 2.44E-05 | 4.983598 | 0.0003 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.986265 | Mean dependent var | 0.000803 |
| Adjusted R-squared | 0.983096 | S.D. dependent var | 0.002957 |
| S.E. of regression | 0.000384 | Akaike info criterion | -12.68735 |
| Sum squared resid | 1.92E-06 | Schwarz criterion | -12.49130 |
| Log likelihood | 111.8425 | Hannan-Quinn criter. | -12.66787 |
| F-statistic | 311.1707 | Durbin-Watson stat | 0.632780 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LER

Null Hypothesis: LER has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -4.434120 | 0.0031 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:20
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LER(-1) | -0.478441 | 0.107900 | -4.434120 | 0.0004 |
| C | -0.164225 | 0.037239 | -4.409969 | 0.0004 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.551336 | Mean dependent var | 0.000886 |
| Adjusted R-squared | 0.523294 | S.D. dependent var | 0.002890 |
| S.E. of regression | 0.001996 | Akaike info criterion | -9.491378 |
| Sum squared resid | 6.37E-05 | Schwarz criterion | -9.392447 |
| Log likelihood | 87.42240 | Hannan-Quinn criter. | -9.477736 |
| F-statistic | 19.66142 | Durbin-Watson stat | 2.564685 |
| Prob(F-statistic) | 0.000417 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LER

Null Hypothesis: LER has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.343474 | 0.1595 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LER)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:20
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LER(-1) | -0.002644 | 0.001968 | -1.343474 | 0.1968 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.005990 | Mean dependent var | 0.000886 |
| Adjusted R-squared | 0.005990 | S.D. dependent var | 0.002890 |
| S.E. of regression | 0.002882 | Akaike info criterion | -8.807016 |
| Sum squared resid | 0.000141 | Schwarz criterion | -8.757551 |
| Log likelihood | 80.26314 | Hannan-Quinn criter. | -8.800195 |
| Durbin-Watson stat | 1.763839 | | |

## الملحق رقم(25): نتائج اختبار ديكي فولر لسلسلة البواقي لمتغيرات الاقتصاد الاردني

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -3.514100 | 0.0720 |
| Test critical values: | 1% level | -4.667883 | |
| | 5% level | -3.733200 | |
| | 10% level | -3.310349 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:31
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.661588 | 0.188267 | -3.514100 | 0.0048 |
| D(Z(-1)) | 0.445746 | 0.217185 | 2.052382 | 0.0647 |
| D(Z(-2)) | 0.609041 | 0.245164 | 2.484218 | 0.0303 |
| C | -0.475598 | 0.214221 | -2.220128 | 0.0484 |
| @TREND(1994) | 0.046160 | 0.019228 | 2.400661 | 0.0352 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.568205 | Mean dependent var | 0.023743 |
| Adjusted R-squared | 0.411189 | S.D. dependent var | 0.349572 |
| S.E. of regression | 0.268241 | Akaike info criterion | 0.456443 |
| Sum squared resid | 0.791484 | Schwarz criterion | 0.697877 |
| Log likelihood | 1.348460 | Hannan-Quinn criter. | 0.468806 |
| F-statistic | 3.618762 | Durbin-Watson stat | 2.325840 |
| Prob(F-statistic) | 0.040688 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.374285 | 0.5712 |
| Test critical values: | 1% level | -3.857386 | |
| | 5% level | -3.040391 | |
| | 10% level | -2.660551 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:32
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.200400 | 0.145822 | -1.374285 | 0.1883 |
| C | 0.032177 | 0.075983 | 0.423471 | 0.6776 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.105579 | Mean dependent var | 0.034827 |
| Adjusted R-squared | 0.049677 | S.D. dependent var | 0.330580 |
| S.E. of regression | 0.322265 | Akaike info criterion | 0.677552 |
| Sum squared resid | 1.661673 | Schwarz criterion | 0.776482 |
| Log likelihood | -4.097970 | Hannan-Quinn criter. | 0.691193 |
| F-statistic | 1.888660 | Durbin-Watson stat | 1.364373 |
| Prob(F-statistic) | 0.188299 | | |

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Z

Null Hypothesis: Z has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

| | | t-Statistic | Prob.* |
|---|---|---|---|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | | -1.420185 | 0.1399 |
| Test critical values: | 1% level | -2.699769 | |
| | 5% level | -1.961409 | |
| | 10% level | -1.606610 | |

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(Z)
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:32
Sample (adjusted): 1995 2012
Included observations: 18 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| Z(-1) | -0.201968 | 0.142212 | -1.420185 | 0.1736 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.095554 | Mean dependent var | 0.034827 |
| Adjusted R-squared | 0.095554 | S.D. dependent var | 0.330580 |
| S.E. of regression | 0.314390 | Akaike info criterion | 0.577587 |
| Sum squared resid | 1.680297 | Schwarz criterion | 0.627052 |
| Log likelihood | -4.198281 | Hannan-Quinn criter. | 0.584407 |
| Durbin-Watson stat | 1.347382 | | |

## الملحق رقم(26): نتائج اختبار التكامل المشترك

Dependent Variable: LINDEX
Method: Least Squares
Date: 05/16/14 Time: 22:30
Sample: 1994 2012
Included observations: 19

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR | -0.958336 | 0.314460 | -3.047563 | 0.0073 |
| C | 9.567397 | 0.529897 | 18.05519 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.353308 | Mean dependent var | 7.997132 |
| Adjusted R-squared | 0.315268 | S.D. dependent var | 0.651704 |
| S.E. of regression | 0.539276 | Akaike info criterion | 1.702121 |
| Sum squared resid | 4.943911 | Schwarz criterion | 1.801536 |
| Log likelihood | -14.17015 | Hannan-Quinn criter. | 1.718946 |
| F-statistic | 9.287642 | Durbin-Watson stat | 0.380195 |
| Prob(F-statistic) | 0.007277 | | |

Dependent Variable: LINDEX
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 14:49
Sample: 1994 2012
Included observations: 19

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| CPI | -0.029292 | 0.046965 | -0.623709 | 0.5428 |
| LER | -1107.626 | 359.2119 | -3.083489 | 0.0081 |
| LIR | -0.319559 | 0.313072 | -1.020723 | 0.3247 |
| LRGDP | 1.552619 | 0.998170 | 1.555466 | 0.1421 |
| C | 1439.278 | 489.3729 | 2.941066 | 0.0107 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.791216 | Mean dependent var | 8.232224 |
| Adjusted R-squared | 0.731563 | S.D. dependent var | 0.784657 |
| S.E. of regression | 0.406538 | Akaike info criterion | 1.258655 |
| Sum squared resid | 2.313823 | Schwarz criterion | 1.507192 |
| Log likelihood | -6.957222 | Hannan-Quinn criter. | 1.300717 |
| F-statistic | 13.26372 | Durbin-Watson stat | 1.593925 |
| Prob(F-statistic) | 0.000113 | | |

Dependent Variable: LINDEX
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:31
Sample: 1994 2012
Included observations: 19

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| LIR | 0.157335 | 0.116053 | 1.355717 | 0.1953 |
| LM2 | 2.315934 | 1.610539 | 1.437986 | 0.1710 |
| LRGDP | -1.205357 | 3.726159 | -0.323485 | 0.7508 |
| C | -30.23965 | 48.99223 | -0.617233 | 0.5463 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.756314 | Mean dependent var | 7.997133 |
| Adjusted R-squared | 0.707577 | S.D. dependent var | 0.651704 |
| S.E. of regression | 0.352416 | Akaike info criterion | 0.936656 |
| Sum squared resid | 1.862958 | Schwarz criterion | 1.135486 |
| Log likelihood | -4.898236 | Hannan-Quinn criter. | 0.970306 |
| F-statistic | 15.51825 | Durbin-Watson stat | 0.670188 |
| Prob(F-statistic) | 0.000072 | | |

## الملحق رقم(27): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

Dependent Variable: D_LINDEX
Method: Least Squares
Date: 05/12/14 Time: 15:04
Sample (adjusted): 1997 2012
Included observations: 16 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D_CPI | 0.604495 | 0.061272 | 9.865713 | 0.0022 |
| D_LER | -7482.104 | 478.8711 | -15.62446 | 0.0006 |
| D_LIR | 0.696443 | 0.159400 | 4.369143 | 0.0222 |
| D_LRGDP | 32.45489 | 2.231163 | 14.54618 | 0.0007 |
| D_CPI(-1) | 0.272079 | 0.024710 | 11.01070 | 0.0016 |
| D_LER(-1) | 2722.743 | 209.5828 | 12.99125 | 0.0010 |
| D_LIR(-1) | -0.870405 | 0.131867 | -6.600645 | 0.0071 |
| D_LRGDP(-1) | 21.98861 | 1.949280 | 11.28038 | 0.0015 |
| D_LER(-2) | 2992.392 | 391.4841 | 7.643713 | 0.0046 |
| D_LIR(-2) | 4.667220 | 0.318200 | 14.66759 | 0.0007 |
| D_LRGDP(-2) | -22.11501 | 1.593081 | -13.88191 | 0.0008 |
| C | -0.765602 | 0.090562 | -8.453891 | 0.0035 |
| Z(-1) | -7.011549 | 0.505469 | -13.87136 | 0.0008 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.993882 | Mean dependent var | 0.086621 |
| Adjusted R-squared | 0.969411 | S.D. dependent var | 0.434011 |
| S.E. of regression | 0.075907 | Akaike info criterion | -2.367596 |
| Sum squared resid | 0.017286 | Schwarz criterion | -1.739868 |
| Log likelihood | 31.94077 | Hannan-Quinn criter. | -2.335452 |
| F-statistic | 40.61478 | Durbin-Watson stat | 2.999093 |
| Prob(F-statistic) | 0.005511 | | |

Dependent Variable: D_LINDEX
Method: Least Squares
Date: 05/22/14 Time: 23:41
Sample (adjusted): 1996 2012
Included observations: 17 after adjustments

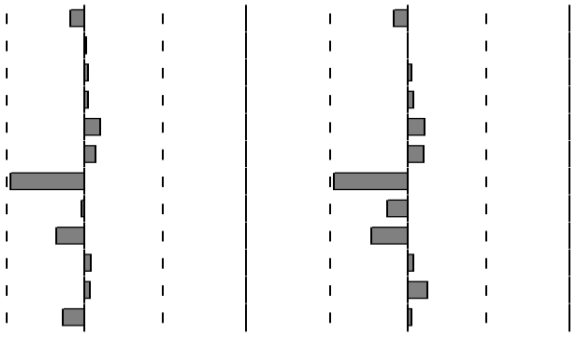
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| D_LIR | 0.375026 | 0.173943 | 2.156033 | 0.0541 |
| D_LM2 | 8.675502 | 3.950928 | 2.195814 | 0.0505 |
| D_LIR(-1) | -0.299283 | 0.154534 | -1.936681 | 0.0789 |
| D_LRGDP | -9.614516 | 6.443413 | -1.492146 | 0.1638 |
| D_LM2(-1) | -3.775405 | 2.497259 | -1.511819 | 0.1588 |
| Z(-1) | -0.414724 | 0.220356 | -1.882062 | 0.0865 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.421064 | Mean dependent var | 0.062349 |
| Adjusted R-squared | 0.157911 | S.D. dependent var | 0.278323 |
| S.E. of regression | 0.255404 | Akaike info criterion | 0.378627 |
| Sum squared resid | 0.717545 | Schwarz criterion | 0.672702 |
| Log likelihood | 2.781673 | Hannan-Quinn criter. | 0.407858 |
| Durbin-Watson stat | 1.190186 | | |

## الملحق رقم(28): نتائج اختبار م الارتباط الذاتي للأخطاء

Correlogram of Residuals

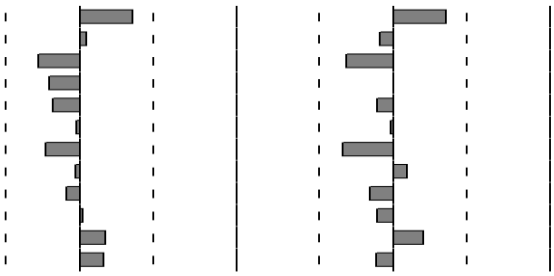
Date: 05/12/14 Time: 15:19
Sample: 1997 2012
Included observations: 16



| | Autocorrelation | Partial Correlation | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | | -0.088 | -0.088 | 0.1503 | 0.698 |
| 2 | | | 0.015 | 0.007 | 0.1546 | 0.926 |
| 3 | | | 0.030 | 0.032 | 0.1746 | 0.982 |
| 4 | | | 0.029 | 0.035 | 0.1951 | 0.996 |
| 5 | | | 0.102 | 0.108 | 0.4676 | 0.993 |
| 6 | | | 0.080 | 0.099 | 0.6505 | 0.995 |
| 7 | | | -0.470 | -0.472 | 7.7283 | 0.357 |
| 8 | | | -0.013 | -0.129 | 7.7343 | 0.460 |
| 9 | | | -0.180 | -0.235 | 9.0699 | 0.431 |
| 10 | | | 0.041 | 0.033 | 9.1524 | 0.518 |
| 11 | | | 0.040 | 0.128 | 9.2438 | 0.599 |
| 12 | | | -0.137 | 0.028 | 10.587 | 0.565 |

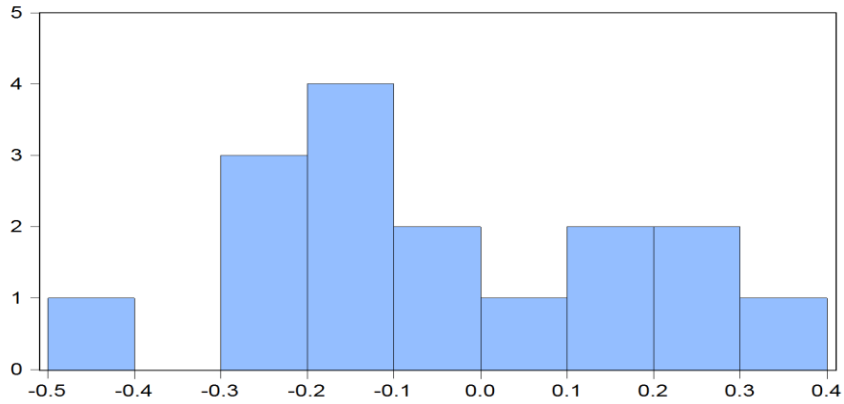
Correlogram of Residuals

Date: 05/22/14 Time: 23:44
Sample: 1996 2012
Included observations: 17



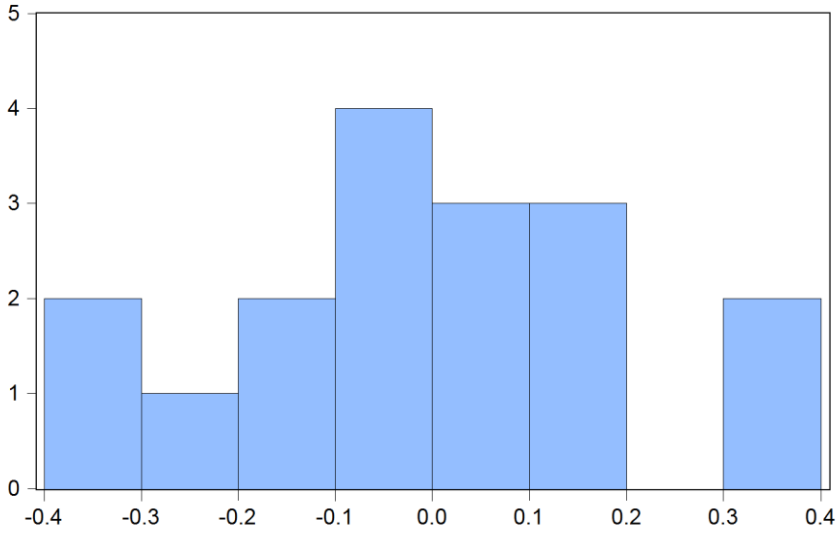
| | Autocorrelation | Partial Correlation | AC | PAC | Q-Stat | Prob |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | | 0.349 | 0.349 | 2.4542 | 0.117 |
| 2 | | | 0.048 | -0.084 | 2.5033 | 0.286 |
| 3 | | | -0.278 | -0.306 | 4.2846 | 0.232 |
| 4 | | | -0.201 | 0.002 | 5.2914 | 0.259 |
| 5 | | | -0.174 | -0.101 | 6.1049 | 0.296 |
| 6 | | | -0.023 | -0.016 | 6.1211 | 0.410 |
| 7 | | | -0.228 | -0.333 | 7.8010 | 0.350 |
| 8 | | | -0.032 | 0.096 | 7.8373 | 0.450 |
| 9 | | | -0.090 | -0.152 | 8.1646 | 0.518 |
| 10 | | | 0.021 | -0.102 | 8.1853 | 0.611 |
| 11 | | | 0.165 | 0.201 | 9.6592 | 0.561 |
| 12 | | | 0.158 | -0.111 | 11.263 | 0.506 |

## الملحق رقم(29): نتائج اختبار جاك بيرا للتوزيع الطبيعي




Series: Residuals
Sample 1997 2012
Observations 16

| | |
|---|---|
| Mean | -0.043497 |
| Median | -0.097754 |
| Maximum | 0.350088 |
| Minimum | -0.422975 |
| Std. Dev. | 0.218654 |
| Skewness | 0.273175 |
| Kurtosis | 2.203827 |
| Jarque-Bera | 0.621593 |
| Probability | 0.732863 |




| Series: Residuals | |
|---|---|
| Sample 1996 2012 | |
| Observations 17 | |
| Mean | -0.003948 |
| Median | -0.004296 |
| Maximum | 0.380172 |
| Minimum | -0.392351 |
| Std. Dev. | 0.211731 |
| Skewness | -0.016319 |
| Kurtosis | 2.481163 |
| Jarque-Bera | 0.191432 |
| Probability | 0.908722 |

**الملحق رقم(30): نتائج اختبار بروش قودفراي للارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجةk**

| Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 0.014477 | Prob. F(4,1) | 0.9989 |
| Obs*R-squared | 0.237379 | Prob. Chi-Square(4) | 0.9935 |

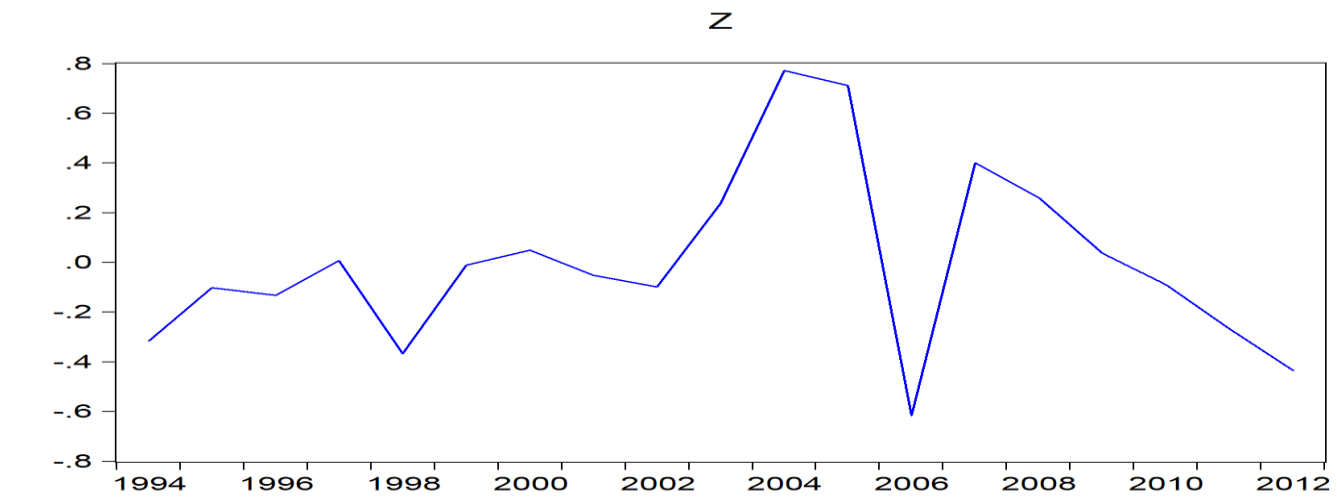
| Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 1.818841 | Prob. F(2,9) | 0.2171 |
| Obs*R-squared | 4.888877 | Prob. Chi-Square(2) | 0.0868 |

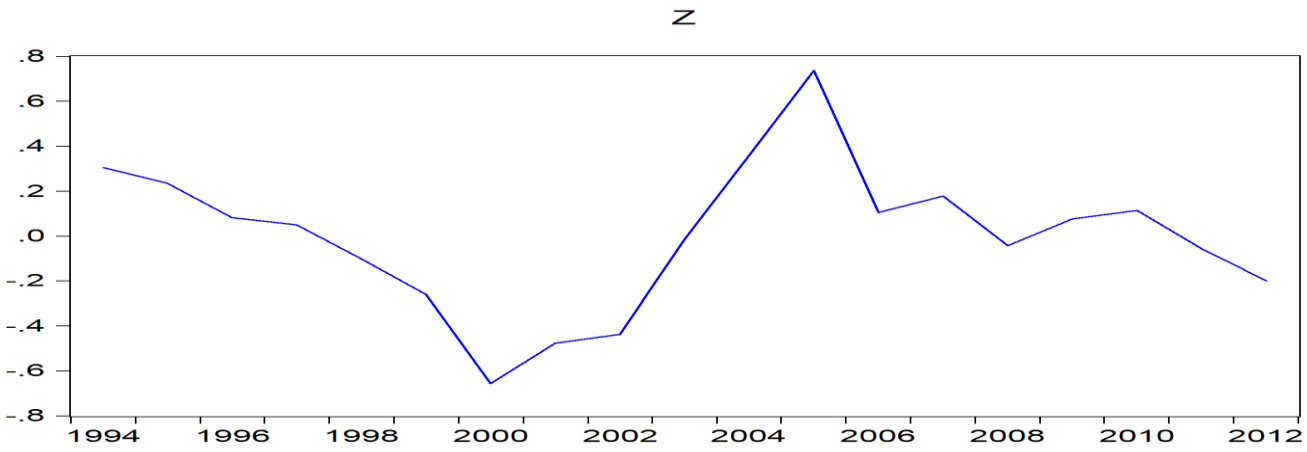
**الملحق رقم(31): نتائج اختبار أرش لاحتبار تجانس التباين**

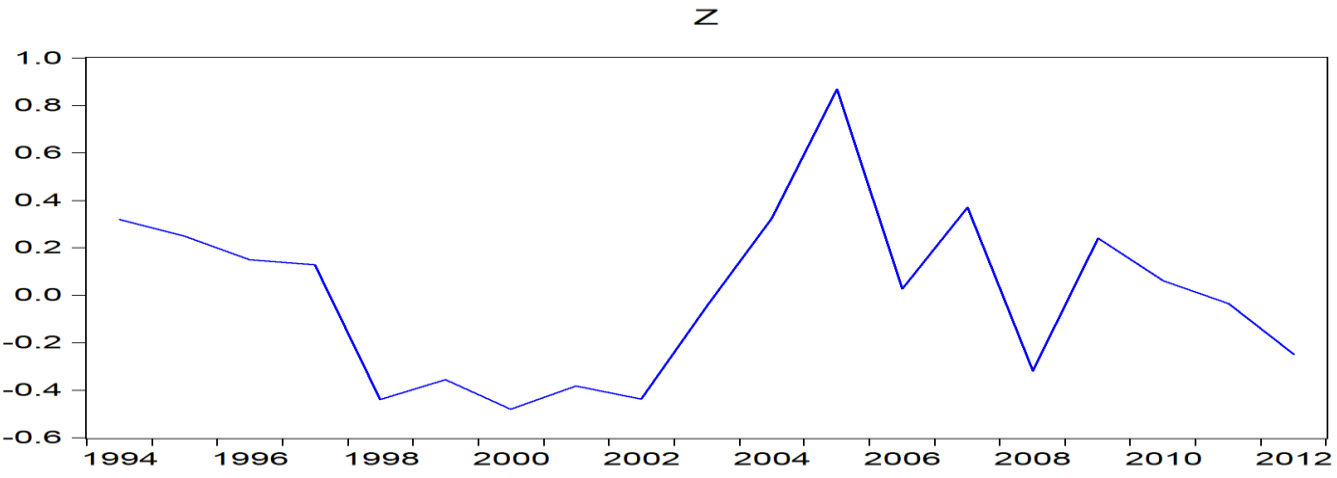
| Heteroskedasticity Test: ARCH | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 0.760930 | Prob. F(1,13) | 0.3989 |
| Obs*R-squared | 0.829446 | Prob. Chi-Square(1) | 0.3624 |

| Heteroskedasticity Test: ARCH | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 0.237771 | Prob. F(1,14) | 0.6334 |
| Obs*R-squared | 0.267200 | Prob. Chi-Square(1) | 0.6052 |

## الملحق رقم (32) : أشكال سلسلة البواقي



# Abstract

I worked the Arab economies in recent years on the development of financial markets and make them more competitive is consistent and levels of financial markets in developed countries, policies designed to liberalize their markets in order to obtain the benefits offered by economic integration, which enables it to attract the largest amount of foreign capital to ensure sustainable economic development. To the extent that the Arab financial markets benefited from the advantages of the merger as much as offered their markets to economic fluctuations of the performance of the global economy, and that the nature of the relationship with the international economy in general and the economies of the developed countries in particular, which is mainly characterized by the absolute dependence of many of the complex technological requirements areas, and some strategic areas the other, on this basis, the study presented aims to answer the problem of the impact of domestic and foreign macroeconomic variables on the Arab financial markets indicators?

After learning about the characteristics of Arab financial markets and the most important developments in was addressed to economic influences surrounding internal whether and external, as well as the most important repercussions on the Arab economy in general and financial markets in particular, to be a practical study to strengthen the theoretical side, through the study of Arab Countries the first includes a set of non-oil and that Jordan took a sample to her, while the study of Saudi Arabia included a sample of the second group, which includes oil-producing countries through standard tests to determine the impact of domestic and foreign macroeconomic variables (US) of each of the exchange rate, index consumer prices, nominal interest rates, money supply M2, GDP real independent variables on the stock price index as the dependent variable.

After studying the impact of domestic and foreign economic variables on the Saudi stock price index shows that economic variables (interest rates, exchange rates, consumer prices for an indication of inflation,) local real GDP affect the stock "TASI" price index, and that the existence of a common integration relationship them in the long term. While the stock price index is not affected by foreign economic variables (America), and that the absence of a common integration relationship. And vice versa for the impact of domestic and foreign economic variables on the Jordanian stock price index, where after conducting standard tests show that

economic variables (interest rates, money supply) and the American influence on the stock "ASE" price index, and that the existence of a joint integration between them in the long-term relationship. While the Jordanian stock price index of local economic variables are not affected, and that the lack of a common integration relationship.