

جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: تحليل اقتصادي

الموضوع:

دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية
دراسة سوق مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011

إشراف:

الأستاذ الدكتور: محمد زيدان

إعداد الطالبة:

حنان عبدلي

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة الشلف	أستاذ التعليم العالي	أ.د. البشير عبد الكريم
مشرفا ومقررا	جامعة الشلف	أستاذ التعليم العالي	أ.د. زيدان محمد
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د. بطاهر علي
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د. بوفليح نبيل
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د. بن سفطة مليك

السنة الجامعية: 2013-2014



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ
الَّذِي يُخْرِجُ الْمَوْتَىٰ
وَيُدْخِلُهُمْ فِي الْأَرْوَاحِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ
الَّذِي يُخْرِجُ الْمَوْتَىٰ
وَيُدْخِلُهُمْ فِي الْأَرْوَاحِ

الشكر

نحمد الله تعالى حمدا طيبا مباركا فيه، الذي وفقني لإنجاز هذا العمل المتواضع.

أتقدم بالشكر الجزيل الذي لا تسعه الكلمات ولا تسطره الأقلام إلى الأستاذ المشرف " محمد زيدان " الذي لم يدخر جهدا في مساعدتي، فكان لي السند المتين طيلة المدة التي قمت فيها بإنجاز هذا العمل وذلك من خلال نصائحه وتوجيهاته.

فشكرا على جميل صبره وأعانه الله بمزيد من الجهد والعطاء.

أتقدم بالشكر الجزيل الذي لا تسعه الكلمات والحروف، إلى زوجي الأستاذ "زهير غراية" الذي كان معي طيلة مدة إنجاز هذا العمل بمساعدته الكبيرة العلمية والمعنوية، بنصائحه، توجيهاته القيمة وصبره الكبير.

أتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على تقبلهم مناقشة وإثراء هذه المذكرة
الأستاذ الدكتور: البشير عبد الكريم.

الدكتور: بطاهر علي.

الدكتور: بوفليح نبيل.

الدكتور: بن سفطة مليك.

كما أتوجه بالشكر إلى كل الأسرة العلمية بجامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف.

الطالبة: عبدلي حنان

الإهداء

إلى منبع الحنان والعطاء والتي غمرتني بحنائها منذ نعومة أظفاري... إلى من لقتني مبادئ الحياة... إلى الشمعة التي تحترق لتنير لي درب الحياة... إلى من باركتني بدعواتها الصالحة... إلى التي سال دمعتها وفيها نظرة المبتسم... إليك يا سر وجودي وسعادتي... إلى أمي ثم أمي ثم أمي حفظها الله وأطال في عمرها.

إلى من سهر وشقى وتحمل أعباء تربيته... إلى الذي أقرضه برد الشتاء ليكون دفئا لي وأحرقه لهيب الشمس ليكون ظلا لي... إلى الغالي الذي حفزني وكان سندا لي ومشجعا لي في دراستي... إلى والذي حفظه الله وأطال في عمره.

إلى من لو كانت السماء ورقة والبحر مدادا لما وفيت في تعبيرتي عن حبي وشكري وإمتناني لهما... إلى ملجأ أحزاني وأفراحي أحتاي جميلة ونعيمة.

إلى جدتي العزيزة.

إلى فرحة حياتي... إلى والذي... أبي عبد القادر وأمي فتيحة.

إلى من قاسمني عناء هذا العمل من أول حرف إلى آخره... إلى من تحملني وهون علي بكلامه... إلى من أدخل الفرحة إلى قلبي... إلى رفيق دربي وحياتي... زوجي الغالي زهير.

إلى من ترعرعت بينهم وعشت وكبرت... إخوتي: موسى، خليفة، الجليلي، أحمد، زوج أختي خليفة، زوج أختي محمد.

إلى أبناء أختي: أمال، محمد، أم عمر.

إلى الكتاكيت الصغار... صفاء، ليليا، حيدر، إسلام، لينة، هديل وجميلة.

إلى زوجة أخي فايضة، وزوجة أخي صفية.

إلى إخوتي: سيد أحمد، سليم، خالد، فوزي، هشام، أبو بكر، خليل، سمرة، فاطمة، أفرح، أميرة ومايا

إلى أختي ورفيقة دربي حليلة وكل عائلتها الكريمة.

إلى أغلى وأعز صديقاتي: صفية، نعيمة وكلثوم.

إلى كل زملاء دفعة الماجستير.


إلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة من قريب أو من بعيد بإبتسامه أو بدعاء عن ظهر غيب.

إلى كل طالب علم ومعرفة.

إلى كل الأساتذة من طور الابتدائي إلى الجامعة.

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

الطالبة: عبدلي حنان



الفهرس

الصفحة	فهرس المحتويات
	الشكر
	الإهداء
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ-و	مقدمة
50-02	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية، تعريفه وأنواعه
03	أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية
04	ثانياً: أنواع سوق الأوراق المالية
07	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية
07	أولاً: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية
08	ثانياً: المتعاملون
09	ثالثاً: الأوامر
10	المطلب الثالث: أهمية وسبل تطوير سوق الأوراق المالية
10	أولاً: أهمية سوق الأوراق المالية
11	ثانياً: سبل تطوير سوق الأوراق المالية
14	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
14	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)
14	أولاً: تعريف الأسهم
15	ثانياً: أنواع الأسهم
16	المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)
16	أولاً: تعريف السندات
16	ثانياً: أنواع السندات

17	ثالثا: الفرق بين السند والسهم
18	المطلب الثالث: الأدوات المالية المشتقة والأوراق الهجينة
18	أولا: المشتقات المالية
24	ثانيا: الأوراق الهجينة
26	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
26	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
26	أولا: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
27	ثانيا: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
30	المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
30	أولا: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
31	ثانيا: الصيغة المتوسطة (شبه القوية) لكفاءة سوق الأوراق المالية
31	ثالثا: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية
32	المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
32	أولا: الكفاءة التسعيرية
33	ثانيا: الكفاءة التشغيلية
33	ثالثا: الكفاءة التخصيصية
34	رابعا: الكفاءة الهيكلية
34	خامسا: الكفاءة التنظيمية
35	سادسا: الكفاءة الفنية (التقنية)
36	المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
36	المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
36	أولا: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية
37	ثانيا: استخدامات المؤشر
38	ثالثا: بعض مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
39	المطلب الثاني: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
40	أولا: عينة ملائمة
40	ثانيا: الأوزان النسبية

41	ثالثا: طريقة حساب المؤشر
46	المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية (الولايات المتحدة الأمريكية- مصر)
46	أولا: المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
48	ثانيا: المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في مصر
50	خلاصة الفصل الأول
103-52	الفصل الثاني: السياسة المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية
52	تمهيد
53	المبحث الأول: عموميات حول السياسة المالية
53	المطلب الأول: السياسة الاقتصادية ودور الدولة في النشاط الاقتصادي
53	أولا: دور الدولة في النشاط الاقتصادي
56	ثانيا: السياسة الاقتصادية
59	المطلب الثاني: مفهوم السياسة المالية
59	أولا: السياسة
60	ثانيا: السياسة المالية
61	المطلب الثالث: أهداف السياسة المالية
61	أولا: دور السياسة المالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي
63	ثانيا: دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية
64	ثالثا: دور السياسة المالية في تخصيص الموارد الاقتصادية
65	رابعا: دور السياسة المالية في إعادة توزيع الدخل
66	المبحث الثاني: أدوات السياسة المالية
66	المطلب الأول: النفقات العامة
66	أولا: تعريف النفقات العامة
67	ثانيا: تقسيمات النفقات العامة
68	ثالثا: ضوابط ومحددات النفقات العامة
72	المطلب الثاني: الإيرادات العامة
72	أولا: الإيرادات من الضرائب

75	ثانيا: الإيرادات من أملاك الدولة
76	ثالثا: الرسوم
77	رابعا: الإيرادات من القروض العامة
78	المطلب الثالث: الموازنة العامة
78	أولا: تعريف الموازنة العامة
79	ثانيا: خصائص الموازنة العامة
79	ثالثا: مبادئ الموازنة العامة
81	رابعا: أهمية الموازنة العامة للدولة
81	خامسا: مراحل إعداد الموازنة العامة
84	المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية لأدوات السياسة المالية
84	المطلب الأول: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة
84	أولا: الآثار الاقتصادية المباشرة للنفقات العامة
86	ثانيا: الآثار الاقتصادية غير المباشرة للنفقات العامة
88	المطلب الثالث: الآثار الاقتصادية للإيرادات العامة
88	أولا: التنظيم الفني للضريبة
90	ثانيا: الآثار الاقتصادية للضريبة
91	المبحث الرابع: أثر السياسة المالية على سوق الأوراق المالية
91	المطلب الأول: أثر السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية
92	أولا: الأثر على سلوك الشركات (عرض الأوراق المالية)
95	ثانيا: الأثر على سلوك المدخرين (الطلب على الأوراق المالية)
98	ثالثا: الأثر على الوسطاء الماليين
99	المطلب الثاني: أثر سياسة الإنفاق العام على سوق الأوراق المالية
100	المطلب الثالث: أثر سياسة تمويل عجز الموازنة
103	خلاصة الفصل الثاني

166-105	الفصل الثالث: أثر أدوات السياسة المالية على مؤشر الأداء لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990-2011)
105	تمهيد
105	المبحث الأول: السياسة المالية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية (1990-2011)
105	المطلب الأول: السياسة المالية في مصر (1990-2011)
107	أولاً: مؤشر السياسة الإنفاقية خلال الفترة 1990 - 2011
108	ثانياً: مؤشر سياسة الإيرادات العامة (السياسة الضريبية) خلال الفترة 1990-2011
110	ثالثاً: تطور الموازنة العامة خلال الفترة 1990-2011
111	المطلب الثاني: السياسة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011
112	أولاً: مؤشر السياسة الإنفاقية خلال الفترة 1990-2011
112	ثانياً: مؤشر سياسة الإيرادات العامة (السياسة الضريبية) خلال الفترة 1990-2011
115	ثالثاً: تطور الموازنة العامة خلال الفترة 1990-2011
116	المبحث الثاني: مؤشرات أداء سوق مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011)
116	المطلب الأول: مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011
122	المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011
128	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر أدوات السياسة المالية على المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011)
128	المطلب الأول: بناء النموذج القياسي
132	المطلب الثاني: دراسة استقرارية متغيرات الدراسة
136	المطلب الثالث: تقدير وتحليل أثر أدوات السياسة المالية على المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990 - 2011
150	المبحث الرابع: السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الجزائر
150	المطلب الأول: السياسة المالية في الجزائر خلال الفترة 1990-2011

150	أولاً: تقسيمات التشريع الجزائري للنفقات العامة والإيرادات العامة
153	ثانياً: دراسة لتطور الإيرادات العامة والنفقات الكلية في الجزائر خلال الفترة 1990-2011
158	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر
163	المطلب الثالث: مساهمة السياسة المالية في تنمية سوق الأوراق المالية بالجزائر
163	أولاً: الضرائب
164	ثانياً: النفقات العامة
166	خلاصة الفصل الثالث
172-168	خاتمة
	المراجع
	الملاحق



قائمة المداول والأشكال

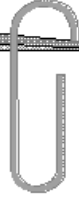
قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
18	الفرق بين الأسهم والسندات	(1-I)
21	مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع	(2-I)
22	حالات الربح والخسارة بالنسبة إلى خيار الشراء والبيع في موعد التنفيذ	(3-I)
31	صبيغ كفاءة سوق الأوراق المالية	(4-I)
107	أهم المؤشرات الرئيسية للسياسة المالية في مصر خلال الفترة 1990-2011	(1-III)
112	المؤشرات الرئيسية للسياسة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011	(2-III)
117	مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)	(3-III)
123	مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (1990-2011)	(4-III)
130	النفقات العامة، الإيرادات العامة والمؤشر العام لأسعار الأسهم EGX في مصر للمدة 1990-2011	(5-III)
131	النفقات العامة، الإيرادات العامة والمؤشر العام لأسعار الأسهم S&P 500 في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2011	(6-III)
153	تطور الإيرادات والنفقات في الجزائر خلال الفترة 1990-2011	(7-III)
161	مؤشرات سوق الأوراق المالية بالجزائر (1999-2011)	(8-III)

قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
04	تصنيفات سوق الأوراق المالية	(1-I)
12	سبل تطوير سوق الأوراق المالية	(2-I)
28	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تفاوتية)	(3-I)
29	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تساوية)	(4-I)
32	العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية	(5-I)
58	المربع السحري لأهداف السياسة الاقتصادية للدور	(1-II)
96	قيود الميزانية لإستهلاك الحاضر والمستقبل	(2-II)
98	الأثر على المدخرات في حالة فرض ضريبة على دخل الفائدة مع السماح بخصم مدفوعات الفائدة	(3-II)
101	أثر العجز المالي على الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية	(4-II)
108	تطور النفقات العامة في مصر خلال الفترة 1990-2011	(1-III)
109	تطور الإيرادات العامة والضريبية في مصر خلال الفترة 1990-2011	(2-III)
109	نسبة الإيرادات الضريبية إلى الإيرادات العامة في مصر خلال الفترة 1990- 2011	(3-III)
110	تطور الإيرادات الضريبية في مصر خلال الفترة 1990-2011	(4-III)
110	تطور الموازنة العامة في مصر خلال الفترة 1990-2011	(5-III)
113	تطور النفقات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011	(6-III)
113	تطور الإيرادات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011	(7-III)
114	تطور نسبة الإيرادات الضريبية إلى الإجمالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001-2011	(8-III)
115	تطور الموازنة العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011	(9-III)
118	المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990- 2012)	(10-III)
119	القيمة السوقية في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)	(11-III)
120	عدد الشركات في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)	(12-III)
121	حجم التداول في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)	(13-III)

122	معدل دوران السهم في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (2011-1990)	(14-III)
124	المؤشر العام لأسعار الأسهم (S&P 500) في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (2011-1990)	(15-III)
125	القيمة السوقية في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (2011-1990)	(16-III)
126	عدد الشركات في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (2011-1990) (شركة)	(17-III)
127	حجم التداول في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (2011-1990)	(18-III)
127	معدل دوران السهم في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (2011-1990)	(19-III)
154	الإيرادات العامة في الجزائر خلال الفترة 2011-1990	(20-III)
154	نسبة الجباية البترولية إلى الإيرادات العامة خلال الفترة 2011-1990	(21-III)
155	تطور الجباية البترولية في الجزائر خلال الفترة 2011-1990	(22-III)
156	النفقات الكلية في الجزائر خلال الفترة 2011-1990	(23-III)
156	نفقات التسيير والتجهيز في الجزائر خلال الفترة 2011-1990	(24-III)
157	الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 2011-1990	(25-III)
161	قيمة التداول في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2011-1999	(26-III)
162	عدد الأوراق المالية المتداولة في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2011-1999	(27-III)
162	عدد المعاملات في البورصة الجزائرية خلال الفترة 2011-1999	(28-III)



مقدمة

يستقطب موضوع سوق الأوراق المالية حيزاً متزايداً من اهتمام صانعي السياسة ومتخذي القرار في معظم بلدان العالم، وذلك لإتساع حجمها وزيادة معاملاتها، لما تؤديه هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وزيادة وتائر نموه، لذا أضحي التركيز عليها مطلباً عالمياً انخرطت فيه البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، خاصة بعد الإنفتاح المضطرب لإقتصاديات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الإلكترونية والتي شكلت بمحملها تحدياً جديداً حتم على متخذي القرار النهوض بأداء أسواق المال، إذ أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط هذه السوق.

أسواق الأوراق المالية تعد المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام، فإستقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية، وفي الوقت ذاته تعد مؤشرات أدائها من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي، حيث يقصد هنا بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية مجموعة المؤشرات التي تعتبر التركيبة التي تعكس أداء سوق الأوراق المالية ومدى تحقيقها لأهدافها، فمن خلالها يمكن الحكم على وضعية هذه الأسواق. تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مؤثراً وإيجابياً في زيادة معدل النمو الاقتصادي إذا توافرت لها البيئة المناسبة لإنطلاقتها وتطورها، وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو أفضل الاستثمارات الداعمة لعملية التنمية، وهذا يتطلب تكييف الحكومة لسياساتها الاقتصادية بشكل عام، وسياساتها المالية بشكل خاص من خلال استخدام أدوات هذه الأخيرة لتطوير وتنمية أداء سوق الأوراق المالية، حيث تعتبر السياسة المالية إحدى الوسائل التي تتدخل بها الدولة مستخدمة إيراداتها ونفقاتها لإحداث آثار مرغوبة بغية تحقيق أهداف معينة.

التساؤل الرئيسي: كل هذا يدفعنا إلى طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة أدوات السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية؟ وما واقع ذلك على سوق

الأوراق المالية لكل من مصر ونيويورك خلال الفترة 1990-2011؟

الأسئلة الفرعية:

للإجابة على هذا التساؤل ينبغي الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالسياسة المالية؟ وماهي أدواتها؟
- ماذا نعني بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية؟ وكيف يمكن قياسها؟
- ما هو أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية؟
- ما هو واقع أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر ونيويورك (1990-2011)؟
- كيف تؤثر أدوات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر ونيويورك خلال الفترة

2011-1990؟

- ما هو واقع أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر؟ وكيف يمكن للسياسة المالية أن تساهم في تطويرها؟

الفرضيات:

- للإجابة على هذه الأسئلة، اقترحت مجموعة من الفرضيات التي تكون منطلق الدراسة، والمتمثلة فيما يلي:
- هناك علاقة طردية بين النفقات العامة وأداء سوق الأوراق المالية، وعكسية فيما يخص الضرائب.
- أداء سوق الأوراق المالية في نيويورك متطور على أداء سوق مصر للأوراق المالية.
- الضرائب تلعب دور مهم في الإيرادات الإجمالية للدول النامية على عكس الدول المتقدمة.
- تمارس السياسة المالية تأثيرات قوية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في نيويورك، في حين تمارس تأثيرات ضعيفة على مصر.
- تأثير سياسة الإنفاق العام على أداء سوق الأوراق المالية في نيويورك أكبر منه في مصر.
- سياسة الإيرادات العامة لها تأثير كبير على أداء سوق الأوراق المالية في مصر على عكس نيويورك.
- تأثير الإيرادات العامة على أداء سوق الأوراق المالية أكبر من تأثير النفقات العامة عليها في كل من مصر ونيويورك.
- أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر ضعيف جدا، وأدوات السياسة المالية لا تساهم في تطوير هته السوق.

أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة في أنها تتناول متغيرين مهمين لأي بلد وهما: السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، وبالأخص أن هذه الدراسة تلقي الضوء على الدور الذي يمكن أن تلعبه أدوات السياسة المالية في تشجيع وتنمية أسواق الأوراق المالية وتطوير أدائها، وبالتالي فإن محاولة فهم وتفسير تقلبات أداء سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالمتغيرات المالية موضوع مهم يتطلب من الباحثين دراسته وذلك للوصول إلى النماذج الواقعية التي تحكم تأثير الأداء الاقتصادي على أداء الأسواق المالية، وبالتالي يمكن تغيير بعض أو جوانب تلك السياسات بما ينسجم وأداء السوق.

أهداف الدراسة:

- محاولة تقديم مفهوم عام حول السياسة المالية.
- إعطاء صورة عن أسواق الأوراق المالية ومؤشرات أدائها.
- محاولة إبراز دور أدوات السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية.

- التعرف على واقع السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية وذلك بتحليل مؤشرات الأداء في كل بلد، وقياس تأثير المتغيرات المالية على سوق الأوراق المالية.
- تبيان أي المتغيرات المالية أكثر تأثيراً في مؤشرات الأداء لسوق الأوراق المالية، ومدى تباين هذا التأثير في مصر والولايات المتحدة الأمريكية.

مبررات اختيار الموضوع:

يرجع اختيار هذا الموضوع إلى مجموعة من المبررات الموضوعية والذاتية، كما يلي:

المبررات الذاتية

- الميول الشخصي لدراسة مثل هذه المواضيع.

المبررات الموضوعية

- العمل على موضوع يجمع بين متغيرين لهما دور فعال ومهم في اقتصاد أي دولة، وهما سوق الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية اللذان لهما دور فعال في النمو الاقتصادي.
- التعرف على الدور الذي يمكن أن تلعبه السياسة المالية للنهوض بأداء سوق الأوراق المالية.

منهج الدراسة:

قصد محاولة معالجة مختلف جوانب الموضوع، الأسئلة واختبار صحة الفرضيات تم الإعتماد على المنهج الإستنباطي بإستعمال أداتي الوصف والتحليل لإبراز مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالسياسة المالية وأسواق الأوراق المالية من تعريف، أهمية...، وكذلك المنهج الإستقرائي بإستعمال مجموعة من التقنيات الإحصائية والقياسية من خلال استخدام النماذج القياسية وهذا عند إجراء الدراسة القياسية بالنسبة لحالتي الدراسة.

أدوات الدراسة:

بغرض تكوين القاعدة والإطار النظري لموضوع البحث المقدم تم الإعتماد على المسح المكتبي من خلال الإطلاع على الكتب، أطروحات الدكتوراه، الملتقيات، المجالات وكذلك التقارير فيما يخص الإحصائيات بالإضافة إلى الشبكة العنكبوتية.

الحدود الزمانية والمكانية:

تم اعتماد الدراسة من خلال الحدود الزمانية والحدود المكانية، فبالنسبة للحدود المكانية فهي تتعلق بمصر، نيويورك والجزائر. مصر بإعتبارها دولة مشابهة للجزائر من حيث مقوماتها (دول شمال إفريقيا- اعتمادها على النظام الفرنسي - عجز موازني دائم) وكذلك لإعتبارها بورصة ناشئة حققت تطورات نسبية، أما نيويورك فإعتبارها تمتلك سوق من أهم الأسواق المالية الدولية وأكبرها لذا كان من الضروري دراسة هذه السوق بوصفها نموذجاً ولا سيما أنها تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة.

أما بالنسبة للحدود الزمانية الخاصة بالبحث فهي تتعلق بالفترة 1990-2011. وتم اختيار هذه الفترة باعتبار أن سنة 1990 تمثل بالنسبة لنيويورك مرحلة جديدة لبداية عصر الرأسمالية وبداية التعافي من أزمة وول ستريت 1987 وتبني قوانين جديدة في الهيكل المالي للولايات المتحدة الأمريكية، إضافة إلى تسنين تشريعات ضريبية ومالية جديدة في البورصة للنهوض بالسوق المالي.

أما بالنسبة للدول النامية والعربية على وجه الخصوص (مصر- الجزائر) فهي تمثل كذلك سنة الانتقال من النظام الإشتراكي إلى نظام اقتصاد السوق، الذي يستدعي وجود سوق مالي متطور، وهو ما أجبر هذه الدول على تبني سياسات وتسنين قوانين خاصة بالضرائب داخل البورصة.

أهم الدراسات السابقة:

من أهم الدراسات السابقة والتي لها علاقة بموضوعنا نجد:

- 1- إبراهيم رسول هاني " أثر الأسواق المالية في النمو الاقتصادي-دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة" أطروحة دكتوراه، جامعة القادسية، العراق، 2005.
- 2- بوكساني رشيد " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها " أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2006، تدور إشكاليته حول تمكن السلطة المالية من خلال إدارتها للسياسة المالية من تحقيق الاستقرار الاقتصادي والسيطرة على الاختلالات الهيكلية وتحقيق التوازن الاقتصادي العام. قسم الباحث دراسته إلى بابين: الباب الأول بين فيه الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية والباب الثاني واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.
- من بين ما بينه الباحث أن الأسواق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي بعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء، وأنها تواجه معوقات كبيرة من بينها عدم ملاءمة النظام الجبائي المطبق في معاملات الأسواق المالية، حيث أن الضريبة تلعب دور مهم في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم الاستثمار.
- 3- دراوسي مسعود " السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر " أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006. تدور إشكالية الباحث حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تطويرها. قسم الباحث دراسته إلى ستة فصول، أربعة فصول نظرية تدور حول مفاهيم السياسة المالية وأدواتها والتوازن الاقتصادي، فصلين تطبيقيين يتعلقان بالسياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي بالنسبة للجزائر.

من بين النتائج التي توصل إليها الباحث، الأهمية التي تحتلها السياسة المالية ضمن السياسات الاقتصادية، بحيث أصبحت أداة الدولة للتوجيه والإشراف على النشاط الاقتصادي، كما بين أن السياسة المالية لها دور فعال في تعديل كل من الهيكل الاقتصادي والاجتماعي للمجتمع.

4- جمال الدين سحنون " شروط بروز أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

تدور إشكاليته حول أهم الشروط التي تسمح ببروز سوق الأوراق المالية ومدى تطبيقها في كل من مصر تونس والجزائر. قسم الباحث دراسته إلى ثلاثة أبواب، الأول حول ماهية سوق الأوراق المالية، الثاني حول عوامل تفعيل هته السوق، والثالث درس حالة كل من مصر، تونس والجزائر فيما يخص هذا الموضوع.

من بين النتائج التي ذكرها هو أن السياسة الضريبية من بين الأسباب التي تعيق التقدم في بورصة الجزائر حيث تم اللجوء إلى الزيادة في الضرائب والرسوم على المؤسسات بهدف تغطية عجز الميزانية العامة للدولة، وهو ما انعكس سلبا على الوضعية المالية للشركات، لأن الأثر الضريبي يمثل نفقة على مداخيل الأوراق المالية فيؤثر بذلك على أسعارها في البورصة.

5- سالكي سعاد " دور السياسة المالية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر-دراسة بعض دول المغرب العربي " مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر 2011. تتمحور إشكالية الباحثة حول مدى فعالية السياسة المالية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر. قسمت الباحثة موضوعها إلى ثلاثة فصول، الأول بين مفاهيم السياسة المالية، الثاني مفاهيم الاستثمار الأجنبي المباشر والثالث ربطت فيه الباحثة بين المتغيرين.

من بين ما بينته الباحثة هو أن العلاقة بين السياسة المالية ومناخ الاستثمار علاقة مهمة لا بد من التوصل إلى نسجها، فمن خلال ترشيد الإنفاق العام يمكن تهيئة البنية التحتية وتجهيزها لإستقبال الاستثمار وكذلك من خلال الضرائب يمكن إغراء المستثمر الأجنبي مما يجعله ينجذب نحو الاستثمار.

6- قحطان السيوفي " دور أدوات السياسة المالية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية"، مجلة الإقتصادية، العدد 325، سوريا. ركز فيها الباحث على ضرورة توفير بنية تحتية لازمة وتكييف الحكومة سياستها الاقتصادية بشكل عام وسياستها المالية بشكل خاص لإنطلاق سوق الأوراق المالية بسوريا.

سنحاول أن نضيف ونبين من خلال موضوعنا هذا، الأثر الذي تخلفه أدوات السياسة المالية (نفقات عامة وضرائب) على أداء سوق الأوراق المالية، وبالتالي استنتاج الدور الذي يمكن أن تساهم به هته الأدوات في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية.

أقسام البحث:

لمعالجة الموضوع بمختلف جوانبه تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، فصلين نظريين وفصل تطبيقي، مع مقدمة في البداية وخاتمة في النهاية كما يلي:

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية، حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، تعرض المبحث الأول إلى ماهية سوق الأوراق المالية، المبحث الثاني الأدوات المالية في هته السوق، المبحث الثالث كفاءتها وفي المبحث الأخير تم ذكر المؤشرات التي تستخدم في قياس أداء سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: السياسة المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية، تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، تناول المبحث الأول عموميات حول السياسة المالية، المبحث الثاني أدوات السياسة المالية، المبحث الثالث الآثار الاقتصادية التي تخلفها هته الأدوات، وفي المبحث الرابع حاولنا أن نبين أثر هته السياسة (أدواتها) على سوق الأوراق المالية.

الفصل الثالث: قياس أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات الأداء لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990-2011)، حاولنا فيه دراسة أثر أدوات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية بشكل تطبيقي، بإختيار حالتي مصر ونيويورك ثم حاولنا الإسقاط على الجزائر وهذا بتبيان الدور الذي يمكن أن تساهم به أدوات السياسة المالية في تحسين أداء سوق الأوراق المالية الجزائري.

تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي: المبحث الأول السياسة المالية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية (1990-2011)، المبحث الثاني مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011)، المبحث الثالث دراسة قياسية لأثر أدوات السياسة المالية على المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011)، المبحث الرابع السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الجزائر.



الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

تمهيد:

يعد المال من الإحتياجات الأساسية في الحياة اليومية، فهو بمثابة عصب الحياة لأي مؤسسة بإعتباره المحرك الرئيسي للوظائف والمهام داخل هذه المؤسسة، ومن ثمّ فإنّ توفره في الوقت المناسب وبالقدر الكافي يعد أكثر من ضرورة، ولتلبية هذه الحاجة لابد من توفر مصادر تمويل مختلفة تسمح بتحقيق هذا الهدف. ومن بين هذه المصادر نجد سوق الأوراق المالية الذي يحظى بإهتمام بالغ في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على سد حاجة التنمية الاقتصادية ودعم الاقتصاد، فهي تعتبر الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لإستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن رؤوس أموال بمهدف التمويل، وذلك عن طريق أدوات مالية متعددة من أسهم، سندات، مشتقات مالية وأوراق هجينة.

كما تستقطب سوق الأوراق المالية الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدره عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، وهذا يقتضي توفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المتداولة حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار أوراقها تتقلب قيمتها من سنة لأخرى ومن فترة لأخرى، ما يجعل المستثمرين يعتمدون على مؤشرات ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق وهذا من أجل ترشيد قراراتهم فهي تعطي للمستثمر صورة مسبقة عن السوق، إذ تلخص بشكل عام أداءه، والمؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع تختلف من دولة لأخرى، وداخل الدولة الواحدة من سوق لأخرى. نظرا لأهمية سوق الأوراق المالية ومن أجل التعرف أكثر عليها تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

- المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

- المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

- المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي وضمان استمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في جميع الدول، وهذا النمو يكون مرهون بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة والتي يأتي في مقدمتها عنصر رأس المال الذي يعد عاملاً مهماً وحيوياً في استمرار نشاط المؤسسات من عدمه، يتم توفير هذا العنصر من خلال مصادر مختلفة والتي من بينها سوق الأوراق المالية الذي يلعب دوراً هاماً في تمويل المشاريع الاقتصادية. لمعرفة ماهية هذه السوق ارتأينا أن نتناول ضمن هذا المبحث بعض الأساسيات التي تتعلق به من مفهومه أنواعه، تنظيمه أهميته وسبل تطويره.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية، تعريفه وأنواعه

نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم سوق الأوراق المالية أولاً ثم أنواعه.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

تعني كلمة سوق لغة الموضع الذي يجلب إليه المتاع للبيع أو الإبتاع تذكر وتؤنث وجمعها أسواق أما كمصطلح اقتصادي فيقصد بالسوق المكان الذي ينشأ عندما تلتقي فيه قرارات البائعين والمشتريين بشأن شراء، بيع وتبادل سلعة أو خدمة بحيث تتفاعل فيه قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار على أن يكون هناك اتصال وثيق بين البائعين والمشتريين سواء كان هذا الإتصال مباشراً أو بأية وسيلة اتصال أخرى (البريد، الهاتف شبكة الأنترنت وغيرها).¹

هناك العديد من التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية، من بينها نذكر ما يلي:

- " هو ذلك الإطار الذي يضمن الإلتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال،² وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الإلتقاء أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق.³

- " آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي،⁴ كما تسمح بتحريك الإدخار الفردي.⁵

- " هو السوق الذي يعنى بشؤون الإستثمار بالأوراق المالية، إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، تحتل عملياتها العوائد والمخاطر، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية

¹ - حسن بن هاني، " الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة) "، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، 2001، ص: 03.

² - Daniel Goyeau et Amin Tarazi, "La Bourse", 2^e édition, France, 2006, p :11.

³ - وليد صافي وأنس البكري، " الأسواق المالية والدولية "، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص: 16.

⁴ - عاطف وليد أندراوس، " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها "، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص: 21.

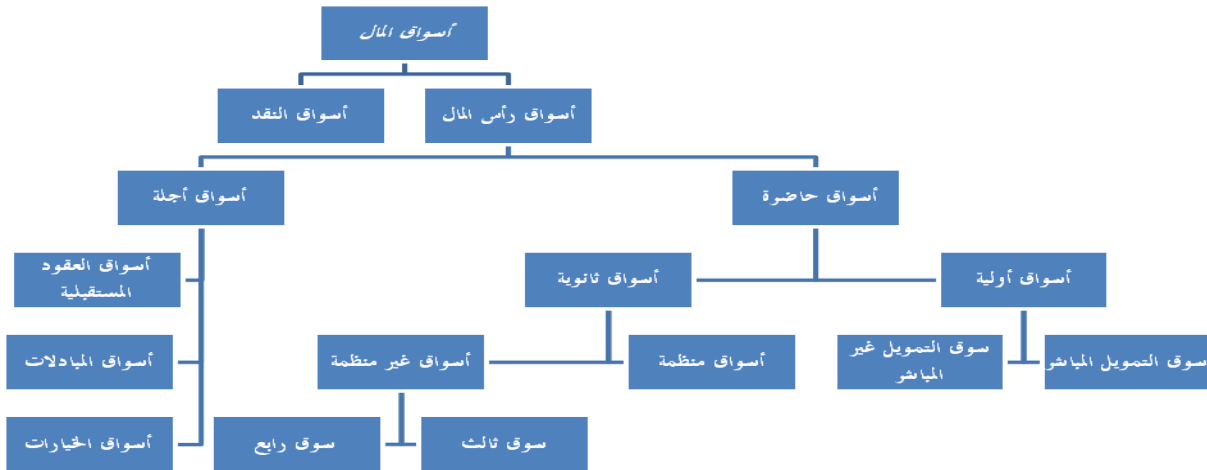
⁵ - Pierre Conso et Farouk Hemici, " gestion financière de l entreprise ", 10^e édition, Dunod, France, 2002, p :387.

هي الآلية التي يتم من خلالها شراء، بيع وتبادل للموجودات المالية.¹ " سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها، على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين، مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.² من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن سوق يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية، وذلك في ساعات محددة ومعلنة من قبل، بواسطة متخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين كالسمسرة، وكلاء الصرف وبعض المؤسسات المالية وتسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.

ثانياً: أنواع سوق الأوراق المالية

توجد العديد من التصنيفات لسوق الأوراق المالية، وفقاً لأسس مختلفة ومعايير متباينة من تصنيف لآخر، إلا أن أهم التصنيفات وأكثرها شيوعاً هو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (I - 1): تصنيفات سوق الأوراق المالية



Jean-Marie Gagnon et Nabil Khoury, "Traite de Gestion Financière", 2^{eme} édition, G. Morile, CANADA, 1981, P :559.

من خلال الشكل السابق نجد أنه يمكن التمييز بين نوعين من سوق الأوراق المالية كما يلي:

1- السوق النقدية: وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز غالباً سنة واحدة لذلك تعرف بسوق رؤوس الأموال القصيرة الأجل، كما تعرف بسوق السيوليات حيث جاءت هذه التسمية

¹ - قيصر عبد الكريم الهيبي، " أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات) "، الطبعة الأولى، دار رسلان، سوريا، 2006، ص: 202.

² - محمد سويلم، " إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية "، الشركة العربية، مصر، بدون سنة نشر، ص: 272.

بسبب سرعة وسهولة تحويل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة¹ ومن أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذه السوق أذونات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، ومن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك التجارية والبنوك المركزية.²

تتميز الأسواق النقدية بكون أن الاستثمار فيها أكثر أماناً لتدني درجة المخاطرة التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

2- سوق رأس المال: تعرف سوق رأس المال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل.³ وينقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة كما يلي:

1-2 الأسواق الحاضرة أو الفورية: تعرف هذه الأسواق بالحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، وتنقسم هذه الأسواق إلى:⁴

أ- الأسواق الأولية (أسواق الإصدار): وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

تنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين:

أ-1 أسواق التمويل المباشر: هي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق، ومن دون تدخل الوسطاء.

أ-2 أسواق التمويل غير المباشر: يقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال وسيط مالي معين يقوم بشراء الأوراق المالية، عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة كبنك الاستثمار الذي يتولى مهمة بيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق.

¹ - هوشيار معروف، " الاستثمارات والأسواق المالية "، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 2003، ص: 69.

² - حسن بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

³ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، " أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات استثمار "، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 237.

⁴ - للمزيد أنظر:

- منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق والمنشآت المالية "، المعارف للطباعة والنشر، مصر، 2002، ص: 481.

- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، " اقتصاديات البنوك والأسواق المالية "، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 122.

- صلاح السيد جودة، " بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً "، الطبعة الأولى، الإشعاع الفنية، مصر، 2002، ص: 24.

- Guy Goudamine et Jean Monitier, "banque et les marches financiers", édition feconomica, France, 1998,

pp :317-319.

- Alain Martinet, " lexiques de gestion ", 5^{eme} édition, dalloz, France, 2000, pp :53,54.

ب- الأسواق الثانوية (أسواق التداول): يجري في السوق الثانوي تداول الأوراق المالية المصدر سابقا في السوق الأولي، أي أن الأوراق في هذا السوق متداولة من قبل. تنقسم سوق التداول إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

ب-1 السوق المنظمة: يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية، تتميز هذه السوق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم وهي تخضع للقوانين، القواعد والإجراءات التي تضعها الجهات الرقابية، يدار من قبل لجنة البورصة المتكونة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، الوسطاء والحكومة.

ب-2 السوق غير المنظمة: يطلق عليها اسم السوق الموازية وهي لا تخضع لقوانين السوق المنظمة، تمتاز بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق المنظمة. نجد في السوق غير المنظمة:

☞ السوق الثالثة: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، تنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيف أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة وذلك لكون السماسرة في هذه السوق لا يدفع رسوم التسجيل أو رسوم العضوية في السوق وغير ملزم بحد أدنى من العمولة، تتميز المعاملات في هذا السوق بانخفاض التكلفة وسرعة التنفيذ.

☞ السوق الرابعة: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدر الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة.

2-2 الأسواق الآجلة (المستقبلية): تسمى أيضا بأسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات و عملات...) وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.¹

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال التعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

- نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية؛
- المتعاملون؛
- الأوامر.

¹ - عبد النافع الزري وغزي فرح، " الأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2001، ص ص: 49، 50.

أولاً: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة أن يتم التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، ويتم الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة، وغيرها من المعلومات التي تكون ضرورية للإعلان عنها لصالح المتعاملين.

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية يتكون من:¹

1- صالة التداول: وهو المكان المخصص للتداول.

2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالسوق، إذ يمكن أن يكون هذا الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، ويمنعون من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص.

الوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في السوق فهم من أهم صناعه، وموجهوه، والمحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها. كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، يوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.

من هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، كالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازاته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:

- طريقة المفاوضة، في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ.

- طريقة المزايدة، في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الإتفاق على أحسن عرض للمشتري، يتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي.

¹ - بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص ص: 49، 50، بتصرف.

ثانيا: المتعاملون

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:¹

1- تصنيف المتعاملين حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

1-1/ المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك فهم يهتمون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق إذ يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والإقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق فضلا عن معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2-1/ المضاربون الهواة: يرغبون في الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن يهتموا بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا يقومون بدراسة اتجاهات السوق، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق عند تحقيق خسائر.

3-1/ المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوفر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم.

4-1/ المستثمرون:

هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

- المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2- تصنيف المتعاملين إلى عارضين وطالبيين للأوراق المالية

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطلبين للأوراق المالية:

1-2/ الطالبون للأوراق المالية: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبا الأوراق المالية إلى فئتين:

¹ - للمزيد أنظر:

- محمود أمين زويل ويونس البطريق، " بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق "، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 51.

- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 50، 51.

-الفئة الأولى: تضم أصحاب الإدخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، تتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها.

- الفئة الثانية: تضم البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع والإدخار وصناديق الإستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية.

2-2/ العارضون للأوراق المالية: يقصد بهم العارضون لرأس المال في شكل أوراق مالية، يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، الشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق... الخ. بالإضافة للعارضين والطلبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركوا السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.
- صناديق الإستثمار.
- المحكمون والمراقبون.

ثالثا: الأوامر

عبارة عن تعليمات بمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، هذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.¹

بعبارة أخرى الأمر هو التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كأن يبيع أو يشتري له في السوق أوراقا مالية معينة.²

ويجب أن تشمل الأوامر على خصائص معينة:³

- نوع العملية أو الصفقة، هل هي بيع أو شراء.
- عدد الأوراق المالية محل الصفقة.
- طبيعة الورقة المالية.
- وقت التنفيذ.
- سعر التنفيذ محدد أو يكون تقريبي كأن يتم التعامل بأفضل سعر ممكن.

¹- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 50، 51.

²- محمد يوسف ياسين، " البورصة-تنازع القوانين-اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص: 99.

³- نصر علي أحمد طاحون، " شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص: 106.

المطلب الثالث: أهمية وسبل تطوير سوق الأوراق المالية

نبين في هذا المطلب أهمية سوق الأوراق المالية أولاً ثم نبرز سبل تطويره.

أولاً: أهمية سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً وأساسياً في اقتصاديات الدول، إذ تتجلى أهميتها في العديد من النقاط، من بينها نذكر:¹

1- **تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد:** للأسواق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رؤوس الأموال وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية، فهي إذن حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تقوم بتجميع الإذخار من وحدات الفائض عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق ثم تحويل الإذخار إلى وحدات العجز في الموارد المالية.

2- **توفير السيولة:** وهي أهم وظيفة تؤديها سوق الأوراق المالية بعد تجميع المدخرات، إذ يتمكن المستثمرين الذين يجوزهم أوراق مالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، ببيع تلك الأوراق وفي أي وقت، حيث يوجد دائماً من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد لشراؤها بإعتبارها سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وتظهر هذه الأهمية في أن الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة والسهولة في التعامل بيها وشراء مقارنة بما هي عليه العقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، كما يتميز بإمكانية الإستثمار بأي مبلغ ولأية مدة طالت أو قصرت.

3- **جذب رؤوس الأموال الأجنبية:** تساعد سوق الأوراق المالية على جذب رؤوس أموال أجنبية لتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية من خلال طرح أسهم لهذه المشاريع للإكتتاب فيها، فضلاً عن فوائدها المتعددة لإقتصاديات البلدان المنقولة إليها الإستثمارات، وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة واقتناء تكنولوجيا جديدة.

4- **السوق مؤشر لتحديد الأسعار:** تعتبر سوق الأوراق المالية مكاناً لإتمام الصفقات بشفافية أكبر الشيء الذي يجعل أسعار الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، حيث يلعب إلتقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول دوراً هاماً في تحديد أسعار الأوراق المالية، التي تعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة والمردودية وكذا ثقة المستثمرين وقدرة الإدارة على التسيير.

¹ - للمزيد أنظر:

- ضياء مجيد موسوي، " البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 07،08.

- محمد حافظ الرهوان، " النقود والبنوك والأسواق المالية"، بدون دار نشر، مصر، 2005، ص: 141،142.

- Olivier Picon, " la bourse ", 14^{eme} édition, delmas, France, 2000, p p :16,17.

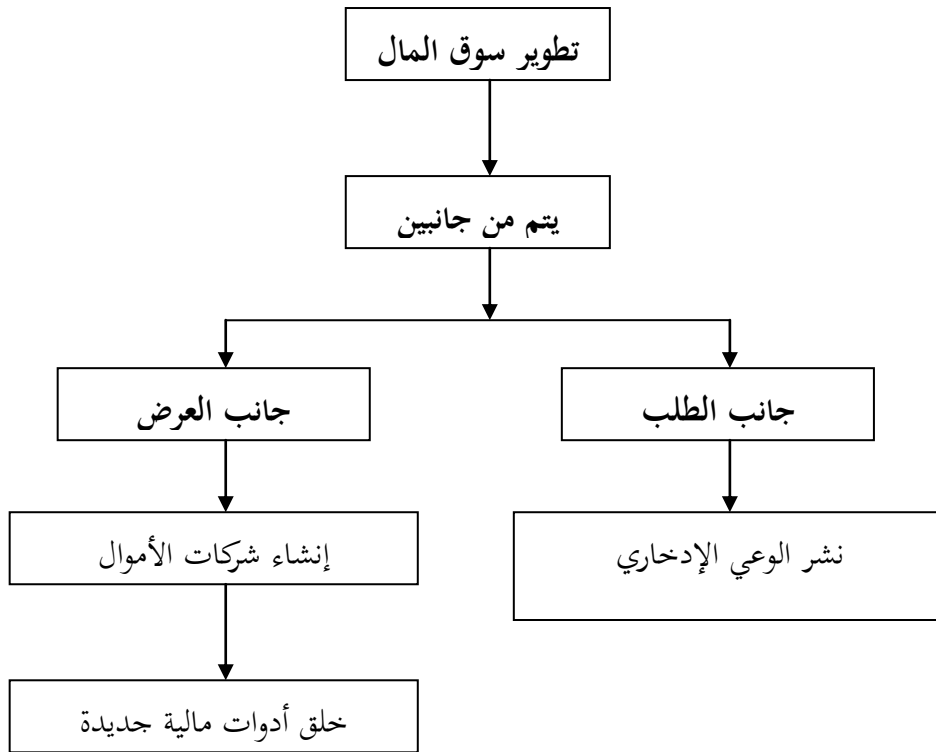
- خيرى علي الجزيري، " إدارة المنشآت والأسواق المالية"، مطابع الولاء الحديثة، مصر، 2001، ص: 21،22.

5- مراقبة الإستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في دولة ما لإتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار - و هو ما يعد مؤشر احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يهب المسؤولون إلى إتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها.

ثانيا: سبل تطوير سوق الأوراق المالية

إقامة سوق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من المقومات التي تعتبر ركائز تقوم عليها هته السوق، إذ تمكنها من ممارسة أنشطتها بفاعلية وكفاءة، ويتم تطوير سوق الأوراق المالية من جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وبالتالي خلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الإدخاري لدى الأفراد،¹ وهذا ما يلخصه الشكل التالي:

الشكل رقم (I - 2): سبل تطوير سوق الأوراق المالية



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 266.

¹عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 266.

عموما نقول بأن سوق الأوراق المالية في أي دولة يعتمد على توافر مجموعة فعالة ومترابطة من العوامل، وهذا لضمان تطوير ونجاح هته السوق، ومن بين هذه العوامل نذكر:¹

☑ توفر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار سياسي، اقتصادي واجتماعي، إذ يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما:

- عامل الثقة.

- عامل التنظيم.

من خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه الأسواق، فالوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم، وكذلك توافر التنظيمات الإدارية التي تتسم بالكفاءة والفعالية كل هذا يسهم في توفير متطلبات الاستثمار المحلي، فضلا عن كونه عامل جذب للإستثمارات الأجنبية.

☑ سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة.

☑ حالة انتعاش اقتصادي.

☑ وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد.

☑ توفر الوعي الإدخاري والإستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

☑ توفر الحرية الاقتصادية حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.

☑ إدارة عامة لسوق الأوراق المالية، تتمتع بحيادية عامة، تضع الشروط المنظمة لعملية تداول الأوراق المالية،

والإشراف والرقابة على تنفيذها، تكون قادرة على اتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب.

☑ وجود هيكل متكامل من المؤسسات المالية (بنوك، شركات استثمار وطنية وأجنبية...) التي تستخدم

أساليب فنية متقدمة.

☑ توفير قدر كافي من المعلومات والإفصاح عنها، بما يساعد على تحديد القيمة الحقيقية لأوراق الشركات

المتداولة في سوق الأوراق المالية.

☑ وجود مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية، مدرجة بالسوق بمستويات مختلفة من المخاطرة

والخصائص لتلبي الاحتياجات والشروط المختلفة للمستثمرين المختلفين.

☑ المنافسة الحرة.

☑ ضمان سلامة الإدخار وحمايته.

¹ - للمزيد أنظر:

- محمد الصيرفي، " البورصات "، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 35-37، بتصرف.

- صلاح الدين السيسي، " الأسواق المالية "، دار الفكر العربي، مصر، 2008، ص: 162.

- ☑ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم.
- ☑ توافر المرافق العامة (المواصلات السلكية واللاسلكية).
- ☑ الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى.
- ☑ عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.
- ☑ وجود نظام ضريبي معقول، مقبول وغير مغال فيه.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإنها تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتعد الورقة المالية صكاً يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معاً، بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، ويمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أدوات ملكية، أدوات دين وأدوات هجينة وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى هته الأدوات بشيء من التفصيل.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

أولاً: تعريف الأسهم

يعرف السهم بأنه عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.¹

السهم ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحياناً الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها.²

من خلال ما تقدم نستنتج أن السهم عبارة عن صك يمنح لحامله إثباتاً بمقدار مساهمته في شركة من شركات الأموال، حيث يعطي للمساهم الحق في الحصول على أرباح الشركة المحققة في أصولها. للسهم قيم مختلفة، من بينها نذكر:³

1- القيمة الإسمية: وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، صدر بها السهم لأول مرة، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة.

2- القيمة السوقية: وهي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، قد تكون أكثر من القيمة الإسمية أو مساوية لها أو تكون أقل منها وذلك حسب العرض والطلب عليه في سوق الأوراق المالية، فهي القيمة التي يباع بها السهم.

¹ - مصطفى رشدي شحبة وزينب حسن عوض الله، " الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية "، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر، 1993، ص: 169.

² - Bertrand Jaquillat et Bruno Sonlik, "marché financier, gestion de portefeuille et des risques", dunod, France, 2002, p : 12.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة "، الطبعة الأولى، كنوز اشبيلية، السعودية، 2005، ص: 114.

3- القيمة الحقيقية للسهم: وهي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول، ويقصد بصافي الأصول ممتلكات الشركة المختلفة، فهذه القيمة تمثل نصيب السهم في ممتلكات الشركة.

ثانياً: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس متنوعة كما يلي:

1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي:¹

1-1/ سهم لحامله: عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية هذا السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض لها صاحب السهم كالسرقة، الضياع... لذا تمنع معظم قوانين الشركات إصدار مثل هذا النوع من الأسهم.

1-2/ السهم الإسمي: ويصدر هذا النوع من الأسهم بإسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا بإسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

1-3/ السهم الإذني: وهو السهم الذي يكتب عليه عبارة (لأمر) ويتداول بطريقة التطهير حيث يقوم البائع بكتابة عبارة (الأمر) على ظهر شهادة السهم للدلالة على انتقال ملكيته للمشتري.

2- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

1-2/ الأسهم النقدية: هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع قيمته نقدا.²

2-2/ الأسهم العينية: تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص عينية، كالمساهمة على شكل عقار مخزونات، براءة اختراع...³

2-3/ الأسهم المختلطة: يكتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص عينية معا.⁴

3- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي تمنحها لحاملها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى ما يلي:

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، 2002، ص: 91.

² - السيد عليوه، " تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية "، دار الأمين، مصر، 2006، ص: 58.

³ - الزبيدي حمزة محمود، " الاستثمار في الأوراق المالية "، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001، ص: 21.

⁴ - سيد طه وبدوي محمد، " عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية "، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 21.

3-1/ الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها.¹

3-2/ الأسهم الممتازة: وهي أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية والسندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات، وتشبه الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة وكذلك في عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق الأرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز حيث يحصل عليها في السنوات القادمة إذ أن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة.²

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الإقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها وسنحاول ضمن هذا المطلب التطرق إلى تعريفها، أنواعها والفرق بينها وبين الأسهم.

أولاً: تعريف السندات

يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض " المصدر " بدفع مبلغ معين من المال " القيمة الإسمية " إلى حامله عند تاريخ الإستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ محدد.³

السند ورقة مالية تمثل قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.⁴

من خلال ما سبق نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الإستحقاق، مع دفع الفائدة السنوية المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معين.

ثانياً: أنواع السندات

تختلف تقسيمات السندات على حسب المعيار المستخدم للتقسيم، إذ يوجد العديد من المعايير والأسس ويمكن أن نلخص بعضها منها وفقاً لما يلي:⁵

¹ - محمد مطر و فايز تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2005، ص: 80.

² - محمد محمود عبد ربه محمد، " طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية "، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 08.

³ - Bernard laget, " Les nouveaux outils financiers", Top édition, France, 1990, p : 18.

⁴ - Josette Peyrard, "La bourse", 2^{ème} édition, vuibert entreprise, France, 1993, P: 27.

⁵ - محمد عبده ومحمد مصطفى، " تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة "، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص ص: 15، 16.

- سندات قصيرة الأجل لا يتجاوز أجل استحقاقها عاما واحدا، سندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة الأجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام.
- سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول تسمى سندات الرهن.
- سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل لا تحصل على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين.
- سندات غير قابلة للإستدعاء وهناك سندات قابلة للإستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها و إعطاء المستثمرين أموالهم.
- سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقا.
- سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وسندات يتم ردها مرة واحدة.

ثالثا: الفرق بين السند والسهم

تشبه الأسهم السندات في بعض الخصائص، فكلاهما قابلتان للتداول والتعامل، تتأثر أسعارهما في السوق بقوى العرض والطلب والمركز المالي للشركة، غير قابلتان للتجزئة، لكن رغم هذا هناك العديد من الفروق بينهما، ويمكن أن نلخص أهم هذه الفروقات وفقا للجدول التالي:

الجدول رقم (I - 1) : الفرق بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس مال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين تغيير الشكل القانوني للشركة، أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لإستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	7- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
8- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	8- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات الخاصة بما يتعلق بسيرة العمل في الشركة.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 44، 45.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المشتقة والأوراق الهجينة

نتطرق في هذا المطلب، أولاً إلى المشتقات المالية وثانياً إلى الأوراق الهجينة.

أولاً: المشتقات المالية

1- تعريف المشتقات المالية

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصل أو المؤشر محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على

الإستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، المراجعة بين الأسواق والمضاربة.¹

المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية، لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً متبادلاً مشروطاً إلا أنها لا تسبب أي تدفق مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبياً يتمثل في الهامش المبدئي، ولذا يطلق البعض على المشتقات المالية مصطلح الإستثمارات الصفرية.²

هي عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، يتحمل المتعامل بها تكلفة متواضعة مقارنة بقيمة العقد وتتوقف المكاسب والخسائر لأطراف العقود المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد.³

من التعاريف السابقة نستنتج أن المشتقات المالية هي عقود مستقبلية تتوقف قيمتها على قيمة الأصل محل التعاقد الذي قد يكون سلعة ، أداة مالية، سعر صرف، أو مؤشر، وبالتالي فإن أداء المشتق المالي مشتق من أداء الأداة الإستثمارية التقليدية، ويتحمل المتعامل بها تكلفة قليلة مقارنة بقيمة العقد.

وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص فيما يلي:⁴

- هي عقود.
- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد.
- تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد، فقيمتها تشتق من قيمته ولذلك سميت بالمشتقات.

يتضمن العقد في المشتقات المالية، البيانات التالية:⁵

- سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- الكمية التي يطبق عليها السعر.
- الزمن الذي يسري فيه العقد.
- الشيء محل العقد والذي قد يكون:
سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، أو سعر صرف أجنبي... الخ.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى "، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص: 60.

² - محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 254.

³ - محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات) "، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، 2005، ص: 425.

⁴ - طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة) "، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 07.

⁵ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

2- أنواع المشتقات

هناك العديد من أنواع المشتقات المالية، من بينها نذكر:

1-2/ عقود الخيار

الخيار عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك إلزاماً بأن يشتري أو يبيع أصلاً بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه.¹

وتعبر عقود الخيار عن:²

- القدرة أو الحق في اختيار بديل معين من بدليين هما:

➤ إما ممارسة هذا الحق.

➤ أو الإمتناع عن تنفيذ الحق.

- يعطي عقد الخيار لحامله الحق في شراء أو بيع شيء ما بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة أو في يوم معين، وإذا لم يتم ممارسة هذا الحق خلال الوقت المحدد، فإنه ينقضي ولا وجود له.

من أهم وأشهر عقود الخيارات ما يلي:

أ - خيار البيع

يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الإلتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الإلتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.³

ب - خيار الشراء

خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها، أو أن يمتنع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق. فعند انخفاض سعر الأصل عن السعر المحدد، صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد المتفق عليه إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق في أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الإتفاق عليه.⁴

¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 154.

² - طارق عبدالعال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 54، 53.

³ - حسن عطا غنيم، " المشتقات المالية "، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6-10 مارس، 2005، ص: 55، 56.

⁴ - أحمد محي الدين أحمد، " أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي "، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995، ص: 439، 438.

الجدول التالي يبين الفرق بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب:

الجدول رقم (I - 2): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

مشتري العقد (المالك)		محرر العقد (البائع)		أنواع العقود
الحقوق	الإلتزام	الحقوق	الإلتزام	
ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد و بسعر التنفيذ في الموعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحيّة)	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في الموعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحيّة)	خيار الشراء Call option
ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد و بسعر التنفيذ.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق وبسعر التنفيذ	خيار البيع Put option

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، "البورصات، أسواق المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص: 127.

في خيار الشراء: البائع ملزم ببيع الأصل مقابل تسلمه علاوة لمنحه حق الخيار للمشتري، بينما هذا الأخير ملزم عليه تسليم هذه العلاوة.

في خيار البيع: المشتري ملزم بشراء الأصل مقابل تسلمه علاوة لمنحه حق الخيار للبائع، بينما هذا الأخير ملزم عليه تسليم هذه العلاوة.

الجدول التالي يلخص حالات الربح والخسارة بالنسبة إلى خيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ:
الجدول رقم (I-3): حالات الربح والخسارة بالنسبة إلى خيار الشراء والبيع في موعد التنفيذ

خيار البيع	خيار الشراء	نتيجة الخيار / نوع الخيار
سعر السوق > سعر التنفيذ (ينفذ العقد)	سعر السوق < سعر التنفيذ (ينفذ العقد)	الخيار المربح
سعر السوق < سعر التنفيذ (لا ينفذ العقد)	سعر السوق > سعر التنفيذ (لا ينفذ العقد)	الخيار الخاسر
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ

المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

خيار الشراء يكون مربح في حالة سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ المتفق عليه، على عكسه خيار البيع الذي يكون خاسر في هذه الحالة.

خيار الشراء يكون خاسر في حالة سعر السوق أقل من سعر التنفيذ، على عكسه خيار البيع الذي يكون مربح في هذه الحالة.

بينما عندما يكون سعر السوق متساوي مع سعر التنفيذ فإن كلا الخيارين (الشراء والبيع) لا يكونان لا في حالة ربح ولا في حالة خسارة.

2-2/ العقود المستقبلية

يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه " إلتزام قانوني بتبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد، زمان محدد وبموجب سعر محدد. " ¹

فهي إلتزام إما ببيع أصل معين وإما بشراؤه بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل. والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر، الأصل والكمية يتم الإلتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل، ومن هنا جاء تعبير " المستقبلي " لوصف العقد. ²

فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الإلتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المبيع، كميته وسعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل.

¹ - محمد مطر، " إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية) "، الطبعة الخامسة، دار وائل، الأردن، 2009، ص: 306.

² - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، " أسس الاستثمار "، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص: 185.

2-3/ العقود الآجلة

العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع. الأصل محل التعاقد، سعر التسوية وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين. وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً.¹

❖ مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

تشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة في أنهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي وتتضمنان تحديد كل من الأصل المتفق عليه، سعره، كميته ووقت تسليمه. غير أن هناك أوجه كثيرة للاختلاف بينهما تتضح من خلال نقاط المقارنة الآتية التي تساعد أيضاً في إعطاء تفاصيل أدق حول نوعي العقدين:²

- بينما يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.

- العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها خلافاً للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقاً لرغبة وتفضيلات المتعاقدين.

- العقود المستقبلية يقوم فيها طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كوسيط وضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود. وفي غياب هذه الجهة فإن كل طرف يصبح مسؤولاً أمام الآخر. فإذا لم يوف أحدهما بالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء. بينما لا يوجد إلتزام على المتعاقدين في العقد الآجل بإيداع هذا التأمين.

2-4/ عقود المبادلات

عرفها بعض الكتاب بأنها اتفاق تعاقدية على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق.³ تتكون عمليات المبادلة من عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول.⁴ من أشهر أنواع عقود المبادلات، مايلي:

أ/ مبادلات العملات

مبادلة العملة هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في تاريخ استحقاق آخر، حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين:⁵

¹ - منير إبراهيم هندي، " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية "، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 686.

² - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 199، 200.

³ - المرجع السابق، ص: 238.

⁴ - مروان عوض، " المالية الدولية، الطبعة الأولى "، دار الحامد، الأردن، 2004، ص: 353.

⁵ - Roger Miller et David Van Hoose, " Money, Banking and Financial Markets ", Publishing Thomson laerning, U.S.A, 2001, pp: 227,228.

- العملية الأولى: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بسعر الصرف الآني بين العملتين.

- العملية الثانية: عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين.
ب/ مبادلات أسعار الفائدة

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في سوق الأوراق المالية بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلبات أسعار الفائدة من جهة أخرى.

هذه المبادلات تعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة ثابت (طويل أو متوسط الأجل) على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل فائدة متغير (قصير الأجل).

كما نشير إلى وجود مشتقات مالية تجمع بين نوعين من أنواع المشتقات المذكورة.¹

ثانيا: الأوراق الهجينة

هي تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية والسندات التي تمثل حق الدائنية، ومن أهم أنواعها مايلي:²

1- شهادات الإستثمار

عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي له الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتوفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الإستثمار.

¹ - للمزيد أنظر: هوشيار معروف، " الاستثمارات والأوراق المالية، الطبعة الأولى"، دار صفاء، الأردن، 2009، ص: 170.

² - للمزيد أنظر:

- براق محمد، " بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية"، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999، ص: 34، 35.

- أحمد محمد لطفي أحمد، " معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، 2006، ص: 113.
- Olivier Picon, " la bourse : ses mécanisme-géré son portef euille-réussir ses placements", Encyclopédie Delmas, 14^{eme} édition, France, 2000, p : 39.

2- سندات المساهمة

سندات تصدر عن شركات المساهمة الخاصة أو العامة، تعتبر ديون أبدية وبمناوبة أموال شبه خاصة حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.

3- حصص التأسيس

عبارة عن صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تصدرها شركات المساهمة بدون قيمة اسمية ولا تمثل حصة في رأس المال، تمنح أصحابها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة.

قد تصدر هذه الحصص عند تأسيس الشركة عندئذ تسمى حصص التأسيس، كما قد تصدر عند زيادة رأس المال فتسمى حصص الأرباح، وتمنح هذه الحصص عادة للمؤسسين كمكافأة لهم على جهودهم والخدمات المقدمة للشركة، كما تمنح أيضا لأصحاب براءات الاختراع وغيرها من الأصول المعنوية التي يصعب تحديد قيمتها نقدا.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر الكفاءة من أهم مؤشرات نجاح وقوة سوق الأوراق المالية، فهي تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وفي ظل عدم وجودها تكون هناك فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم لتحقيق أرباح خاصة بهم.

وعليه سنحاول ضمن هذا المبحث إعطاء مفهوم عام للكفاءة، أنواعها، إيضاح الصيغ المختلفة لها وفي الأخير ذكر متطلباتها.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، إذ يكون من شأن المعلومة تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للورقة وتوجه أسعار الأوراق المالية صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا.

السوق الذي يمتاز بكفاءة يعكس فيه سعر الورقة المالية للشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت هته الأخيرة على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح ورقم الأعمال وغيرها، كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.¹

من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية كما يلي:²

يكون سوق الأوراق المالية كفاءاً إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات فيه، ومن الشروط الضرورية لكفاءة سوق الأوراق المالية، ما يلي:

- منافسة تامة.
- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق.
- تجدر الإشارة هنا إلى أنه وعلى الرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحدقة بهم تماماً.

¹ - حسان حضر، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)، مارس 2004، ص: 09،08.

² - محمد المبروك أبوزيد، "التحليل المالي لشركات وأسواق مالية"، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009، ص: 273.

معنى كفاءة سوق الأوراق المالية يدور حول مدى إمكانية السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وفهمها ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية، لذا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تعتبر دالة للمعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وهذه المعلومات تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقا وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقا، فكما تصل المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائيا، هذه العشوائية ليست ناجمة عن قوى الطبيعة ولكنها تنتج عن محاولة كافة المشاركين في السوق تحقيق الأرباح من خلال استخدام ما لديهم من معلومات، حيث تقوم أعداد كبيرة منهم بمحاولة اقتناص أي فرصة تتاح من أقل معلومة تتوافر لديهم، مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات بسرعة في السعر السوقي للورقة على نحو تنعدم معه فرصة أيا منهم في تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.¹

وعليه، ومن خلال كل ما سبق نقول بإختصار بأن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني استجابة أسعار هته الأوراق لأي معلومة جديدة.

ثانيا: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

هناك نوعان من الكفاءة، هما:

1. الكفاءة الكاملة: يمكن القول بأن السوق الكفاء هي تلك التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا بالطبع يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثمّ لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره،² هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية:³

. عدم وجود قيود على التعامل، مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية، مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبيا.

¹ - جمال الدين سحنون، " شروط بروز أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/208، ص: 36.

² - عبد الغفار حنفي، " استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات "، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 185

³ - للمزيد أنظر:

- صلاح الدين حسن السيسي، " بورصات الأوراق المالية "، عالم الكتب، مصر، 2003، ص: 26.

- لطرش سميرة، " كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية - "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009/2010، ص: 08.

. توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، بدون تكاليف ما يسمح بأن تكون توقعات المتعاملين متماثلة.

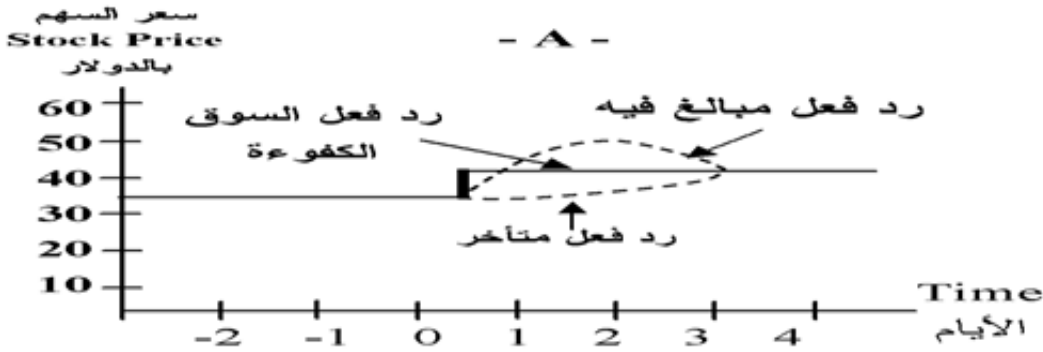
. وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

. تتمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

2. الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.¹

لتوضيح كيفية سلوك السعر في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، وبافتراض وصول معلومات تفاعلية كالزيادة في المبيعات _ إلى سوق الأوراق المالية، نرصد التغيرات الحاصلة في الأسعار في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-I): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تفاعلية)

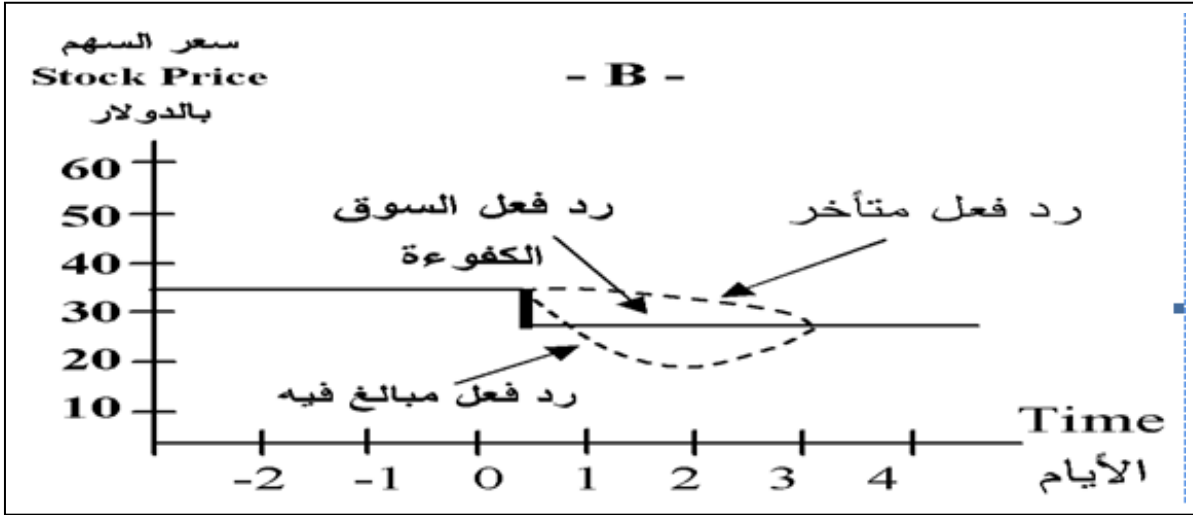


المصدر: عبد الغفار حنفي، " الإستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الإستثمار والخيارات) "، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 211.

¹ - منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص: 497.

أما في حالة وصول معلومات تشاؤمية نرصد الشكل التالي:

الشكل رقم (4-I): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تشاؤمية)



المصدر: عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات) "، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

حسب الشكل A- كانت القيمة السوقية للسهم 35 دولار وعند وصول أنباء جيدة إلى السوق بشأن المنشأة المعنية قدرت القيمة الحقيقية للسهم بما يعادل 40 دولار. وعليه في ظل الكفاءة الكاملة سيرتفع سعر السهم فوراً من 35 دولار إلى 40 دولار وهو ما يعكسه الخط الداكن. أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف إذ يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج بنتيجة بشأن القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم. وهذا يعني بالتبعية وجود فاصل زمني منذ وصول المعلومات وإلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية، وهو ما يعكسه الخطين المتقطعين، واللذان يعكسان تصورين مختلفين.

التصور الأول: أن بيت السمسرة أبلغ عملاءه بالمعلومات فور ورودها وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم. على ضوء هذه المعلومات قد يسارع بعضهم بإصدار أوامر لشراء السهم مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة- يبلغها لأولئك العملاء- تقضي بأن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، بالطبع يمضي المزيد من الوقت حتى تصدر أوامر الشراء ليأخذ سعر السهم في الارتفاع- تحت وطأة زيادة الطلب- إلى أن يصل إلى قيمته الحقيقية، وهو ما يصوره الخط المتقطع السفلي.

☞ التصور الثاني: يشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التي حصلوا عليها من بيت السمسة كان مغال فيه لدرجة أن سعر السهم ارتفع على إثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية، وهو ما يوضحه المنحنى المتقطع الأعلى.

☒ كما يبدو فإنه في ظل التصورين ستصل القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الحقيقية ولكن بعد مضي بعض الوقت الذي يتوقع أن يكون قصيرا.

نفس التحليل يكون بالنسبة للشكل -B- لكن بمعلومات تشاؤمية.

المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

إن أسعار الأوراق المالية تعكس تماما المعلومات المناسبة المتاحة، في هذا الإطار تطرح عدة أسئلة أهمها: ما هي المعلومات المناسبة (*relevant information*) ما هي طبيعتها؟ ما هو ترتيبها بالنسبة للفترة التي يراد فيها معرفة كفاءة السوق؟ هل بإمكان أشخاص معينين الحصول عليها قبل غيرهم؟ انطلاقا من الإجابة على هذه الأسئلة وغيرها يمكن التمييز بين ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق هي:¹
الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية.

أولا: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

هذه السوق قد تتيح المعلومات إلى بعض المتعاملين وتخفيها عن البعض الآخر، وبالتالي فهي لا تتمتع بالشفافية الكاملة، أما عن المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين فهي المعلومات التاريخية التي تعبر عن أداء السهم وأداء المؤسسة في الماضي، لهذا يمكن القول أن المتعاملين في هذه السوق لا يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية عند استغلالهم المعلومات التاريخية المتاحة للجميع. هذا يعني أن في هذه السوق هناك بعض المتعاملين دون غيرهم يحصلون على بعض المعلومات السرية تسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

¹ - للمزيد أنظر:

- سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 40،39.

- دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري، " أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي "، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع (استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16/03/2005، ص: 05.

ثانيا: الصيغة المتوسطة (شبه القوية) لكفاءة سوق الأوراق المالية

في هذه السوق، تتمثل المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين في المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية حيث أن هذه المعلومات تنعكس بسرعة على الأسعار وبالتالي للمتعاملين لا يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية اعتمادا على حيازتهم على هذا النوع من المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية التي تكون متاحة لهم في نفس الوقت، إلا أن بعض المتعاملين يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين نظرا لإمتلاكهم لبعض المعلومات الخاصة لإستعمالها في عمليات التداول التي يقومون بها.

ثالثا: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية

في هذه السوق تكون كافة المعلومات وبأنواعها الثلاثة (التاريخية، الحالية، الخاصة) متاحة لجميع المتعاملين في السوق وبالتالي ستنعكس على سعر الورقة وبسرعة عالية، حيث لا يمكن لأي متعامل في السوق استغلال أي معلومة تتاح له بصورة خاصة في تحقيق الأرباح غير العادية على حساب باقي المتعاملين، ويتطلب ذلك تحقيق شرطين مهمين هما:

. يجب أن تكون كل المعلومات التاريخية، الحالية والخاصة متاحة لجميع المتعاملين في توقيت واحد وعلى قدم المساواة.

. يتم تحليل الآثار المترتبة على هذه المعلومات بسرعة عالية بواسطة السوق، وتكون نتائج هذا التحليل متاحة للجميع مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات في سعر الورقة بصورة آنية.
يلخص لنا الجدول التالي ما سبق شرحه عن الصيغ الثلاث.

الجدول رقم (I-4): صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

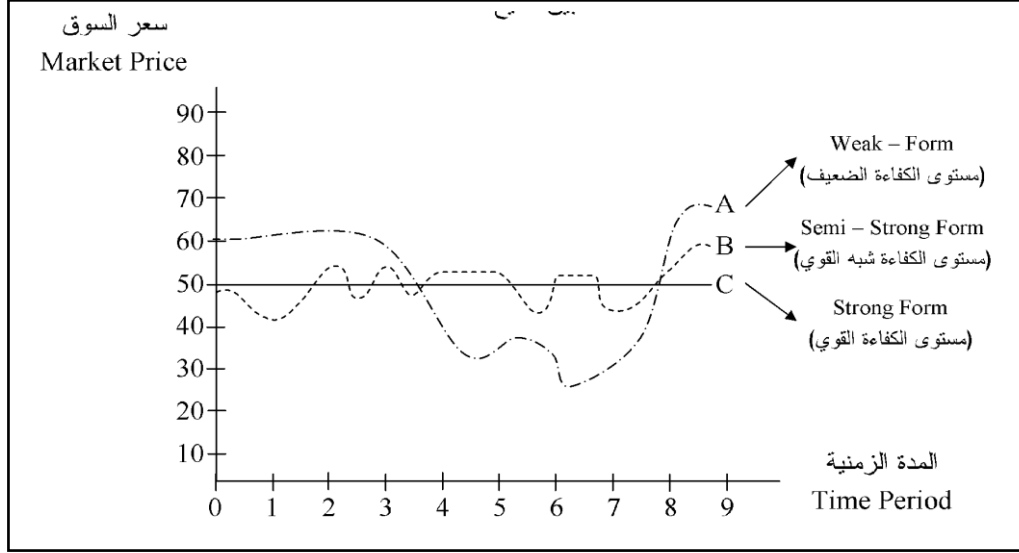
الصيغة / المعلومات	تاريخية	حالية	خاصة (داخلية)
ضعيفة	×		
متوسطة (شبه قوية)	×	×	
قوية	×	×	×

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 39، 40.
- دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

يبين الشكل الموالي العلاقة بين الصيغ الثلاث لكفاءة سوق الأوراق المالية

الشكل رقم (5-I): العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية



Source: Francis Clarch, "Management Of Investment ", McGraw, JAPAN, 1983, P :465.

يتضح من الشكل أعلاه أن سوق الأوراق المالية لكي يكون كفؤاً بالمستوى المتوسط لا بد أن يكون كفؤاً بالمستوى الضعيف أولاً. ولكي يكون كفؤاً بالمستوى القوي لا بد أن يكون كفؤاً بالمستوى المتوسط والضعيف، فالمنحنى A يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق - القيمة السوقية - وقيمتها الحقيقية. في حين أن المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدا بين سعر الورقة في السوق - القيمة السوقية - وقيمتها الحقيقية، بينما يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساويا للصفر عند المنحنى C حيث تكون السوق كفؤة بقوة.

المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هناك مجموعة من المتطلبات التي يجب توافرها، من أهمها نذكر:

أولاً: الكفاءة التسعيرية

يطلق على الكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية، يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، وبهذا يصبح التعامل في هذا السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمر صعب في السوق إلا أنه أيضاً أمر غير مستحيل، فقد يبنى مستثمر عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظراً لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى عدم كفاءة السوق وإنما إلى جهل المستثمر أو كسله.¹

ثانياً: الكفاءة التشغيلية

يطلق عليها بالكفاءة الداخلية، يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش* ربح مغال فيه.²

تتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناعات السوق من خلال مواجهة حالات الطلب الكبير وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهامش منخفضة.³

تقتضي الكفاءة التشغيلية لسوق الأوراق المالية مايلي:⁴

☑ قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم.

☑ التنافس بين صناعات السوق وبين السماسرة، حيث يدفع هذا التنافس معدلات العمولة والهوامش إلى الإنخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

ثالثاً: الكفاءة التخصيصية

تعتبر الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الإستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفاء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفاء للموارد

¹ - مفتاح صالح ومعاري فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها -"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010، ص: 186.

*- الهامش أو المدى هو الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها. إذ غالباً ما تقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، والعلاقة بينهما عكسية، إذ كلما قل الفارق بين السعرين زادت الكفاءة التشغيلية.

² - مثنى عبد الإله ناصر، " ندوة دورة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية"، ليبيا، 11-12-2005، ص: 07،08.

³ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، " الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة"، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر، الأردن، 2004، ص: 142.

⁴ - إبراهيم رسول هاني، " أثر الأسواق المالية في النمو الاقتصادي-دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة"، أطروحة دكتوراه، جامعة القادسية، العراق، 2005، ص: 79،80.

الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلاً بالنسبة للمجتمع، حيث يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات.¹

رابعاً: الكفاءة الهيكلية

هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق، فتقاس بعدد المشاركين فيه، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، إذ أن تنوع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول وكذلك تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة يترتب عنه رفع كفاءة السوق.²

خامساً: الكفاءة التنظيمية

تحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر التالية:³

- ☑ توفر إطار تنظيمي واضح للسوق: إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم عمل السوق، حيث تحدد من خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤون السوق.
- ☑ تنظيم مهمة الوساطة: إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لإختصاصاتهم وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات.
- ☑ كفاءة التشريعات والإلتزام بتطبيقها: إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم توسعه وحجم التداول فيه وبالتالي تؤدي الخدمة بشكل فعال.
- ☑ الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة: إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في الوقت المناسب لأعمال السوق.
- ☑ يجب أن تلعب مهنة المحاسبة والمراجعة دورها في التحقق من مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة.
- ☑ كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة، على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.
- ☑ توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات.

¹ سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 39، 38، بتصرف.

² محمد يوسف ياسين، "البورصة - عمليات البورصة تنازع القوانين - اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص ص: 30، 31.

³ سمير عبد الغني محمود، "المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة البنوك، العدد الخامس، الأردن، 1989، ص: 07.

سادسا: الكفاءة الفنية (التقنية)

ومن أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة مايلي:¹

- ☑ - التنوع في الأدوات المالية: ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنوع، مما يحقق لأصحاب هذه المحافظ عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة.
- ☑ - التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة: لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق إلا إذا كانت تتصف بالحركية الدائمة مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة، كما نلمس ضرورة وجود صناع سوق للمساهمة في خلق سيولة للأوراق المالية.
- ☑ العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول: إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأوراق المالية للشركة، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لمطامع الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

¹ - فائق جبر النجار، " مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها "، مجلة البنوك، العدد الرابع، الأردن، أكتوبر 2000، ص: 11، بتصرف.

المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

هناك عدة معايير، بمعنى مؤشرات يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، إذ تسمح بمعرفة درجة تقدم السوق وفي الوقت نفسه تعكس أداءها كما تستخدم أيضا لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى هته المؤشرات التي تعكس أداء السوق وذلك من خلال ذكر تعريفها، استخداماتها، أساليب بنائها، بعض المؤشرات التي تستخدم في قياس أداء سوق الأوراق المالية وفي الأخير سنحاول التطرق إلى بعض المؤشرات العالمية لسوق الأوراق المالية واقتصرنا على كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومصر بإعتبارهما حالتا الدراسة التطبيقية.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

نحاول في هذا المطلب إعطاء مفهوم لمؤشرات سوق الأوراق المالية بتوضيح استخداماته بالإضافة إلى ذكر بعض مؤشرات قياس الأداء في السوق.

أولاً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات سوق الأوراق المالية، نذكر منها مايلي:

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمته بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.¹

يعتبر مؤشر السوق أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة فيه بطريقة مستمرة ومنتظمة.²

مؤشرات سوق الأوراق المالية هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء السوق أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.³

من خلال ما سبق نستنتج أن مؤشر سوق الأوراق المالية يعد وسيلة مهمة لرصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم سوق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية.

¹ - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251.

² - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

³ - Patrick Topscalian, " Les indices boursières sur action ", Economica, France, 1996, p : 09.

ثانياً: استخدامات المؤشر

- لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، وفي طليعة تلك الاستخدامات نجد:¹
- 1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.
 - 2- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج ومن خلاله يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.
 - 3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق، فإذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي*) فإنه قد يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما أن إجراء تحليل فني** وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، فإذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.
 - 4- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية.

¹ - للمزيد أنظر:

- منير ابراهيم هنيدي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 247.

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

*- التحليل الأساسي هو التحليل العلمي الشامل الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم، ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة والعوامل الخاصة بالشركات المنافسة وصولاً إلى تقدير دقيق للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم. [عبد الرؤوف رابعة وسامي

حطاب، " التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص: 40.]

**- التحليل الفني هو علم رصد وتسجيل - عادة في شكل رسوم بيانية - جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، الحجم والتداول) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة. [عبد الحميد المهيلي، " التحليل الفني للأوراق المالية"، الطبعة الثالثة، البلاغ للطباعة

والنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 47.]

ثالثاً: بعض مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

لقياس أداء سوق الأوراق المالية هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه، من أهمها نذكر:

1- المؤشر العام لأسعار الأسهم

مع وجود عدد من الأسهم في كل سوق للأوراق المالية، ولصعوبة قياس الاتجاه العام لنشاط السوق كان لابد من التوصل إلى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالي، والذي يمثل متوسط أسعار الأسهم (للشركات المدرجة في السوق) يومياً، إذ يتم الإستناد إليه في عمليات التداول اليومية، ولذا يلاحظ أن لكل سوق مؤشره الخاص به. وعليه فإن المؤشر العام لأسعار الأسهم هو عبارة عن مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياساً للحركة العامة للسوق.¹

2- حجم السوق

يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1-2 / مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)

يقصد برسملة السوق مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضاً إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق. يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويعد هذا المؤشر مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق.²

2-2 / مؤشر عدد الشركات: يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية (السوق المنظمة) إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد قيمته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.³

3- سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران لقياسها، هما:

¹ - حيدر يونس كاظم الموسوي، " أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2007 "، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص: 58.

² - عماد العاني، " اندماج الأسواق المالية الدولية "، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002، ص: 60.

³ - أميرة حسب الله محمد، " محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر "، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 65.

3-1 / مؤشر حجم التداول: يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، يقاس هذا المعدل من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، 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 صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك بهدف الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية.¹ لإستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة التالية:

$$\text{حجم التداول} = \text{عدد الأسهم المتداولة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

3-2 / مؤشر معدل الدوران: يشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال العام أو خلال أي مدة زمنية،² كالآتي:

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{إجمالي الأسهم المتداولة} / \text{القيمة السوقية}) \times 100$$

4- مؤشر درجة التركيز

يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول، أي تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.³

المطلب الثاني: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الطرق والأساليب لإحتساب مؤشرات سوق الأوراق المالية، لكن رغم هذا التفاوت في كيفية احتساب وبناء هته المؤشرات إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة وطريقة حساب المؤشر.

أولاً: عينة ملائمة

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:⁴

¹ - حيدر يونس كاظم الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

² - عبد الغفار حنيفي وسمية قرياقص، " أسواق المال وتمويل الشركات "، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 313.

³ - حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

⁴ - أحمد سعد عبد اللطيف، " بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 235.

1- الحجم: القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

2- الإتساع: يعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، وما تجدر الإشارة إليه أنه إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تمييز لنوع معين من الشركات الصناعية.

3- المصدر: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.

ثانياً: الأوزان النسبية

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد هذا الوزن:¹

1- مدخل الوزن على أساس السعر

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر، فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة (03) أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 وحدة نقدية، و70 و50، فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر السهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر، وعلى سبيل المثال يكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي:

السهم	سعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	$0.40 = 200 \div 80$
ب	70	$0.35 = 200 \div 70$
ج	50	$0.25 = 200 \div 50$
المجموع	200	1

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن الوزن النسبي للسهم -أ- 0.40 وهو أعلى وزن نظراً لأن سعر السهم -أ- هو الأكبر، والوزن النسبي للسهم -ب- 0.35 بينما نجد أن السهم -ج- يحتل أدنى وزن 0.25 نظراً لأنه الأقل سعر.

¹ - للمزيد أنظر:

- حسان خضرم، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

- عصام حسين، " أسواق الأوراق المالية "، دار أسامة، الأردن، 2008، ص: 42.

- حسين قبلا، " مؤشرات أسواق الأوراق المالية "، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الحادي عشر، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2011، ص: 96، 95.

2- مدخل الأوزان المتساوية

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر، عن طريق معامل الترجيح الذي يعادل مقلوب سعر السهم.

ومن ثم فإن: $\text{الوزن النسبي المتساوي للأسهم} = \text{سعر السهم} \times \text{معامل الترجيح}$.

3- مدخل الأوزان حسب القيمة

في هذه الطريقة يتم إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني أنه لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي كما في المدخل السابق.

ثالثاً: طريقة حساب المؤشر

من بين الأساليب الشائعة الإستخدام في حساب المؤشرات مايلي:

1- المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر)

يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الآتية:¹

- جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه.
 - قسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه
- DIVISOR وعلى هذا الأساس يمكن إعطاء مثالا رقمي توضيحي للمؤشر المبني على أساس السعر كالاتي:

لنفرض أن مؤشر موزون السعر يتضمن ثلاثة أسهم ظهرت أسعارها في اليوم الأول كالاتي:

(الشركة/الأسهم (A، B، C)، والأسعار (160، 80، 20)، على التوالي:

$$\text{إذن قيمة المؤشر في اليوم الأول (يوم الأساس)} = \frac{160+80+20}{3} = 86.67$$

لنفرض أن سعر السهم (A) ارتفع بنسبة 10% وبافتراض ثبات الأسعار الأخرى في اليوم التالي، فإنه سعره يصبح 176 (1.10×160) بدلا من 160، وعليه ستصبح قيمة المؤشر:

$$92 = \frac{176+80+20}{3}$$

عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة مع اليوم الأول:

$$0.061 = \frac{86.67 - 92}{86.67}$$

وهذا يعني أن معدل العائد قد ارتفع بمعدل 0.061 نقطة، عندئذ يقال أن اتجاه السوق صعودي.

لنفرض أن سعر السهم (C) في اليوم الثالث قد ارتفع بنسبة 10% وبالتالي فإن سعر السهم سيصبح 22

(1.10×20) بدلا من 20، وبالتالي فإن:

¹- محمد صالح الخناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 257.

قيمة المؤشر في اليوم الثالث $92.6 = 3 / (22+80+176)$
 عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول $0.068 = 86.67 / (86.67-92.6)$
 بمعنى أن ارتفاع سعر السهم (C) بنسبة 10% أدى إلى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.068 نقطة، وهذا يعني أن اتجاه السوق صعودي أيضاً، ولذلك فإن المؤشرات المبنية على أساس السعر هي مؤشرات متميزة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية)

يمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية:¹

- إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية = عدد الأسهم X سعر السهم)
- إيجاد الوزن لكل سهم (وزن سهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية الكلية للأسهم).
- احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة = (أسعار الأسهم X أوزانها في اليوم المعلن) / (أسعار الأسهم X أوزانها في يوم الأساس)

ولفهم حساب قيمة هذا المؤشر نورد مثالا توضيحيا للمؤشرات المبنية على أساس القيمة، حيث نفترض أنه لدينا المعطيات التالية:

الأسهم	عدد الأسهم	السعر	القيمة السوقية	الوزن لكل سهم
A	150	10	1500	$12\% = 100 * (12500/1500)$
B	200	20	4000	$32\% = 100 * (12500/4000)$
C	500	14	7000	$56\% = 100 * (12500/7000)$
المجموع			12500	

قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس) = [(وزن السهم A x سعره) + (وزن السهم B x سعره) + (وزن السهم C

$$x \text{ سعره) } / \text{ (وزن السهم A x سعره) + (وزن السهم B x سعره) + (وزن السهم C x سعره) } \times 100$$

إذ يبقى المقام ثابت والذي يمثل يوم الأساس لإحتساب هذا المؤشر.

قيمة المؤشر =

$$100 = 100 [[(x \times 56\% \times 14) + (32\% \times 20) + (12\% \times 10)] / [(56\% \times 14) + (32\% \times 20) + (12\% \times 10)]]$$

على افتراض أن أسعار الأسهم في اليوم الثاني قد تغيرت من (14،20،10) إلى (13،20.5،11) وتبعاً لذلك فإن القيمة السوقية للأسهم سوف تتغير لتصبح (6500،4100،1650) ، بالإضافة إلى تغير الوزن لكل سهم ليصبح (53%، 33.5%، 13.5%)، على التوالي:

قيمة المؤشر في اليوم الثاني =

¹ - محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، " مقدمة في الأسواق المالية والنقدية "، الطبعة الأولى، الأردن، 2000، ص ص: 152-154.

$$98.7=100\left[\frac{(\%56\times14)+(\%32\times20)+(\%12\times10)}{(\%53\times13)+(\%33.5\times20.5)+(\%13.5\times11)}\right]$$

وعليه فإن عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول $=100/(100-98.7)=0.013-$ ونلاحظ أن سعر السهمين A، B قد ارتفعا، في حين أن سعر السهم C قد انخفض، ولذلك فإن قيمة المؤشر انخفضت من 100 إلى 97.8، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى، وهذا قد أدى إلى انخفاض عائد السوق تبعاً لذلك بمقدار -0.013 نقطة.

3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية

يعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على افتراض أنه يحسب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار الموجودة في المؤشر المبني على أساس الأسعار وهي أحد العيوب التي يعاني منها هذا المؤشر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر (الأوزان المتساوية) تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.

ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالاتي:¹

- تحديد وزن نسبي يساوي واحداً للسهم أو الأسهم صاحبة أقل سعر.
- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{الوزن النسبي} = \text{قيمة السهم} / \text{سعر السهم}$$

➤ حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقية.

يلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية التي يتكون منها هذا المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام إحدى المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها (زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر وتكون تلك نتيجة اندماج بعض الشركات) لتوضيح كيفية بناء هذا المؤشر نفترض المثال التالي:²

ظهرت أسعار ثلاثة أسهم تستخدم مؤشر موزون على أساس الأوزان المتساوية كالاتي:

¹ - للمزيد أنظر:

- عبد الغفار حنيفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 98-100، بتصرف.
- عيسى محمد الغزالي، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004 ص: 08.

² - محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

(A، B، C) وبسعر (160، 80، 20) على التوالي وبالتالي يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال الخطوات التالية:

➤ جعل الوزن النسبي للسهم صاحب أصغر قيمة يساوي 1 (20/20)

➤ الوزن النسبي للسهم C = 1

➤ الوزن النسبي للسهم A = 160/20 = 8/1

➤ الوزن النسبي للسهم B = 80/20 = 4/1

قيمة المؤشر (يوم الأساس) = حاصل ضرب أسعار الأسهم × أوزانها النسبية

$$= [1 \times 20] + [(4/1) \times 80] + [(8/1) \times 160]$$

$$= 20+20+20=60$$

إذ نلاحظ أن بداية تكوين هذا المؤشر يستخدم قيم

متساوية لكل سهم عند تكوينه وهي 20.

لنفترض أن سعر السهم B قد ارتفع بنسبة 25% أي ما يعادل (100=80x1.25) في اليوم الثاني مع افتراض بقاء أسعار الأسهم الأخرى ثابتة وعدم وجود اشتقاق لأسهم أخرى وعليه فإن:

$$= [1 \times 20] + [(4/1) \times 100] + [(8/1) \times 160]$$

$$= 20+25+20=65$$

عائد السوق لليوم الثاني مقارنة باليوم الأول (الأساس): (60-65) / 60 = 0.083

هذا يعني أن ارتفاع سعر السهم B أدى إلى تغير عائد السوق بمقدار 0.083 نقطة. وبالتالي فإن اتجاه السوق اتجاه صعودي.

أما في حالة اشتقاق السهم A إلى أربعة أسهم، فإن سعر السهم بعد الإشتقاق سيصبح 40=4/160

والوزن النسبي للسهم A = 40/20 = 2/1

$$= [1 \times 20] + [(4/1) \times 100] + [(2/1) \times 40]$$

$$= 20+25+22.5 = 67.5$$

عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول (الأساس) = (60-67.5) / 60 = 0.125 نقطة وهكذا.

4- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي

فكرة حساب هذا المؤشر تعتمد على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلا) على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ومن ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في (أساس المؤشر)*.

* - أساس المؤشر هو قيمته عند تكوينه، إذ يتم تحديدها من طرف الخبراء القائمين على بنائه وعادة ما تعادل هذه القيمة 100 أو مضاعفاتها.

يمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو التالي:¹

- حساب السعر النسبي لكل مؤشر = سعر السهم في الفترة الأحدث / سعر السهم في الفترة الأقدم.
 - حساب الوسط الهندسي للأسعار = السعر النسبي للسهم الأول X السعر النسبي للسهم الثاني X السعر النسبي للسهم الثالث X..... الخ) ^{n/1}
- حيث n تعني عدد الأسهم.

➤ حساب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي X أساس المؤشر

وفيما يأتي نتناول مثالا توضيحيا افتراضيا لكيفية حساب المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي:

ظهرت أسعار أربعة أسهم تستخدم في حساب مؤشر موزون على أساس التناسبية (E،C،B،A)

السعر في اليوم الأول (18،40،35،20) على التوالي والسعر في اليوم الثاني (22،45،33،22) على التوالي.

إذا علمنا أن أساس المؤشر يبلغ 105، فإنه يمكن حساب قيمة المؤشر في اليوم الثاني باستخدام الوسط الهندسي

كالتالي:

➤ حساب السعر النسبي للسهم A = 20/22 = 0.91

➤ حساب السعر النسبي للسهم B = 35/33 = 1.06

➤ حساب السعر النسبي للسهم C = 40/45 = 0.89

➤ حساب السعر النسبي للسهم E = 18/22 = 0.82

الوسط الهندسي = $(1.22 \times 1.12 \times 0.94 \times 1.1)^{1/4} = 1.59$

➤ قيمة المؤشر = 105 x 1.59 = 114.45

وعليه: عائد السوق في اليوم الثاني بمقارنته بيوم الأساس = $(105 - 114.45) / 105 = 0.09$ نقطة

وهكذا.

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية (الولايات المتحدة الأمريكية-مصر)

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة والتي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف تبعا لأساليب بنائها، وستقتصر في هذا المطلب على ذكر المؤشرات الرئيسية لكل من الولايات المتحدة الأمريكية ومصر وهذا لإعتبارهما حالتي الدراسة.

أولا: المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

¹ - للمزيد أنظر:

- عبد الغفار حنيفي، " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "، مرجع سبق ذكره، ص: 101، 102.

- محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية "، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 260.

من أبرز المؤشرات نجد:

1- مؤشر داوجونز الصناعي¹

يعتبر مؤشر داوجونز " Dow Jones " أحد أقدم المؤشرات، قام " تشارلز داو " والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت Wall street jornal في 1885/02/16 بإصدار مؤشره الذي عرف بمؤشر داوجونز حيث كان يتضمن 12 سهما (10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين من أسهم الشركات الصناعية)، والتي تحتل أنذاك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك، وبعد مرور أربع سنوات تضمن مؤشر داوجونز عشرون سهما (18 من أسهم السكك الحديدية و 02 من أسهم الشركات الصناعية).

وفي سنة 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة.

يعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار ويتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، يحسب على أساس سعر الإقفال ويتم حسابه كل نصف ساعة.

تتميز أسهمه بـ:

- ارتفاع قيمتها السوقية.
- أكثر انتشارا ومعرفة.
- ضخامة عدد المساهمين.

وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر

داوجونز عدة انتقادات موضوعية تتمثل في:

- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة مثل مؤشر ستاندر آندبور.

- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية.

- يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

ولحسم الإنتقادات هناك ثلاثة معايير على مدى ملاءمة مؤشر داوجونز.

- حجم معامل الارتباط.

¹ - للمزيد أنظر:

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، مرجع سبق ذكره، ص: 261.

- قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى.

- درجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى.

2- مؤشر ستاندر آندبور¹

بدأ تكوين مؤشر ستاندر آندبور في 1957/03/04، يعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداماً وأصبح الآن يعرف بإسم S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:

425 سهم من الشركات الصناعية.

25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء... الخ.

50 سهم من شركة الخدمات العامة.

وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.

يضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة، المنافع العامة، النقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة IBM* وشركة جنيرال موتورز GENERAL MOTORS، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

قيمة المؤشر = القيمة السوقية للأسهم في الفترة المعنية / القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس.

ثانياً: المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية في مصر

من أبرز المؤشرات نجد:²

1- مؤشر EGX 30

مؤشر EGX 30 (المعروف بمؤشر CASE 30 سابقاً) تم تصميمه وحسابه بمعرفة البورصة المصرية، يضم 30 سهم لأعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، انطلق من قاعدة 1000 نقطة في 1998/01/01، كان اسمه CASE 30 ثم تم تعديله في مارس 2009 إلى EGX 30.

¹ - للمزيد أنظر:

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 253.

- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 248.

* International Business Machines : شركة عالمية متعددة الجنسيات تعمل في مجال تصنيع وتطوير الحواسيب والبرمجيات.

² - الموقع الرسمي للبورصة المصرية، <http://www.egx.com.eg/arabic/OverviewEGX30.aspx#Top>

تاريخ الإطلاع: 2013-04-04.

يتم ترجيح مؤشر EGX 30 برأس المال السوقي ويتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة إلى إجمالي الأسهم المتضمنة فيه. يحسب رأس المال السوقي المعدل للشركة المقيدة بعدد الأسهم المقيدة لهذه الشركة مضروباً في سعر إقفالها مضروباً في نسبة الأسهم الحرة.

يتم حساب مؤشر EGX 30 وفقاً للطريقة التالية:

$$I = 1000 \frac{\sum_{i=1}^N f_{i,t} F_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t}$$

حيث:

I: قيمة المؤشر.

t: يوم حساب المؤشر.

N: عدد الأسهم العادية في المؤشر.

$f_{i,t}$: *capping factor of equity i* (أقصى معامل للأسهم)

$F_{i,t}$: *Free float of equity i* (الأسعار المعومة للأسهم)

$Q_{i,t}$: عدد الأسهم i في الزمن t.

$C_{i,t}$: سعر السهم i في الزمن t.

K : *adjustment coefficient for base capitalization on day* (المعامل المصحح

في الزمن t بالنسبة لرأس المال في زمن الأساس)

B_0 : رأس المال في زمن الأساس.

2- مؤشر EGX 70

أنشأت البورصة المصرية مؤشر سعري جديد يحمل اسم EGX 70 بدءاً من 2009/03/01 حيث يقيس هذا المؤشر أداء سبعين شركة تعتبر الأكثر نشاطاً في السوق المصري بعد استبعاد الثلاثين شركة المكونة لمؤشر EGX 30.

يقوم مؤشر EGX 70 بقياس التغيير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، وقد بدأ حسابه بأثر رجعي بداية من 2008/01/01.

3- مؤشر EGX 100

أنشأت البورصة المصرية مؤشر سعري جديد يحمل اسم EGX 100 بدءاً من 2009/08/02، حيث يقيس هذا المؤشر أداء مائة شركة تعتبر الأكثر نشاطاً في السوق المصري متضمنة الثلاثين شركة المكونة لمؤشر EGX 30 و السبعين شركة المكونة لمؤشر EGX 70.

يقوم مؤشر EGX 100 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، بدأ حسابه بأثر رجعي بداية من 2006/01/01.

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات، مشتقات وأوراق هجينة بواسطة وسطاء ماليين، تسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وبالتالي فهي تؤدي إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. تصنف سوق الأوراق المالية إلى سوق نقدية يتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال يتداول فيه المتوسطة وطويلة الأجل.

لهذه السوق أهمية كبيرة في تعبئة المدخرات، توفير السيولة، جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ونظرا لهذا يجب تطويرها باستخدام طرق عديدة أهمها توفير مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار سياسي اقتصادي واجتماعي.

نظرا لأن سوق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد الإهتمام بما يعرف بكفاءة السوق، والتي تعتبر من أهم مؤشرات نجاح وقوة السوق، فهي تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة، إذ نعني بالكفاءة استجابة أسعار هته الأوراق لأي معلومة جديدة، ولتحقيقها يجب توفر مجموعة من المتطلبات من أهمها: الكفاءة التسعيرية، التشغيلية، التخصيصية، الهيكيلية والفنية.

هناك عدة معايير، بمعنى مؤشرات يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، إذ تسمح بمعرفة درجة تقدمه وفي الوقت نفسه تعكس أداءه كما تستخدم أيضا لقياس مدى تحقيقه لأهدافه فهي تقدم تصورا تحليليا للمتعاملين في السوق والأطراف المهتمة به. ومن أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية: المؤشر العام لأسعار الأسهم، حجم السوق، سيولة السوق ومؤشر درجة التركيز.

تختلف مؤشرات سوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة من جهة والتي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف تبعا لأساليب بنائها، من أمثلة المؤشرات الدولية مؤشر "داوجونز" الصناعي ومؤشر "ستاندر أندبور" في الولايات المتحدة الأمريكية، ومؤشر EGX 100، EGX 70، EGX 30 في مصر.

من خلال ما تقدم وما تبين من أهمية لسوق الأوراق المالية لإقتصاد أي بلد، كان لابد من إتباع سياسة اقتصادية (نقدية ومالية...) تهدف إلى تطوير هته السوق، وسنحاول ضمن الفصل القادم إبراز الدور الذي تلعبه السياسة المالية في ذلك.



الفصل الثاني:

السياسة المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية

تمهيد:

بعد أن تم التطرق في الفصل السابق إلى سوق الأوراق المالية وتبين الدور المهم الذي تلعبه في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال حشد وتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة بشكل يحقق الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد الاقتصادية. ومنه فسوق الأوراق المالية يمكن من تنشيط الحياة الاقتصادية وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية.

نظرا لهته الأهمية الكبيرة لسوق الأوراق المالية وجب على الدولة تنميتها وتطويرها وذلك من خلال توفير المناخ المناسب لها، وتسعى الدولة في إطار ذلك إلى توجيه سياساتها الاقتصادية نحو هذا الغرض، سنحاول في هذا الفصل التركيز والإقتصار على الدور الذي تلعبه السياسة المالية بخصوص هذا المجال.

بحيث تمارس السياسة المالية دورا هاما في جذب طالبي وعارضي الأوراق المالية من خلال محاولتها تهيئة المناخ المناسب والمحفز لهم عن طريق مختلف أدواتها من إيرادات (ضرائب) ونفقات.

وعليه سيتم دراسة هذا الفصل من خلال أربعة مباحث، خصصت المباحث الثلاث الأولى حول الإطار النظري للسياسة المالية في حين ركز المبحث الرابع على التأثير الذي تمارسه السياسة المالية على سوق الأوراق المالية، كما يلي:

- المبحث الأول: عموميات حول السياسة المالية.
- المبحث الثاني: أدوات السياسة المالية.
- المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية لأدوات السياسة المالية.
- المبحث الرابع: أثر السياسة المالية على سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: عموميات حول السياسة المالية

تمارس الدولة دورها الاقتصادي من خلال مجموعة من الأدوات الخاصة بالسياسة الاقتصادية الكلية والتي من أهمها السياسة المالية التي تعتبر إحدى الوسائل التي تتدخل بها الدولة في النشاط الاقتصادي، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى تطور دور الدولة في النشاط الاقتصادي ومفهوم السياسة الاقتصادية وهذا ضمن المطلب الأول، مفهوم السياسة المالية في المطلب الثاني والمطلب الثالث سيطلعنا على أهداف هذه الأخيرة.

المطلب الأول: السياسة الاقتصادية ودور الدولة في النشاط الاقتصادي

يندرج تحت هذا المطلب تطور دور الدولة في الاقتصاد ومفهوم السياسة الاقتصادية.

أولاً: دور الدولة في النشاط الاقتصادي

مر موضوع تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية بعدة مراحل مختلفة، حيث كان دور الدولة وتدخلها في النشاط الاقتصادي يزداد من فترة لأخرى وذلك بما تملكه من إمكانيات مالية ومؤسسية بالإضافة إلى نداءات بعض الاقتصاديين بتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، ومع مرور الوقت أصبح هذا التدخل ضرورة حتمية من أجل حماية النشاط الاقتصادي والدخل الوطني، إذ أنه في غياب هذا الدور تتعرض اقتصاديات الدول إلى مشاكل عديدة مثل التضخم، الانكماش وعدم الاستقرار.¹

يمكن تتبع دور الدولة في النشاط الاقتصادي على النحو التالي:

1- الدولة الحارسة ودورها في النشاط الاقتصادي (الفكر الكلاسيكي)

ظهر مفهوم الدولة الحارسة في القرنين السابع عشر والثامن عشر في ظل سيادة أفكار النظرية الكلاسيكية التي كانت تبنى على ترك النشاط الاقتصادي للأفراد دون تدخل الدولة، أي أن الحرية الاقتصادية للأفراد هي المسير والمحرك للنشاط الاقتصادي.²

اقتصر وجه الإنفاق العام في هذا الفكر على ما سمي بالأراميل الأربعة: الدفاع، الأمن الداخلي، العدالة والمرافق العامة. هذا مع إضافة قاعدة أخرى تنص على أن تدخل الدولة يكون حياذياً، بمعنى أن التدخل الذي تقوم به الدولة سواء من إنفاق أو فرض لضريبة ما لا يؤثر في التصرفات والقرارات الاقتصادية التي يتخذها الأفراد والقطاع الخاص، وحتى يضمن الكلاسيكيون تحقيق مبدأ الحياد المالي للدولة ركزوا على ضرورة مراعاة مبدأ آخر وهو مبدأ توازن الميزانية الذي يعني تحقيق المساواة التامة بين جانبي النفقات والإيرادات سنوياً. وبذلك فإن أسس السياسة المالية في هذا الفكر تنحصر في:³

- تحديد أوجه الإنفاق العام على سبيل الحصر، بحيث لا يتعدى نطاق الخدمات الأساسية.

¹ - حازم البيلاوي، " دور الدولة في الاقتصاد "، دار الشروق، مصر، 1998، ص: 98.

² - عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي (تحليل كلي) "، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص: 39.

³ - حامد عبد المجيد دراز، " السياسات المالية، الدار الجامعية "، مصر، 2003، ص ص: 21-26، بتصرف.

- تفرض الضرائب لتمويل الإنفاق العام في حدود لا تؤثر بها على الأنشطة الاقتصادية الأخرى.
- ضرورة تحقيق مبدأ الحياد المالي في كافة النشاطات الاقتصادية للدولة.
- الإلتزام التام بمبدأ توازن الميزانية العامة سنويا.

2- الدولة المتدخلة ودورها في النشاط الاقتصادي (الفكر الكينزي)

بعد أن سادت النظرية الكلاسيكية لفترة طويلة من الزمن وما أملت من الحد من دور الدولة، فإن التطورات الاقتصادية والسياسية التي أحاطت بالعالم في الثلاثينات والأربعينات من القرن العشرين والمتمثلة في الكساد العالمي والحرب العالمية الثانية أدت إلى الدعوة إلى المزيد من تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية. اتضح مع تطور الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية ضرورة التخلي عن مفهوم الدولة الحارسة، وحل محله مفهوم الدولة المتدخلة خاصة بعد أن ساد العالم الكساد العالمي الكبير في 1929، وفي الوقت ذاته برزت أفكار النظرية الكينزية للإقتصادي الإنجليزي كينز* خلال الثلاثينات من القرن الماضي، حيث جاءت أفكاره معاكسة تماما لأفكار الكلاسيك.¹

قامت النظرية الكينزية على ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عن طريق إقامة بعض المشاريع العامة لتحريك النشاط الاقتصادي من الركود ويتم ذلك من خلال الإنفاق بإعتباره المضخة التي تنشط الدورة الدموية للنشاط الاقتصادي.²

ترتب على ذلك أن وظيفة الدولة تغيرت، حيث أصبح لها دورا متزايداً في النشاط الاقتصادي والاجتماعي بالإضافة إلى الوظائف التقليدية للدولة التي كانت موجودة مثل الأمن، الحماية، العدالة وإقامة المرافق العامة. إنَّ المبدأ السائد في مجال المالية العامة للدولة هو التخلي عن الحياد المالي وإحلال محله المالية الوظيفية والذي يقرر بتحديد الإنفاق العام المطلوب أولاً ولا مانع أن يتحدد إنفاق عام أكبر من الإيرادات العامة. فهدف السياسة المالية هو إحداث التوازن المالي وأيضاً إحداث التوازن الاقتصادي والاجتماعي. مما سبق يتضح أنّ دور الدولة في النشاط الاقتصادي قد ازداد بصورة كبيرة جدا ومنه أصبحت مالية الدولة ذات وزن كبير.

3- الدولة المنتجة ودورها في النشاط الاقتصادي (الفكر الاشتراكي)

مع ازدياد تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وقيام الثورة البلشفية في الاتحاد السوفياتي سابقا ظهر فكر اقتصادي جديد يتناقض في مبادئه مع الفكر الرأسمالي ألا وهو الفكر الاشتراكي حيث في ظلّه يتعين على الدولة

* جون مينارد كينز John Maynard Keynes، اقتصادي إنجليزي 1883-1946 مؤسس النظرية الكينزية.

¹ - سعيد عبد العزيز عثمان، مقدمة في الاقتصاد العام، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 26.

² - محمد عبد المنعم وأحمد فريد مصطفى، " الاقتصاد المالي الوضعي والإسلامي بين النظرية والتطبيق "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، بدون سنة نشر، ص: 18.

امتلاك غالبية موارد المجتمع ووسائل إنتاجه، فالمملكية الجماعية هي السائدة، وعلى الدولة تولى عملية توزيع الناتج الوطني كما تقع عليها مسؤولية الادخار والاستثمار بما يحقق أهداف التنمية أو النمو الاقتصادي، وترتب على ذلك عدد من النتائج، من أهمها نذكر:¹

- وظيفة الدولة تغيرت، حيث أصبحت لها السيطرة الكاملة على النشاط الاقتصادي والاجتماعي في الكثير من المجتمعات واختفى في هذا النموذج النشاط الفردي إلى حد كبير؛
- المبدأ السائد في المالية العامة للدولة هو الربط الكامل بين التخطيط المالي للدولة والتخطيط الاقتصادي الشامل.

- هدف السياسة المالية هو التوازن المالي، الاقتصادي والاجتماعي وأخيرا هدف التوازن العام.

مما سبق يتضح أنّ الدولة أصبحت تمارس دورا في النشاط الاقتصادي كاد أن يصل إلى نسبة 100%.

عند نهاية السبعينات شهد العالم تغيرات فكرية، سياسية واقتصادية واسعة ساعدت على تراجع تلك الإيديولوجيات التي تؤدي إلى توسيع دور الدولة، وفي المقابل برز اهتمام واسع لتقليص وظائف الدولة إلى أدنى مستوى، وذلك إثر المشاكل التي تعرضت لها اقتصاديات الدول التي أخذت بمبدأ الاقتصاد الاشتراكي مثل التضخم، البطالة والمديونية الخارجية... واعتمد المعارضون لفكرة الاقتصاد الاشتراكي على الواقع الذي آلت إليه تلك الدول، وخير دليل الفشل الكبير الذي تعرضت له دول أوروبا الشرقية والاتحاد السوفياتي وغيرها من الدول التي توسعت في النشاط العام والقطاع العام، كما برزت ظاهرة التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص فيما سمي بالخصخصة التي انتشرت منذ عام 1979 تقريبا عندما طبقتها إنجلترا ثم بدأ الأخذ بها في الكثير من دول العالم.²

إذا كان موضع سيطرة الدولة على الموارد الاقتصادية هو أمر هام وضروري لحسن استخدام الموارد وتنميتها، توفير العدالة والاستقرار، فهذا لا يعني أن تقوم الدولة بإدارة العلاقات الاقتصادية والتدخل المستمر بشكل مباشر، إنما المقصود بذلك هو قيامها بتنظيم إدارة الموارد الاقتصادية في اتجاه عام متناسق مع أهداف الدولة، وأن تكون للدولة القدرة على منع أي انحراف من شأنه أن يهدد مصالح المجتمع.³ غير أن هناك مجالات يفترض على الدولة أن تضطلع بها من أجل تحقيق الكفاءة الاقتصادية منها:⁴

- توفير السلع العامة التي لا يمكن أن ينتجها القطاع الخاص لضعف مردوديتها المالية مثلا؛

1 - عبد المطلب عبد الحميد، "السياسات الاقتصادية (تحليل جزئي وكمي)"، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص: 239.

2 - المرجع السابق، ص: 240.

3 - حازم البيلاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 202.

4 - دراوسي مسعود، "السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 41.

- تصحيح حجم الإنتاج فقد تتواجد السلع بكميات غير كافية، هذا ما يوجب تدخل الدولة لتصحيح الكمية المعروضة بالسوق.

المجالات الجديدة لتدخل الدولة في ظل العولمة

العولمة: هي العملية التي من خلالها تصبح شعوب العالم متصلة ببعضها البعض في كل أوجه حياتها ثقافياً، اقتصادياً، سياسياً، تقنياً وبيئياً.¹

هناك عدة وظائف جديدة للدولة وذلك نظراً للوضع الجديد الذي أفرزته العولمة، من بينها نذكر:²

1- محاربة الفقر والتخفيف من حدته: وذلك بضمان حد أدنى من المعيشة للأفراد من خلال الإهتمام بتأسيس شبكات الحماية الاجتماعية، والعمل على زيادة معدلات النمو الاقتصادي بتحفيز الاستثمارات رفع المعدلات الإنتاجية، وتوجيه الاستثمارات نحو المناطق النائية.

2- محاربة الفساد الاقتصادي: أدى الفساد الاقتصادي إلى تفشي ظاهرة الاقتصاد الخفي الذي يجد بعض أسبابه في عدم إنصاف الأنظمة الضريبية، انتشار الإجراءات المقيدة للحرية الاقتصادية، حجم التعقيدات البيروقراطية، هذه الظاهرة هي منتشرة بكثرة خاصة في الدول المتخلفة مما يجعل محاربتها أمراً صعباً بالنسبة لكل دولة منفردة، وهذا ما يحتم الانخراط في جهد دولي مع الحرص على تفعيل أنظمة المعلومات وتبادلها بين الدول بخصوص هذه القضايا.

3- حماية المستهلك: تقوم الدولة أيضاً بحماية المستهلك من الممارسات السيئة وغير الشرعية التي تستخدمها المؤسسات كطرح المنتجات غير المطابقة للمواصفات.

4- الاهتمام بتوفير الأموال اللازمة للتكفل بالبحث العلمي الأساسي: وذلك من خلال العمل على إقامة المؤسسات الكفيلة بإنجاز ودعم البحوث التطبيقية بإعتبارها وسيلة من وسائل البحث عن رفاهية وتنافسية المنتجات والمؤسسات.

5- حماية البيئة: وهذا لكون أن البيئة تعتبر عنصراً من عناصر الاستغلال العقلاني للمواد ومتغيراً أساسياً من متغيرات التنمية المستدامة نظراً لما يحدثه التلوث من انعكاسات سلبية على المناخ.

ثانياً: السياسة الاقتصادية

مهما كانت السياسة الاقتصادية المتبعة في الدولة، فإنها تهدف إلى تحقيق مجموعة من النقاط، وهذا ما سنوضحه فيما يلي:

1- تعريف السياسة الاقتصادية

يزخر الفكر المالي بتعريفات مختلفة لمفهوم السياسة الاقتصادية، والتي من بينها نجد:

¹ - عاطف السيد، "العولمة في ميزان الفكر"، مطبعة الإنتصار، مصر، 2002، ص: 08.

² - عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 21-24.

تعرف السياسة الاقتصادية بأنها: " مجموعة من القواعد، الأساليب، الوسائل، الإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية خلال فترة معينة. " ¹

السياسة الاقتصادية هي محاولات صائغي السياسة للتأثير على حركة واتجاه الكليات الاقتصادية بهدف تحسين الأداء الاقتصادي. ²

هي مجموعة من القرارات المترابطة المتخذة من طرف السلطات العمومية والهادفة إلى تحقيق الأهداف المتعلقة بالحالة الاقتصادية لبلد ما سواء في الأجل القصير أو الأجل الطويل باستخدام مختلف الوسائل. ³

يتضح من التعاريف السابقة أن السياسة الاقتصادية تتمثل في قيام الدولة بخطوات، إجراءات وتدابير ترمي إلى تحقيق أهداف اقتصادية، اجتماعية وسياسية معينة خلال فترة زمنية معينة.

2- أهداف السياسة الاقتصادية

يتفق أغلب الاقتصاديين على أربعة أهداف لأي سياسة اقتصادية سواء كانت في الدول النامية أو في الدول المتقدمة، وهي: ⁴

- تحقيق معدل نمو مرتفع (البحث عن النمو الاقتصادي).
- محاربة البطالة وتوفير الشغل.
- التحكم في التضخم.
- تحقيق التوازن الخارجي (ميزان المدفوعات).

والتي يمكن تمثيلها بيانيا ضمن المربع السحري لنكولا كالدور * N.Kaldor كما يلي:

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 239.

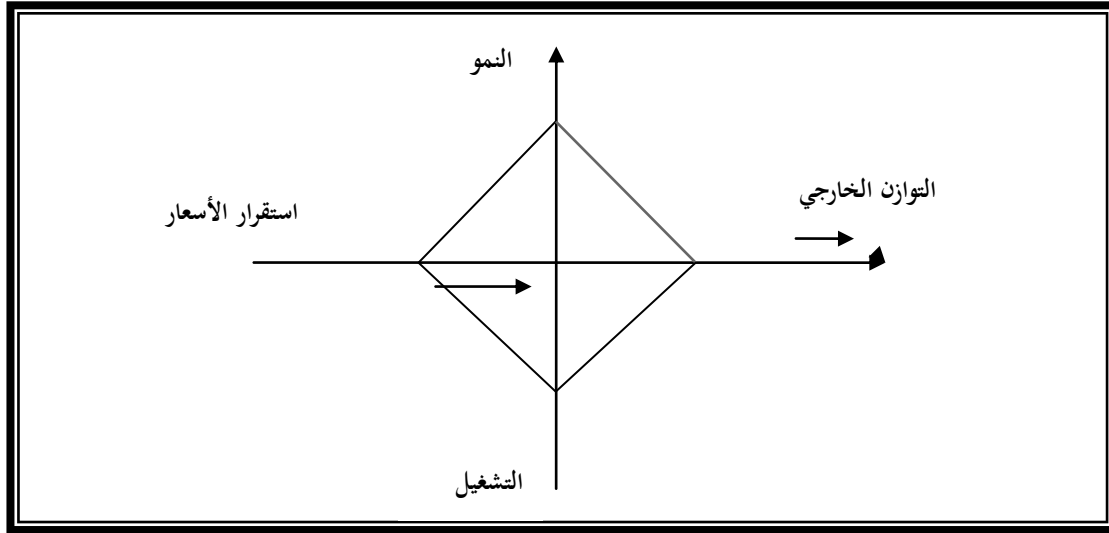
² - أحمد مجذوب أحمد علي، " السياسة المالية في الاقتصاد الإسلامي دراسة مقابلة مع الاقتصاد الرأسمالي "، الطبعة الثانية، هيئة الأعمال الفكرية، السودان، 2003، ص: 59.

³ - Jaque Muller, "economie manuel d'application", 3^{ème} édition, dunod, France, 2002, p : 188.

⁴ - Jacques Genereux, " politiques économique ", édition seuil, France, 1996, p : 05.

* - اقتصادي ذو جنسية هنغارية ولد في 12 ماي 1908 وتوفي في 30 سبتمبر 1986.

الشكل رقم (1-11): المربع السحري لأهداف السياسة الاقتصادية لكالدور



Thomas et Jean Paul, " les politiques économiques au XX^e siècle ", armand colin, France, 1994, p : .06

1-2 / البحث عن النمو الاقتصادي

يعتبر الهدف الأكثر عمومية، حيث يتعلق ارتفاعه بارتفاع مستمر للإنتاج، المداحيل، ثروة الأمة، هو الوسيلة الرئيسية لرفع مستويات المعيشة، فكلما زاد معدل النمو الاقتصادي زادت الإمكانيات في زيادة إيرادات الدولة ومن ثم نفقاتها على الحاجات العامة.¹

2-2 / البحث عن التشغيل الكامل

التشغيل الكامل في معناه الضيق يتمثل في التشغيل الكامل لليد العاملة ويعتبر هذا المعنى أكثر استعمالاً وهو الحالة التي يكون فيها الراغبون في العمل في ظل الأجور السائدة في سوق العمل قادرين على الحصول على وظائف.

أما التشغيل الكامل في معناه الواسع يتمثل في الاستعمال الأمثل لعوامل الإنتاج، وبصيغة أخرى الاستعمال الذي يسمح بالحصول على أكبر إنتاجية ممكنة.²

3-2 / التحكم في التضخم (استقرار الأسعار)

التضخم هو الارتفاع المستمر المحسوس في المستوى العام للأسعار،³ وليس ارتفاع بعض السلع فقط. واستناداً إلى هذا، لا يعتبر التضخم تلك الحالة التي ترتفع فيها الأسعار بشكل متقطع أو عندما يكون الارتفاع في الأسعار قليلاً جداً وغير محسوس.

¹ - عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 34، بتصرف.

² - Jacques Genereux, op.cit, p: 05.

³ - ضياء مجيد الموسمي، " الاقتصاد النقدي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2002، ص: 214.

يعتبر التضخم من بين أهم العقبات الاقتصادية التي تواجه الدول في سعيها لتحقيق النمو الاقتصادي وخاصة الدول النامية، لذا يعتبر التحكم في التضخم ذا أولوية لدى الكثيرين من المفكرين الاقتصاديين وواضعي السياسات الاقتصادية، إذ يُعبّر عن الاستقرار الاقتصادي غالباً باستقرار الأسعار.¹

2-4/ البحث عن التوازن الخارجي

يعبر عن التوازن الخارجي بميزان المدفوعات، حيث يعتبر هذا الأخير أحد الإجهادات الإحصائية الرامية إلى تحديد ما للدولة من حقوق وما عليها من ديون تجاه العالم الخارجي، ويعرف على أنه بيان منظم وموجز تسجل فيه كافة المعاملات الاقتصادية التي تتم بين الدولة أو المقيمين بها، والدول الأخرى أو المقيمين بها خلال فترة زمنية، عادة ما تكون سنة.² فهو يعتبر المرآة العاكسة لوضعية الاقتصاد ككل.

المطلب الثاني: مفهوم السياسة المالية

سنبين مفهوم كلمة السياسة ثم نبرز تعريف السياسة المالية.

أولاً: السياسة

1- لغة

السياسة في اللغة مأخوذة من ساس القوم سياسة أي دبرهم وتولى أمرهم، وساس الأمر سياسة بمعنى قام به.³ فكلمة السياسة تطلق في لغة العرب ويراد منها تدبير الشيء والتصرف فيه بما يصلحه.⁴ نخلص من هذا أن السياسة تعني تدبير الشيء والتصرف فيه بما يكون فيه إصلاح ونفع.

2- اصطلاحاً

السياسة اسم للأحكام والتصرفات التي تدبر بها شؤون الأمة في حكومتها، تشريعها، قضائها وفي جميع سلطاتها التنفيذية والإدارية وفي علاقاتها الخارجية التي تربطها بغيرها من الأمم، فلكل أمة في هذه النواحي سياسة وأحكام خاصة تتفق وعاداتها، أسلوب معيشتها ودرجة رقيها، وكل واحدة من هذه السياسات تتمثل في مجموعة من الأحكام تدبر بها شؤون الأمة في الناحية الخاصة بها، وعلى ذلك فالسياسة المالية تختص بالجانب المالي للأمة.⁵

¹ - Janine Bremoud et Alain Geledan, " dictionnaire economique et social ", Hatier, France, 1981, p : 212.

² - محمد راتول، مطبوعة الإقتصاد الدولي، الشلف، الجزائر، 2005، ص: 24.

³ - محمد حلمي الطواي، " أثر السياسات المالية الشرعية في تحقيق التوازن المالي العام في الدولة الحديثة " ، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 01.

⁴ - هشام مصطفى الجمل، " دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاجتماعية "، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص: 01.

⁵ - المرجع السابق، ص: 03.

ثانيا: السياسة المالية

اشتق مصطلح السياسة المالية أساسا من الكلمة الفرنسية "FISC" والتي تعني حافظة النقود أو الخزانة،¹ أما عن السياسة المالية كسياسة من السياسات الاقتصادية فإن الفكر المالي يزخر بتعريفات مختلفة لها، والتي من بينها نجد:

تعرف السياسة المالية بأنها: " مجموعة من القواعد، الأساليب، الوسائل، الإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة لإدارة نشاطها المالي بأكثر كفاءة ممكنة لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية خلال فترة معينة. معنى ذلك أنها الطريق الذي تنتهجه الحكومة في تخطيط الإنفاق العام وتديبر وسائل تمويلية."² تتمثل في دور الحكومة في فرض الضرائب المباشرة وغير المباشرة، وتحصيلها لإيرادات يتم إنفاقها في مجال الخدمات العامة للأفراد.³

يمكن تعريفها بأنها " العلم الذي يبحث في كيفية استخدام الأدوات المالية من نفقات عامة وإيرادات عامة لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي، مثل الناتج الوطني، العمالة،⁴ وذلك من أجل تحقيق الآثار المرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوب فيها."⁵

هي الطريق التي تنتهجها الدولة في تخطيط الإنفاق العام وتديبر وسائل تمويله كما يظهر في الموازنة العامة للدولة،⁶ بهدف تحقيق أهداف الدولة الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية.⁷

يمكن تعريف السياسة المالية بأنها: " السياسة التي تعنى بدراسة النشاط المالي للاقتصاد العام، بوحداته المختلفة ذات الطبيعة الاقتصادية والإدارية، وما يستتبع هذا النشاط من آثار بالنسبة لمختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، وهي تتضمن فيما تتضمنه تكييفها كميًا لحجم الإنفاق العام والإيرادات العامة، وكذا تكييفها نوعيًا لأوجه هذا الإنفاق ومصادر هذه الإيرادات بغية تحقيق أهداف معينة في مقدمتها النهوض بالإقتصاد الوطني، دفع عجلة التنمية، إشاعة الاستقرار في قطاعات الاقتصاد الوطني، تحقيق العدالة الاجتماعية، إتاحة الفرص المتكافئة لجمهور المواطنين بالتقريب بين طبقات المجتمع والإنقاص من التفاوت بين الأفراد في توزيع المداخيل والثروات."⁸

1 - طارق الحاج، " المالية العامة"، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 1999، ص: 201.

2 - عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية (تحليل جزئي و كلي)"، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص: 239.

3 - بلعزوز بن علي، " محاضرات في النظريات و السياسات النقدية"، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص: 99.

4 - عادل العلي، " المالية العامة والقانون المالي والضريبي (الجزء الأول)"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 33.

5 - محمود حسين الوادي و زكريا أحمد عزام، " المالية العامة والنظام المالي في الإسلام"، دار المسيرة، الأردن، 2000، ص: 182.

6 - عراب فاطمة الزهراء وعلالي فتيحة، " خصوصية السياسة المالية في معالجة عجز الميزانية في الاقتصاد الإسلامي"، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2010، ص: 02.

7 - محمد عباس محرز، " اقتصاديات المالية العامة (النفقات العامة- الإيرادات العامة- الميزانية العامة للدولة)"، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2005، ص: 36.

8 - عادل أحمد حشيش، " أصول الفن المالي في الاقتصاد العام"، دار النهضة العربية، لبنان، 1984، ص: 107، 106.

هي كافة الوسائل المالية التي تتدخل بها الحكومة للتأثير على حجم الطلب الإجمالي، مستوى الاستخدام الوطني وحجم الدخل الوطني.¹

هي ذلك الجزء من سياسة الحكومة الذي يتعلق بتحقيق إيرادات الدولة عن طريق الضرائب وغيرها من الوسائل وذلك بتقرير مستوى ونمط إنفاق هذه الإيرادات.²

من خلال التعريفات السابقة نستنتج أن السياسة المالية هي عبارة عن أسلوب أو برنامج عمل مالي تتبعه الدولة عن طريق استخدام النفقات العامة والإيرادات لتحقيق أهداف معينة خلال فترة زمنية معينة.

فالسياسة المالية عبارة عن تحديد الدولة لمصادر دخلها وأوجه الصرف لهذا الدخل أي بإيضاح أكثر من أين يأتي الدخل وأين يصرف.

كما يمكن أن نقول بأنها أداة الدولة للتأثير في النشاط الاقتصادي بغية تحقيق الأهداف الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية التي تسعى إليها. إحداث آثار مرغوبة وتجنب آثار غير مرغوبة على الدخل، الإنتاج التوظيف أي تنمية واستقرار الاقتصاد الوطني، معالجة مشاكله ومواجهة كافة الظروف المتغيرة.

المطلب الثالث: أهداف السياسة المالية

تختلف أهداف السياسة المالية من دولة لأخرى، وحتى من وقت لآخر في نفس الدولة تبعا لإختلاف الظروف المعاصرة، إلا أنه يمكن القول بصفة عامة أن السياسة المالية تهدف إلى تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية عامة، وهذا من خلال استخدام الإيرادات والنفقات العامة من طرف الحكومة، فالسياسة المالية تساهم مساهمة كبيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية، العدالة الاجتماعية والاستقرار الاقتصادي، وهذا عن طريق تكييف أدواتها، وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى الدور الذي تقوم به السياسة المالية في تحقيق الأهداف السابقة وذلك على النحو التالي:

أولاً: دور السياسة المالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي

1- معنى الاستقرار الاقتصادي

الاستقرار الاقتصادي هو تحقيق التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، وتفادي التغيرات الكبيرة في المستوى العام للأسعار مع الاحتفاظ بمعدل نمو حقيقي مناسب في الناتج الوطني، أي أنه يتضمن هدفين أساسيين تسعى السياسة المالية مع غيرها من السياسات لتحقيقهما وهما:³

- الحفاظ على مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة.
- تحقيق درجة مناسبة من الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

¹ - علي كنعان، " المالية العامة والإصلاح المالي " ، الطبعة الأولى، دار الرضا، سوريا، 2003، ص: 192.

² - عبد العزيز فهمي هيكل، " موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية " ، دار النهضة العربية، لبنان، 1986، ص: 323.

³ - سلوى سليمان، " السياسة الاقتصادية " ، الطبعة الأولى، وكالة المطبوعات، الكويت، 1973، ص: 162.

التشغيل الكامل لا يعني بالضرورة الوصول بمعدل البطالة إلى الصفر وإنما يتطلب الأمر اختفاء نسبي لظاهرة البطالة، وتهيئة الفرص الوظيفية المنتجة لكل الأفراد المؤهلين والذين يبحثون عن فرص العمل عند معدلات الأجور السائدة، أما استقرار المستوى العام للأسعار فيعني عدم وجود اتجاه ملحوظ أو حاد لتحركات قصيرة الأجل في المستوى العام للأسعار.

إن الاستقرار الاقتصادي ليس إلا أحد الظروف الأساسية لإحداث التنمية الاقتصادية والذي ينبغي أن يتدعم بغيره من الظروف المتطلبة لإنجاح السياسات الخاصة بالتنمية الاقتصادية، أي يرافقه ويلزمه زيادة معدل النمو الاقتصادي، فمعروف أن تحقيق التشغيل الكامل يؤدي إلى الاستخدام الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، مما يؤدي إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي ومستويات المعيشة.

وهنا نتساءل كيف يمكن أن تكون السياسة المالية في خدمة الاستقرار الاقتصادي؟

2- تدخل الدولة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي

تلعب السياسة المالية دورا هاما في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وخاصة في وقت الكساد أو وقت الراج نظرا لتأثيرها في كل من مستوى التشغيل، الأسعار ومستوى الدخل الوطني.

بالنظر إلى أسباب ومصادر الإختلالات والتقلبات الاقتصادية التي تعصف بالاستقرار الاقتصادي في أي مجتمع من المجتمعات نجد أنها ترجع إلى نوع رئيسي من الأسباب، مع عدم تجاهل أسباب أخرى تتعلق باقتصاديات الدول النامية أو المتقدمة، وهو:¹

- ظهور زيادة أو عجز في الطلب الكلي في الاقتصاد الوطني.

الحالة الأولى: ظهور عجز في الطلب الكلي

تتلخص المشكلة في هذه الحالة في أن الطلب الكلي لا يتناسب مع حجم العرض الكلي من السلع والخدمات.

علاج هذه المشكلة يتم عن طريق رفع مستوى الطلب الكلي إلى المستوى الذي يحقق التشغيل الكامل، ويحقق بالتالي الخروج من أزمة الكساد وما ترتب عليها من بطالة، ويتم ذلك باستخدام السياسة المالية بشقيها الضريبي والإنفاقي، إما كل على حدة أو مزج الإثنين معا بنسب مختلفة طبقا لطبيعة وحجم المشكلة موضوع المعالجة، فتستطيع الدول من خلال السياسة الإنفاقية (التوسع في النفقات العامة) أن ترفع من مستوى الطلب من خلال إقامة المشروعات العامة الاستثمارية أو من خلال توسع الحكومة في منح مختلف الإعانات الإجتماعية مثل إعانة البطالة والشيخوخة، ونتيجة لذلك تزداد الدخول الشخصية والإنفاق الشخصي، وبالتالي تزداد قدرة الأفراد على الإنفاق مما يحفز على الاستثمار ويزيد من العمالة.

¹ - دراوسي مسعود، مرجع سبق ذكره، ص ص: 79-81، بتصرف.

كما تستخدم الإيرادات العامة (تخفيض الإيرادات الضريبية) في مواجهة الكساد، حيث يمكن أن يسهم تخفيض الضرائب في زيادة الاستهلاك وزيادة الاستثمار، إذ من الممكن زيادة الدخل المنخفضة للأفراد عن طريق تخفيض التصاعد بالنسبة للضريبة المطبقة على الشرائح الأولى من الدخل، وبالتالي يزيد الميل الحدي للاستهلاك لهذه الفئات. وفيما يتعلق بالاستثمار فالسياسة الضريبية يمكن أن تعمل على زيادته من خلال الضرائب على الأرباح مما يشجع المنتجين على الاستثمار وبالتالي على زيادة الإنتاج.

الحالة الثانية: ظهور زيادة في مستوى الطلب الكلي (التضخم)

في هذه الحالة تنحصر مشكلة الاستقرار الاقتصادي في أن الطلب الكلي أكبر من العرض الكلي وأمام عدم مرونة الجهاز الإنتاجي فإنه يحدث هناك تضخم.

تقوم السياسة المالية بتخفيض مستوى الطلب الكلي أي امتصاص القدرة الشرائية الزائدة عن طريق رفع معدلات الضرائب القائمة واستحداث ضرائب جديدة وترشيد الطلب الاستهلاكي من خلال خفض بنود الإنفاق العام، وعلى ذلك تتكون السياسة المالية المستخدمة للحد من التضخم من جانبين، الجانب الأول هو زيادة الضرائب، والجانب الثاني هو تخفيض النفقات العامة.

✓ وبالتالي نقول أن السياسة المالية لها دور هام في القضاء على حالة عدم الاستقرار الاقتصادي حيث يمكن رفع الطلب الكلي بإستخدام سياسة مالية توسعية أو خفضه بإستخدام سياسة مالية انكماشية.

ثانيا: دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية

1- معنى التنمية الاقتصادية

تعرف التنمية الاقتصادية على أنها العملية التي يتم بمقتضاها الانتقال من حالة التخلف إلى حالة التقدم، هذا الانتقال يقتضي إحداث العديد من التغيرات الجذرية والجوهرية في البنية والهيكل الاقتصادي. وعلى العموم فإن التنمية الاقتصادية هي العملية التي من خلالها تتحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي على مدار الزمن والتي تحدث من خلال تغيرات في كل من هيكل الإنتاج، نوعية السلع والخدمات المنتجة، إضافة إلى إحداث تغير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء.¹

التنمية الاقتصادية هي التوسع الاقتصادي المقصود والذي لا يمكن أن يحدث بدون تدخل الدولة، ويقتضي بالضرورة تغيير الهيكل الاقتصادي للمجتمع.²

¹ - محمد عبد العزيز عجمية وإيمان عطية ناصف، " التنمية الاقتصادية (دراسة نظرية وتطبيقية) " ، مصر، 2003، ص: 76.

² - محمد مدحت مصطفى وسهير عبد الظاهر أحمد، " النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية " ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1999، ص: 40.

2- تدخل الدولة لتحقيق التنمية الاقتصادية

تستلزم التنمية الاقتصادية توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، تلعب السياسة المالية دوراً هاماً في توفير ذلك حيث تستخدم الدولة كل الوسائل والإمكانيات اللازمة للوصول إلى هذا الهدف، إذ تقوم الدولة بدور رئيسي من خلال البرامج والخطط التي تبناها والتي أصبحت تقع على عاتقها، فهي تتكفل بعدد من المشروعات والخدمات الاجتماعية.

كما سبق يمكن القول أن السياسة المالية تتجه في المقام الأول نحو تحقيق هدفين أساسيين، هما:¹

- تعبئة الموارد المالية لتمويل الاستثمارات الاقتصادية والاجتماعية.
- قيامها بدور توجيهي من خلال ما تقدمه من حوافز و ضمانات مالية ومن خلال تحسين دوافع العمل والاستثمار.

ثالثاً: دور السياسة المالية في تخصيص الموارد الاقتصادية

1- معنى تخصيص الموارد

يسعى الإنسان في حياته اليومية إلى إشباع حاجات متعددة مثل التعليم، الغذاء... الخ، كما أن هذه الحاجات تتزايد مع مرور الزمن والتقدم الحضاري.

يقصد بتخصيص الموارد الاقتصادية عملية توزيع الموارد المادية والبشرية بين الأغراض أو الحاجات المختلفة بغرض تحقيق أعلى مستوى ممكن من الرفاهية لأفراد المجتمع.

فمشكلة تخصيص الموارد تتلخص في الاختيار بين العديد من أوجه التفضيل، مثل التفضيل بين حاجة وأخرى، أو قطاع اقتصادي وآخر، وفي جميع الأحوال يتضمن الاختيار التضحية ببعض الحاجة في سبيل إشباع الحاجات التي تنال تفضيل الأفراد.

من بين الوسائل المستخدمة لإتخاذ القرارات المتعلقة بتخصيص الموارد هو تدخل الدولة عن طريق سياستها المالية من خلال الضرائب والنفقات.

2- تدخل الدولة لتخصيص الموارد

إن ترك قوى السوق وشأنها قد يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد إما بالمبالغة والإسراف في إنتاج السلع الكمالية وغير الضرورية سعياً وراء الربح أو التقليل من إنتاج السلع الضرورية، هنا يأتي دور السياسة المالية في العمل على زيادة الكفاءة الاقتصادية بإعادة تخصيص الموارد عن طريق تقديم إعانات، الإعفاء الجزئي أو الكلي من الضرائب للوحدات الإنتاجية التي تقوم بإنتاج السلع المطلوب إنتاجها، كما قد تفرض ضرائب على السلع الكمالية وهذا للحد من إنتاجها والتوجه الكبير نحوها.²

¹ - محمد مبارك حجير، " السياسة المالية والنقدية لخطط التنمية الاقتصادية "، الدار الجامعية، مصر، بدون سنة نشر، ص: 58.

² - سهير محمود معتوق وأمينة عز الدين عبد الله، " المالية العامة "، مصر، 2000، ص ص: 273-310.

رابعاً: دور السياسة المالية في إعادة توزيع الدخل

1- معنى إعادة توزيع الدخل

يقصد بإعادة توزيع الدخل إدخال تعديلات على التوزيع الأولي للدخل بغرض تقليل التفاوت في المجتمع.

2- تدخل الدولة لإعادة توزيع الدخل

الأدوات المالية التي يمكن أن تستخدم من طرف الحكومة لإعادة توزيع الدخل الوطني متعددة، من بينها نذكر:

- تلجأ الدولة أحياناً إلى وضع حد أدنى للأجور أو التسعير الجبري أو زيادة أسعار السلع الكمالية وغير الضرورية، بالإضافة إلى دعم أسعار السلع الضرورية المحدودة الدخل، أو تقديم الدعم للأنشطة الإنتاجية المخصصة لإنتاج السلع الأساسية.
- من خلال النفقات التحويلية وما تقدمه الدولة من خدمات مجانية أو شبه مجانية لأصحاب الدخل المتدنية، لا شك أنه يرفع من الدخل الحقيقية لهم.
- فرض ضرائب تصاعدية على أصحاب الدخل المرتفعة، وهذا ما يقلل من دخولهم.¹

¹ - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص: 208.

المبحث الثاني: أدوات السياسة المالية

تحتوي السياسة المالية على مجموعة من الأدوات التي تسمح لها بأداء وظائفها، وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى هته الأدوات من نفقات عامة، إيرادات عامة وموازنة عامة.

المطلب الأول: النفقات العامة

تعكس النفقات العامة دور الدولة في النشاط الاقتصادي ومدى تطور هذا الدور، فكما لاحظنا سابقا أنه مع انتقال الدولة من الدولة الحارسة إلى الدولة المتدخلة ثم إلى الدولة المنتجة، تطورت تبعاً لذلك النفقات العامة، إذ ازداد حجمها، تعددت تقسيماتها وتنوعت آثارها، لتصبح بذلك من الأدوات الرئيسية للسياسة المالية.

سنحاول في هذا المطلب أن ندرج مفهوم النفقات العامة، تقسيماتها، ضوابطها ومحدداتها.

أولاً: تعريف النفقات العامة

تعرف النفقة العامة بأنها مبلغ نقدي يخرج من الذمة المالية للدولة أو أحد تنظيماتها بقصد تحقيق وإشباع حاجة عامة.¹

من خلال هذا التعريف يتبين لنا أن للنفقة ثلاثة عناصر، وهي:²

- 1- النفقة العامة مبلغ نقدي وليس عيني بالرغم من أن هذا الأخير كان موجوداً في العصور القديمة لكن مع تطور الدولة أصبحت النفقة تحمل الشكل النقدي فقط.
- 2- أن يكون القائم بالنفقة الدولة أو أحد تنظيماتها كالجماعات المحلية، معناه يكون مصدر النفقة خزينة الدولة فقط.
- 3- هدف النفقة العامة هو تلبية وإشباع حاجة عامة كالأمن، التعليم والصحة.

¹ - محمد عباس محرز، "اقتصاديات المالية العامة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص: 65.

² - مصطفى الفار، "الإدارة المالية العامة"، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2007، ص: 50.

ثانيا: تقسيمات النفقات العامة: هناك العديد من التقسيمات، من بينها نجد:

1- التقسيم الوظيفي للنفقات العامة

تنقسم النفقات العامة وفقا للغرض منها أو تبعا للوظائف التي تؤديها الدولة إلى ثلاث نفقات أساسية وهي:¹

1-1/ النفقات الإدارية: وهي الخاصة بتسيير المرافق العامة مثل نفقات الأجور، الدفاع، الأمن والجهاز السياسي.

1-2/ النفقات الاجتماعية: وتتعلق بالأغراض الاجتماعية من أجل التنمية الاجتماعية مثل نفقات التعليم الصحة، الثقافة العامة والتأمينات الاجتماعية.

1-3/ النفقات الاقتصادية: هي النفقات اللازمة لتزويد الاقتصاد الوطني بخدمات أساسية مثل: الري الصرف، المواصلات، المياه، الكهرباء، الطرق وغيرها.

2- تقسيم النفقات العامة تبعا لآثارها على الدخل الوطني

يمكن تقسيم النفقات العامة حسب تأثيرها على الدخل الوطني إلى قسمين:²

1-2/ النفقات العامة الحقيقية: تنطوي بصفة عامة على النفقات العامة التي تؤدي مباشرة إلى زيادة الإنتاج أو الدخل الوطني فهي النفقات المنتجة مثل أجور العاملين بالدولة.

2-2/ النفقات العامة التحويلية: هي تلك النفقات التي لا تؤدي إلى زيادة الدخل الوطني، فهدفها هو تحويل القدرة الشرائية فيما بين الأفراد والجماعات، أي لا تعدو كونها تعيد توزيع الدخل الوطني كالإعانات الاجتماعية.

3- تقسيم النفقات العامة من حيث دوريتها

هنا تقسم النفقات من حيث تكرارها الدوري إلى نوعين:³

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية "، مرجع سبق ذكره، ص: 254، 255.

² - محمود حسين الوادي و زكريا أحمد خزام، " مبادئ المالية العامة " ، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص 140.

³ - المرسي السيد حجازي، " مبادئ الاقتصاد العام (النفقات والقروض العامة) " ، الدار الجامعية، لبنان، 2000، ص: 89، بتصرف.

3-1/ نفقات عادية: تلك التي تتكرر بصورة عادية منتظمة في ميزانية الدولة، أي كل سنة مالية ومن أمثلتها مرتبات العاملين.

3-2/ نفقات غير عادية: تلك التي لا تتكرر بصورة دورية منتظمة في ميزانية الدولة، ولكن تدعو الحاجة إليها مثل نفقات مكافحة وباء طارئ.

4- تقسيم النفقات من حيث شموليتها: وتنقسم إلى:¹

4-1/ نفقات محلية: هي تلك النفقات التي تخصص لخدمة سكان منطقة معينة دون سواها، داخل حدود الدولة مثل نفقات إيصال الكهرباء، الماء والهاتف.

4-2/ نفقات وطنية: هي تلك النفقات التي تخدم جميع المواطنين بغض النظر عن مكان سكنهم مثل نفقات الدفاع، القضاء والأمن.

ثالثا: ضوابط ومحددات النفقات العامة

يعتبر تزايد النفقات العامة من الظواهر المعروفة في جميع الدول مهما اختلف نظامها ودرجة تقدمها الاقتصادي، هذه الزيادة لا تعني زيادة المنفعة المترتبة عليها، فقد ترجع إلى أسباب ظاهرية بمعنى زيادة في رقم النفقات العامة دون الزيادة في المنفعة الحقيقية، ولهذا حتى تكون هناك زيادة حقيقية في المنفعة المترتبة عن النفقات العامة يجب خضوع هذه الأخيرة إلى ضوابط تمكنها من أداء دورها بفعالية، كما يجب أن يكون حجمها وفقا لما تسمح به محدداتها. وسنحاول في هذا المطلب أن نقف على الأسباب التي تؤدي إلى زيادة النفقات العامة وكذا ضوابط ومحددات هذه الأخيرة.

1- أسباب ظاهرة تزايد النفقات العامة

استدعى تزايد النفقات العامة انتباه الاقتصاديين منذ نشر الاقتصادي الألماني أدولف فاجنر A.Wagner خلال القرن التاسع عشر دراسته المتعلقة بالنفقات العامة وتزايدها، حيث انتهى إلى وجود اتجاه عام نحو زيادة النشاط المالي للدولة مع التطور الاقتصادي الذي يحدث بها.²

¹ - طارق الحاج، " المالية العامة "، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 1999، ص 125.

² - عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية (تحليل جزئي وكمي) "، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

لوحظ أن ظاهرة تزايد النفقات العامة ترجع إلى أسباب ظاهرية وأخرى حقيقية، وفيما يلي إشارة لأهم تلك الأسباب:

1-1/ الأسباب الظاهرية: ونقصد بها النفقات العامة ظاهريا دون الزيادة في تلبية حاجات الفرد، معناه دون الزيادة في أنواع الخدمات التي تقدمها الدولة، ومن هذه الأسباب نذكر:

أ- انخفاض قيمة النقود: الذي يرجع إلى ارتفاع الأسعار والذي بدوره يجعل الدولة تدفع وحدات نقدية أكثر للحصول على نفس القدر من السلع والخدمات.

ب- التزايد السكاني: الذي يؤدي إلى التزايد التلقائي في مجال الخدمات العامة كالتعليم، الصحة... الخ.

1-2/ الأسباب الحقيقية: هي مجموعة من العوامل الاقتصادية، المالية، الاجتماعية والسياسية التي أدت إلى زيادة النفقات العامة الناتجة عن زيادة أنواع الحاجات العامة، ومن هذه الأسباب مايلي:

أ- الأسباب الاقتصادية: تشمل:

- زيادة الدخل الوطني: فإرتفاع الدخل الوطني يترتب عليه ارتفاع موارد الدولة ومن ثم نفقاتها.

- زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي: بهدف تحقيق التوازن العام للاقتصاد الوطني، وهذا يتطلب نفقات مالية متزايدة مما يعني زيادة في حجم النفقات العامة.

ب- الأسباب المالية: وتمثل في وجود فائض في الإيرادات العامة، مما يغري الحكومة ويجعلها تتوسع في النفقات العامة.

ج- الأسباب الاجتماعية: وهي مرتبطة بزيادة دور الدولة في النشاط الاجتماعي وعدالة توزيع الدخل حيث ارتفعت الحاجات الاجتماعية من تأمين ضد البطالة، المرض... وهذا ما تترتب عنه قيام الدولة بهذه الواجبات وبالتالي زيادة النفقات العامة.

د- الأسباب السياسية: تؤثر بعض العوامل السياسية في حجم النفقات العامة وتؤدي إلى ازديادها ومن هذه العوامل نجد:

- ازدياد النفقات العسكرية: تدفع الدولة مبالغ طائلة لتحصل على أحدث الأساليب والاختراعات العسكرية بهدف حماية منشآتها وأراضيها.

- انتشار مبادئ الديمقراطية: حيث يترتب عليها زيادة اهتمام الدولة بالطبقات المحدودة الدخل والتكفل بالكثير من خدماتها، كما أن الحزب الحاكم يتوسع في المشاريع الاستثمارية لإرضاء الناخبين.
- ارتفاع نفقات التمثيل الخارجي: أدى نمو العلاقات الدولية إلى ازدياد النفقات العامة بسبب زيادة حجم التمثيل الدبلوماسي.

2- ضوابط النفقات العامة

هناك عدة ضوابط يجب مراعاتها حتى تؤدي النفقة دورها وتكون فعالة، من بينها نذكر:¹

1-2/ ضابط المنفعة: يقصد بضابط المنفعة أن يكون الغرض من الإنفاق العام تحقيق أكبر منفعة ممكنة، حيث يعنى بهذه الأخيرة ألا توجه النفقة العامة للمصالح الخاصة لبعض الأفراد أو لبعض فئات المجتمع دون البعض الآخر نظرا لما يتمتعون به من نفوذ.

2-2/ ضابط الاقتصاد في النفقات: يرتبط هذا العامل بعامل المنفعة، فمن البديهي أن المنفعة تزيد كلما قلت النفقات إلى أدنى حد ممكن. ولذا يجب على القائمين بالإنفاق العام تجنب أي تبذير أو إسراف، لأن في ذلك ضياعا لمبالغ كبيرة دون أن يترتب عليها أي منفعة. نستنتج من هذا أننا نعني بهذا الضابط ترشيد الإنفاق العام أي يجب تلبية أكبر حاجات بأقل تكلفة ممكنة.

2-3/ ضابط الرقابة: نعني به ضرورة وجود أساليب وصور للرقابة المختلفة التي تضمن توجيه النفقات العامة إلى أوجه المنفعة دون إسراف أو تبذير.

3- محددات النفقات العامة

نعني بمحددات الإنفاق العام، تلك العوامل التي تؤثر في حجمه، ومن هذه العوامل نجد:²

3-1/ الطاقة الضريبية: تتمثل في مقدرة الأفراد على تحمل العبء الضريبي، فكلما زادت الضرائب كلما أمكن زيادة النفقات العامة، لأنها تعد من المصادر الرئيسية للإيرادات العامة. أما العوامل التي تحدد الطاقة الضريبية فهي:

- الدخل: فكلما ارتفعت الدخول ازدادت الطاقة الضريبية والعكس صحيح.

¹ - نوزاد عبد الرحمن ومنجد عبد اللطيف، " اقتصاديات المالية العامة " ، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2006، ص ص: 40، 41.

² - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص: 140.

- الأيدي العاملة: كلما زاد عدد الأيدي العاملة بالنسبة لعدد السكان ارتفعت الطاقة الضريبية والعكس صحيح.

- التجارة الخارجية: كلما زادت حركة الاستيراد والتصدير تزداد الطاقة الضريبية لارتفاع الضرائب الجمركية والعكس صحيح.

2-3/ النشاط الاقتصادي: يرفع من النفقات العامة، لأن زيادة العمل، الإنتاج والاستثمار يزيد من الدخل وهذا ما ينعكس إيجاباً على المستوى المعيشي للأفراد، وبالتالي ترتفع النفقات العامة التي يجب أن تلي الحاجات العامة المتزايدة.

3-3/ طبيعة النظام الاقتصادي القائم: تكون النفقات العامة بالحجم الذي يمكن الدولة من أداء وظائفها فإذا كانت هذه الأخيرة تقليدية فقط تكون النفقات في أقل مستوى لها، أما عندما تتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي فإن دور النفقات العامة يزداد أهمية لأن الدولة في هذه الحالة تكون مضطرة للقيام بوظائف أخرى من غير التقليدية كقيامها ببعض المشاريع.

4-3/ الظروف الاقتصادية السائدة: يتأثر الإنفاق العام بالتقلبات الظرفية الاقتصادية، فالدولة بإمكانها التدخل لزيادة الإنفاق العام لما تلاحظ تراجعاً في النشاط الاقتصادي من أجل زيادة الطلب الكلي والوصول بالاقتصاد إلى مستوى التشغيل الكامل، كما يمكنها التخفيض في حالة التضخم وهذا للتحكم في حجم الطلب الكلي.

المطلب الثاني: الإيرادات العامة

ترتب عن التطور الذي عرفته الدولة في مختلف الميادين تزايد النفقات العامة، الشيء الذي يدفع الدولة للبحث عن الإيرادات الكافية لتغطية النفقات المتزايدة، فالإيرادات العامة هي مجموع الدخل التي تحصل عليها الدولة من المصادر المختلفة من أجل تغطية نفقاتها العامة وتحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي. كما يمكن تعريف الإيرادات العامة بمجموع الأموال التي تحصل عليها الحكومة سواء بصفتها السيادية أو من أنشطتها وأملكها الذاتية أو من مصادر خارجية عن ذلك، سواء كانت قروضا داخلية أو خارجية لتغطية الإنفاق العام خلال فترة زمنية معينة، وذلك للوصول إلى تحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية، الاجتماعية والمالية.¹ مما سبق يتضح أنه مهما يكن من أمر فإن الإيرادات العامة لا تخرج على أن تكون إما سيادية (ضرائب) أو من أملاك الدولة أو إئتمانية.

وعليه سنتناول موضوع الإيرادات العامة في النقاط التالية:

- الإيرادات من الضرائب.

- الإيرادات من أملاك الدولة، الرسوم والقروض العامة.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي (تحليل كلي)"، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص: 63.

أولاً: الإيرادات من الضرائب

تعتبر الضرائب المصدر الرئيسي للإيرادات العامة، لهذا تحتل مكان الصدارة بين مصادر الإيرادات العامة، ليس فقط باعتبار ما يمكن أن تقدمه من موارد مالية، ولكن لأهمية الدور الذي تلعبه في تحقيق أغراض السياسة المالية، وما يترتب عليها من آثار اقتصادية واجتماعية.

1- تعريف الضرائب

تعرف الضريبة بأنها اقتطاع مالي في شكل مساهمة نقدية إجبارية من الأفراد، في أعباء الخدمات العامة تبعا لمقدرتهم على الدفع ودون النظر إلى تحقيق نفع خاص يعود عليهم من هذه الخدمات وتستخدم حصيلتها في تحقيق أهداف اقتصادية، اجتماعية، مالية وغيرها، وتقوم الدولة بتحصيلها لذلك.¹

كما تعرف على أنها اقتطاع نقدي، ذو سلطة، دون مقابل، منجز لفائدة الجماعات الإقليمية (الدولة وجماعتها المحلية) أو لصالح الهيئات العمومية الإقليمية.²

من خلال هذين التعريفين يمكن استنتاج خصائص الضريبة التالية:

- مبلغ نقدي: يعني أن الضريبة تدفع بشكل نقدي فقط.
- الجبر (الإكراه): الضريبة إجبارية أي أن المكلف مجبر على الدفع وليس له الخيار، حيث يقال " لا ضريبة إلا بقانون " معناه الضريبة تصدر بقانون وبما أن القانون إلزامي فالضريبة إلزامية.
- نهائية: الضريبة إيراد نهائي لا رجعة فيه فلما تدخل الضريبة إلى الخزينة لا تخرج.
- تدفع إلى الدولة: يجب أن تدفع الضريبة إلى الدولة أو أحد جماعاتها.
- المقدرة التكليفية للممول: عند فرض الضريبة يجب أن تكون متناسبة مع ظروفه الاجتماعية أي مراعاة حالة دافع الضريبة (دخله، عدد أولاده...).
- دون مقابل: معناه دافع الضريبة لا يحصل على أي مقابل خاص.
- المنفعة العامة: فالغرض من الضرائب هو تحقيق المنفعة العامة، فكما قلنا سابقا بما أن الدولة لا تفرضها مقابل نفع خاص فهي ملزمة على استخدام حصيلتها لتحقيق منفعة عامة.

¹ - محمد عباس محرز، مرجع سبق ذكره، ص 262.

² - Raymond Muzellec, "finances publiques", 13^e édition, éditions dalloz, France, 2004, p : 467.

2- تقسيمات الضرائب

هناك عدة تصنيفات للضرائب، من أهمها وأشهرها تقسيم الضرائب إلى مباشرة وغير مباشرة كما يلي:¹

1-2/ الضرائب المباشرة: من المستحيل نقل عبئها، ودافعها هو الذي يتحملها وتفرض دوريا على المركز المالي للممول، الذي يتكون من عناصر ثابتة ودائمة لفترة طويلة، يتم تحصيلها بناء على أوراق وقوائم اسمية يوضح فيها اسم الممول ومقدار الضريبة المفروضة عليه. مثال ذلك الضريبة على الدخل.

2-2/ الضرائب غير مباشرة: من الممكن نقل عبئها، ودافع الضريبة هو الذي يتحملها، تفرض غالبا على وقائع خاصة أو أعمال متقطعة كالإستهلاك، الإنتاج ويتم تحصيل الضرائب غير المباشرة دون الحاجة إلى إصدار قوائم ودون البحث عن حالة الممول الشخصية وإنما يتم تحصيلها عند حدوث وقائع معينة كإنتاج سلعة أو استيرادها.

3- الأسس القانونية للضريبة

عملت نظرية المالية العامة على إيجاد نقطة الارتكاز القانونية التي تعطي للدولة الحق في فرض الضرائب وإلتزام المواطنين بأدائها، إذ يمكن إرجاع هذه المحاولات إلى تيارين كبيرين كل منهما تابع إلى فترة تاريخية معينة، أولهما نظرية العقد الاجتماعي والمنفعة، وثانيهما نظرية التضامن الاجتماعي.

سنقوم بالتعرض لكلا النظريتين فيما يلي:²

3-1/ نظرية المنفعة والعقد الاجتماعي

هيمنت أفكار هذه النظرية خلال القرنين الثامن عشر والتاسع عشر، فالنظرية التقليدية حاولت تأسيس حق الدولة في فرض الضريبة على أساس فكرة المنفعة التي تعود على المواطنين مقابل دفع الضريبة والمتمثلة في الانتفاع بخدمات المرافق العامة المختلفة، وعلى أساس ذلك فإنه لولا استفادة المواطنين بهذه الخدمات لما كان هناك حاجة قانونية لفرض الضريبة وإلزام الأفراد بأدائها.

يرجع أنصار هذه النظرية فكرة المنفعة على ارتباط المواطن بعقد ضمني أو معنوي بينه وبين الدولة يسمى بالعقد الاجتماعي *le contrat social* الذي يتمثل في إلتزام المواطنين بدفع الضرائب مقابل المنافع التي تعود عليهم من نشاط الدولة.

¹ - للمزيد أنظر:

- سعيد عبد العزيز عثمان وشكري رجب العثماوي، "اقتصاديات الضرائب (سياسات - نظم - قضايا معاصرة)" ، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص: 75، بتصرف.

- محمد عباس محززي، مرجع سبق ذكره، ص 264.

² - خالد شحادة الخطيب وأحمد زهير شامية، "أسس المالية العامة" ، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2005، ص: 156، 157.

بالرغم من سهولة هذا التكيف وبساطته إلا أنه يتعارض مع الحقيقة والواقع، فمن الصعب تقدير قيمة المنفعة التي تعود على دافع الضريبة من خدمات الدولة غير القابلة للإنقسام أو التجزئة كالأمن، الدفاع والتمثيل الدبلوماسي... الخ.

لو كان هذا التكيف صحيحا لألزمت الدولة الفئات محدودة الدخل بدفع ضرائب تفوق مقدرتها كتمن للخدمات العامة التي تستفيد بها باعتبارها أكثر الطبقات استفادة من تلك الخدمات، وفي تلك مخالفة لإعتبارات الدولة.

3-2/ نظرية التضامن الاجتماعي

ترتكز هذه النظرية على فكرة أساسية مؤداها أن المواطنين يسلمون بضرورة وجود الدولة التي تعمل على تحقيق مصالحهم وإشباع احتياجاتهم، ومن ثم ينشأ بين الأفراد تضامن اجتماعي بموجبه يلتزم كل واحد منهم بأداء الضريبة المفروضة عليه، كل بحسب مقدرته التكلفة (المالية)، كي تتمكن الدولة من القيام بوظائفها المتعددة وتوفير الخدمات العمومية لكافة المواطنين بلا استثناء وبغض النظر عن مدى إسهامهم في تحمل الأعباء العامة، وأكثر من ذلك فمن الممكن استفادة بعض الأفراد بالخدمات العمومية رغم عدم قيامهم بدفع الضرائب أو بدفع مبالغ زهيدة كذوي الدخل المحدودة، وعدم انتفاع البعض الآخر بهذه الخدمات رغم قيامهم بدفع ضرائب كالمواطنين المقيمين في الخارج.

4- القواعد الأساسية للضريبة

الضريبة من أهم الإيرادات التي تعتمد عليها الدولة لتمويل نفقاتها العامة، وهي في نفس الوقت من الأعباء التي تقع على عاتق الأفراد (الممولين)، مما يقتضي إقامة توازن بين مصلحة الدولة ومصلحة الأفراد. وضع " آدم سميث " وعلماء المالية العامة مجموعة من المبادئ والقواعد لتحقيق ذلك التوازن تتمثل في القواعد الأساسية التالية:¹ قاعدة العدالة، اليقين، الملاءمة والاقتصاد.

4-1/ قاعدة العدالة (المساواة): معناه أن يساهم ويشارك جميع أفراد المجتمع في أداء الضريبة مع تحمل الممول عبء الضريبة تبعا لمقدرته.

4-2/ قاعدة اليقين: يقصد بهذه القاعدة أن تكون الضريبة واضحة المعالم من مختلف الجوانب: القيمة، الوعاء، ميعاد الدفع، الجهة الإدارية المختصة بالتحصيل وطرق الطعن الإداري والقضائي...

4-3/ قاعدة الملاءمة في الدفع: هدفها تحديد ميعاد الدفع بما يتلاءم ويتناسب مع القدرة المالية للمكلف كأن يكون مباشرة بعد جني المحصول أو عند المصدر بالنسبة للضريبة على الدخل أو اعتماد نظام التقسيط في الدفع... الخ.

¹ - محمد الصغير بعلي ويسرى أبو العلا، " المالية العامة "، دار العلوم، الجزائر، 2003، ص ص: 64، 63.

4-4/ قاعدة الاقتصاد: يراد بهذه القاعدة أنه ما يصرف من نفقات وتكاليف من أجل تحصيل الضريبة يجب أن يكون ضئيل ومتدني إلى أقصى حد ممكن.

ثانياً: الإيرادات من أملاك الدولة

تسمى أيضاً بأموال الدومين، وهي كل ما تمتلكه الدولة سواء كانت ملكية عمومية أو خاصة وسواء كانت أموالاً عقارية أو منقولة،¹ يمكن تقسيم أموال الدولة وفقاً لمعيار النفع على الملكية العامة والخاصة كما يلي:²

1- الدومين العام

يقصد بالدومين العام الأموال التي تمتلكها الدولة أو الأشخاص العامة وتكون معدة للاستعمال العام وتحقيق النفع العام، ومن ثم تخضع لأحكام القانون العام، مثال ذلك الطرق العامة، الموانئ، المطارات، الحدائق العامة... وغيرها من الأموال الأخرى. الأصل العام أن استخدام هذه الممتلكات من جانب الجمهور يتم بالجان، وإن كان من الممكن أن تفرض الدولة في حالات معينة رسوماً ضئيلة مقابل الانتفاع بها، مثل فرض بعض الرسوم على دخول الحدائق العامة أو دخول المطارات والموانئ وذلك بغرض تنظيم استعمال هذه الممتلكات أو تغطية بعض النفقات العامة أو صيانتها.

ومما هو جدير بالذكر أن فرض هذه الرسوم لا يعني اعتبار الدومين العام مصدراً للإيرادات العامة، إذ أنه مال عام معد للاستخدام العام.

2- الدومين الخاص

يقصد بالدومين الخاص الأموال التي تمتلكها الدولة ملكية خاصة ومعددة للاستعمال الخاص، وتحقق نفعاً خاصاً للفئة التي تستخدمها، ومن ثم تخضع لأحكام القانون الخاص، وبطبيعة الحال فإن استخدام هذه الأموال يكون بمقابل ويحقق دخلاً يمثل مصدراً من مصادر الإيرادات العامة. يقسم إلى ثلاثة أقسام هي:

1-2/ الدومين العقاري: يتضمن ما تمتلكه الدولة من عقارات متعددة تتمثل في الأراضي الزراعية والغابات (الدومين الزراعي)، المناجم (الدومين الإستخراجي)، ويأتي إيراد هذا النوع من ثمن بيع المنتجات أو ثمن الإيجار.

2-2/ الدومين الصناعي والتجاري: يتمثل في مختلف المشروعات الصناعية والتجارية التي تقوم بها الدولة مثلها في ذلك مثل الأفراد، وهذا بمختلف طرق الاستغلال إما استثمار مباشر أو شراكة أو التأميم.

2-3/ الدومين المالي: هي تلك الإيرادات التي تحصل عليها الدولة من السندات الحكومية وأذونات الخزينة والأسهم (محفظة الأوراق المالية)، هذا بالإضافة إلى الفوائد التي تحصل عليها من خلال القروض التي تمنحها للأفراد أو المؤسسات أو توظيف أموالها في البنوك.

¹ - محمد عباس محرز، "اقتصاديات المالية العامة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 145.

² - سوزي عدلي ناشد، "أساسيات المالية العامة"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008، ص: 93-95.

ثالثاً: الرسوم

كانت الرسوم تحتل في الماضي أهمية كبيرة كمصدر من مصادر الإيرادات إذ تأتي مباشرة بعد الدومين ومع مرور الزمن تضاءلت أهمية الرسوم كمصدر للإيرادات العامة تاركة مكان الصدارة للضرائب، ومع ذلك فلا زالت الرسوم تلعب دوراً هاماً في مالية الهيئات المحلية في معظم الدول الحديثة.

1- تعريف الرسم

مبالغ تتحصل عليها الدولة من بعض الأفراد مقابل خدمات نوعية تؤديها لهم مثل رسوم بعض الوثائق كطابع جواز السفر ورسوم الإلتحاق بالجامعة.¹

وهو مبلغ نقدي يدفعه الفرد جبراً إلى الدولة أو إلى إحدى هيئاتها العامة مقابل نفع خاص يحصل عليه الفرد.²

2- خصائص الرسم

من التعاريف السابقة يتضح أن الرسم يتميز بخصائص ثلاث، هي:³

1-2/ الصفة النقدية: المقصود بذلك أن الرسم يتم دفعه في شكل نقدي.

2-2/ الصفة الإجبارية: يعني بذلك أن الفرد يدفع مبلغ الرسم جبراً للهيئة أو الجهة العامة التي تقدم الخدمة.

2-3/ الصفة النفعية: يرتبط الرسم بخدمة خاصة تؤديها الدولة لدافع الرسم أو نفع يعود عليه منها والخدمة التي يستفيد منها دافع الرسم هي خدمة عامة تحقق منفعة خاصة كما تحقق منفعة عامة، فتوثيق التصرفات العقارية تحقق منفعة واستفادة خاصة لطالبيها تتمثل في صيانة حقه، أما المجتمع عامة فيستفيد منها من خلال تأمين المعاملات المدنية.

رابعاً: الإيرادات من القروض العامة

يعتبر القرض العام من مصادر الإيرادات العامة للدولة، وهو من المصادر الائتمانية، إذ تلجأ إليه الدولة عندما تحتاج إلى تغطية نفقاتها المتزايدة بعد أن تكون قد استنفذت كافة إيراداتها المحصلة من الضرائب، الدومين والرسوم.

1- تعريف القروض

عبارة عن مبالغ مالية تتحصل عليها الدولة من الغير (قد يكون أفراد، أشخاص معنويين أو دول أجنبية) على أن تلتزم الدولة برد قيمة القرض زائد الفوائد المترتبة عليه لفترة معينة.⁴

¹ - السيد عبد المولى، " المالية العامة " ، دار الفكر العربي، مصر، 1972، ص: 201.

² - سوزي عدلي ناشد، " الوجيز في المالية العامة " ، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2000، ص: 104.

³ - للمزيد أنظر:

- منصور ميلاد يونس، " مبادئ المالية العامة "، منشورات الجامعة المفتوحة، لبنان، 1991، ص: 72.

- علي زغدود، " المالية العامة "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص: 225.

⁴ - خبابة عبد الله، " أساسيات في اقتصاد المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009، ص: 220.

2- أنواع القروض

هناك عدة تقسيمات للقروض، من أهمها نذكر:¹

1-2/ من حيث حرية المكتتب

أ/ القروض الاختيارية: وهي القروض التي يكتب فيها طواعية واختيارا، فهو عقد تراضي ينجم بتراضي المتعاقدين.

ب/ القروض الإجبارية: وهي تلك القروض التي يكتب فيها جبرا، تفرضها الدولة على رعاياها بصورة إجبارية، علما أن هذا النوع من القروض يكون داخليا فقط.

2-2/ من حيث فترة السداد

أ/ القروض المؤبدة: يقصد بها تلك القروض التي لا تحدد الدولة أجلا للوفاء بها، مع إلزامها بدفع الفوائد المستحقة عليها طوال فترة القرض إلى أن يتم الوفاء بها.

ب/ القروض المؤقتة: هي القروض التي تحدد الدولة موعدا معين للوفاء بها وتلتزم به أمام المكتتبين في القرض، وبدوره يمكن أن ينقسم من حيث الأجل إلى:

- قروض قصيرة الأجل: فترة سدادها لا تتجاوز في أغلب الأحيان سنتين.

- قروض متوسطة الأجل: تتراوح مدتها من سنتين إلى 10 سنوات.

- قروض طويلة الأجل: هي تلك التي تزيد مدتها عن 10 سنوات.

3-2/ من حيث مصدرها

أ/ القروض الداخلية: هي القروض التي تصدرها الدولة داخل حدودها الإقليمية، بمعنى آخر القروض التي تحصل عليها الدولة من طرف الأشخاص الطبيعيين والمعنويين المقيمين داخل إقليمها.

ب/ القروض الخارجية: هي القروض التي تصدرها الدولة خارج حدودها الإقليمية أي تحصل عليها من الخارج سواء كانت حكومية، شخص طبيعي أو معنوي، المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي أو البنك العالمي.

4-2/ القروض المثمرة والقروض العقيمة

أ/ القروض المثمرة: هي التي تنفق على مشروع استثماري يأتي بإيراد ويسدد أصل الدين مع الفوائد المترتبة عليه، وهي من أكثر القروض إنتاجية.

¹ - للمزيد أنظر:

- خالد شحادة الخطيب وأحمد زهير شامية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 241-245.

- محمد عباس محززي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 351-359.

- سوزي عدلي ناشد، " أساسيات المالية العامة " ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 297-303.

ب/ القروض العقيمة: تنفق على مشروعات لا تأتي بإيرادات لتسديد القرض وفوائده، ولكن لها فوائد عامة للاقتصاد والمجتمع.

المطلب الثالث: الموازنة العامة

تمثل الموازنة العامة الخطة المالية الرئيسية لتنفيذ برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ونحاول في هذا المطلب التطرق إليها من حيث تعريفها، خصائصها، مبادئها، أهميتها ومراحل إعدادها.

أولاً: تعريف الموازنة العامة

هناك العديد من التعاريف التي تناولت الموازنة العامة، واختلفت فيما بينها في الجوانب التي ركزت عليها كالآثار التي تحدثها، الإطار القانوني الذي يميزها... الخ، من بينها نذكر:

تعرف الموازنة العامة على أنها " عبارة عن بيان تقديري لنفقات وإيرادات الدولة عن مدة مستقبلية، تقدر عادة بسنة. "1 الواضح من هذا التعريف أنه يركز على الوظيفة المحاسبية للموازنة.

يرى آخرون على أن الموازنة العامة هي " تقدير مفصل ومعتمد لمصروفات الدولة وإيراداتها لمدة مقبلة من الزمن، وهي الأداة الرئيسية التي تستخدمها السياسة المالية لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، الاجتماعية والمالية "2 يبدو أن هذا التعريف يركز على الآثار التي تحدثها الموازنة.

الموازنة العامة " برنامج العمل الذي تتقدم به الحكومة إلى ممثلي الشعب لسنة مالية مقبلة، وبالتالي فهي البرنامج المقدم إلى السلطة التشريعية ليكون في شكل وثيقة معتمدة "3 فهي جميع النفقات والإيرادات المصادق عليها خلال سنة واحدة. يركز هذا التعريف على الإطار القانوني أو التشريعي الذي يجب أن تتميز به الموازنة. الموازنة العامة وسيلة لتغطية السياسات المالية للحكومة، وهي مؤشر لبرنامج الحكومة المالي أو هي برنامجها العملي معبرا عنه بالأرقام.4

من خلال هذه التعاريف نستنتج أن الموازنة العامة هي تعبير مالي لبرنامج العمل المعتمد الذي تعتمده الحكومة تنفيذه في السنة القادمة تحقيقاً لأهداف المجتمع، والذي يبين بنود الإنفاق العام وكيفية توزيع موارد الدولة إضافة إلى كيفية حصول الدولة على مختلف الإيرادات العامة التي تمول بها هذه النفقات.

1- محمد شاكر عصفور، " أصول الموازنة العامة "، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2008، ص: 03.

2- عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي (تحليل كلي) "، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

3- François Deruel et Jacques Buisson, "finances publiques (budget et pouvoir financier)", 13^e édition, édition dalloz, France, 2001, p : 10.

4- خالد شحادة الخطيب وأحمد زهير شامية، مرجع سبق ذكره، ص: 270.

ثانياً: خصائص الموازنة العامة

تتميز الموازنة العامة بمجموعة من الخصائص، من بينها نذكر:¹

1- الموازنة العامة تقدير وتوقع لإيرادات ونفقات الدولة

تتضمن الموازنة العامة توقعاً لأرقام مبالغ النفقات العامة والإيرادات العامة لمدة لاحقة غالباً ما تكون سنة، يتطلب هذا الطابع التقديري للموازنة العامة أقصى درجات الدقة والموضوعية إذ تتوقف أهمية الموازنة العامة على دقة معايير التوقع، التقدير ونجاحها في تقليل هامش الخطأ وتقليص الفجوة بين التقدير والواقع.

2- الموازنة العامة تقدير معتمد من السلطة التشريعية

وجود تقديرات للإيرادات العامة والنفقات العامة لا يكفي وحده لتكون أمام موازنة عامة للدولة بل لابد أن يقترن هذا التقدير بموافقة من السلطة التشريعية.

3- الموازنة العامة تعبر عن الأهداف التي تريدها الدولة

مختلف بنود محتويات الميزانية من إيرادات ونفقات تحدث آثاراً اقتصادية، اجتماعية وكذا سياسية، وبالتالي تعتبر الإطار العام الذي تنعكس فيه اختيارات الدولة لأهدافها من جهة وأدائها لتحقيق تلك الأهداف من جهة أخرى.

ثالثاً: مبادئ الموازنة العامة

هناك مجموعة من المبادئ التي تحكم الموازنة العامة والتي صارت من البديهيات في علم المالية العامة، وتمثل هذه المبادئ فيما يلي:²

1- مبدأ السنوية: يقصد بمبدأ سنوية الموازنة أن يتم تقدير الإيرادات والنفقات بصورة دورية منتظمة كل عام ولمدة سنة واحدة.

2- مبدأ الوحدة: يعني مبدأ وحدة الموازنة أن ترد نفقات الدولة وإيراداتها ضمن وثيقة واحدة، فلا تنظم الدولة سوى موازنة واحدة تتضمن مختلف أوجه النفقات والإيرادات مهما اختلفت مصادرها وتعددت المؤسسات والهيئات العامة التي يقتضيها تنظيم الدولة الإداري.

3- مبدأ الشمول (العمومية): يقصد به أن تشمل موازنة الدولة جميع نفقاتها وإيراداتها مهما قل شأنها ودون إخفاء أو سهو.

4- مبدأ عدم التخصيص: يقضي هذا المبدأ بعدم تخصيص إيراد معين لمواجهة مصروف معين، بل تجمع كل الإيرادات دون تخصيص في قائمة واحدة تقابلها قائمة المصروفات التي تدرج بها كل النفقات.

¹ - للمزيد أنظر:

- السيد عطية عبد الواحد، "الموازنة العامة للدولة"، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص ص: 15، 17.

- مؤيد عبد الرحمان الدوري وطارح موسى الجنابي، "إدارة الموازنات العامة"، دار زهران، الأردن، 1999، ص: 13.

² - Paul Lowenthal, "économie et finances publiques", 2 eme édition, de boeck, France, 1996, p : 97.

5- مبدأ التوازن: شهد مبدأ الموازنة العامة تطوراً مع تطور دور الدولة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية فتوسع دور الدولة في نشاطها استتبعه تطور مبدأ توازن الموازنة وتغيرت النظرة إليه إذ لم يعد توازن الموازنة في ظل الفكر الحديث يتمتع بنفس الأهمية التي أصبغها عليه الفكر التقليدي حيث أصبح مفهوم توازن الموازنة لا ينصرف إلى مجرد توازن حسابي بين كم من النفقات وكم من الإيرادات بل ينظر إليه بطريقة أعمق من خلال ما تمارسه الموازنة العامة بجانبها الإيرادات العامة والنفقات العامة من آثار في النشاط الاقتصادي. وعليه فتوازن الموازنة له مفهومان، مفهوم تقليدي والآخر حديث، كما يلي:¹

1-5/ توازن الموازنة في الفكر التقليدي

ينصرف مبدأ توازن الموازنة حسب مفهوم الفكر التقليدي إلى تساوي جانبي الموازنة العامة، أي تساوي النفقات العامة العادية (المترتبة عن القيام بالوظائف التقليدية) مع الإيرادات العادية (ضرائب، رسوم وإيراد أملاك الدولة) وبشكل دوري ومنظم. يعتبر مبدأ توازن الموازنة السنوي في ظل الفكر التقليدي غاية يجب تحقيقها في جميع الظروف والأحوال، من هنا يتضح أنّ توازن الموازنة يتطلب توفر عنصرين هما: عدم وجود فائض في الموازنة العامة وعدم وجود عجز فيها.

2-5/ توازن الموازنة في الفكر الحديث

مما سبق يتضح أنّ المفهوم التقليدي لتوازن الموازنة العامة يتماشى مع وظيفة الدولة آنذاك، ولا يتناسب مع وظائفها الحديثة (المنتجة) وما تسعى إليه من تحقيق عمالة كاملة، رفع مستوى الإنتاج، زيادة الدخل الوطني وأخيراً تحقيق التوازن الاقتصادي العام، فالموازنة أداة من أدوات السياسة المالية (السياسة الاقتصادية) تستخدمها الدولة لإحداث أمور مرغوبة وتجنب أمور غير مرغوبة، ومنه فإنّ توازن الميزانية قد يعطي نتائج مرضية كما قد يعطي نتائج غير مرضية وهذا حسب الأوضاع الاقتصادية السائدة. الفكر الحديث يركز على التوازن الاقتصادي بالدرجة الأولى بدلا من التوازن الحسابي، فمحور التمييز بين النظرة التقليدية والنظرة الحديثة للموازنة يتركز في أن النظرة التقليدية تنظر إلى المشاكل المالية بمعزل عن الحياة الاقتصادية للمجتمع بينما تدمج النظرة الحديثة هذه المشاكل في غمار الحياة الاقتصادية للمجتمع وتوضح ما يوجد بينهما من ترابط وتأثير متبادل ولذلك فقد أولت النظرة الحديثة التوازن الاقتصادي العام الاهتمام الأول حتى وإن أدى ذلك إلى التضحية بالتوازن التقليدي (الحسابي) طالما يؤدي عدم التوازن إلى علاج مشكلات الاقتصاد الوطني.

¹ - خالد شحادة الخطيب وأحمد زهير شامية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 285-287.

رابعاً: أهمية الموازنة العامة للدولة

للموازنة العامة للدولة أهمية كبرى لأنها تعبر عن برنامج العمل السياسي، الاقتصادي والاجتماعي للحكومة خلال الفترة المالية، فالموازنة العامة للدولة لها دلالة سياسية، اقتصادية واجتماعية، إذ يمكن الكشف عن مختلف أغراض الدولة عن طريق تحليل أرقام الإيرادات العامة والنفقات العامة التي تجمعها وثيقة واحدة هي الموازنة العامة للدولة.

خامساً: مراحل إعداد الموازنة العامة

تمر الموازنة العامة بمجموعة من المراحل والإجراءات قبل بروزها في الشكل النهائي، حيث يطلق على هذه المراحل دورة الموازنة، وتنقسم من حيث الإجراءات إلى أربع مراحل هي:

1- مرحلة إعداد الموازنة العامة

يتم إسناد إعداد الموازنة العامة في معظم دول العالم إلى السلطة التنفيذية، إذ أن قيام الحكومة بإعداد الموازنة العامة أمر طبيعي للأسباب التالية:¹

- كون السلطة التنفيذية هي المسؤولة عن تنفيذ الموازنة ولذلك فمن الطبيعي أن تتولى أيضا إعداد الموازنة العامة لأنها ستحاول قطعاً أن تكون واقعية ودقيقة حتى يمكن تنفيذها دون معوقات أو صعاب.

- السلطة التنفيذية أكثر السلطات معرفة بالمقدرة المالية للاقتصاد الوطني وذلك بفضل الأجهزة الإحصائية التي تشرف عليها والمتغلغلة في البلاد بأكملها والتي توفر البيانات والتقديرات الضرورية.

- كون الحكومة هي المسؤولة عن تسيير المرافق العامة، بالإضافة إلى جبايتها للإيرادات العامة والقائمة على الإنفاق على المرافق العامة، مما يجعلها أدري من غيرها معرفة بإحتياجات هذه المرافق من نفقات وما ينتظر أن تدره من إيرادات.

تحتاج الموازنة العامة إلى تنسيق كبير بين بنودها المختلفة وهو أمر لا يتحقق إلا إذا تولت الحكومة إعدادها لما تملكه من أجهزة إدارية متشعبة ومنتشرة في كامل إقليم الدولة، لكن لو أسندت هذه المهمة إلى السلطة التشريعية فلن يتحقق التنسيق، وهذا ما أثبتته التجربة من أن المجالس البرلمانية لا تحرص على تدابير المال بمقدار حرصها على إرضاء الناخبين الأمر الذي يحصل معه مخاطرة.

ومما سبق، يتضح أنه من المنطقي أن يعهد إلى السلطة التنفيذية إعداد وتحضير الميزانية على نحو ملائم للظروف الاقتصادية التي تمر بها كل دولة، ويكون من المؤكد أنها ستقوم بهذه المهمة بكل دقة وعناية.

¹ - عطية عبد الواحد، " الموازنة العامة للدولة "، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص 159 - 162.

2- مرحلة اعتماد الموازنة

إذا كانت مرحلة الإعداد والتحضير قد أسندت إلى السلطة التنفيذية بإعتبارها الأقدر على ذلك، فإن مرحلة الاعتماد تنفرد بها السلطة التشريعية بإعتبار أنها جهة الإختصاص التي تتولى مراجعة الحكومة في جميع أعمالها، بالإضافة إلى كونها ممثلة عن الشعب الذي يعتبر مصدر كل السلطات في النظم الديمقراطية. يعتبر حق السلطة التشريعية في اعتماد الموازنة من الحقوق الرئيسية التي اكتسبتها عبر التطور التاريخي، وعليه فإن اعتماد السلطة التشريعية للموازنة لا بد أن يسبق التنفيذ، بمعنى أن السلطة التنفيذية لا تستطيع البدء في تنفيذ الموازنة إلا بعد اعتمادها من طرف السلطة التشريعية.

3- مرحلة تنفيذ الموازنة العامة

يقع على عاتق السلطة التنفيذية وحدها مسؤولية التنفيذ إذ تقوم بهذا الدور من خلال الوزارات والهيئات والمؤسسات العامة، حيث يتم في هذه المرحلة جباية الإيرادات وصرف النفقات حسب الاعتماد المخصص لكل دائرة، ويتم الإنفاق من خلال الوحدات الإدارية وفقاً لما هو مخول لها قانوناً.¹

4- مرحلة الرقابة

تعد المرحلة الأخيرة التي تمر بها الموازنة العامة للدولة، وتسمى مرحلة مراجعة تنفيذ الموازنة والهدف منها هو التأكد من أن التنفيذ قد تم على الوجه المحدد ووفق السياسة التي وضعتها السلطة التنفيذية وأجازتها السلطة التشريعية.²

تعتبر الرقابة إحدى الوظائف الأساسية التي تقوم بها أجهزة متعددة بغية التأكد من أن النشاط المالي للدولة يحقق لها غاياتها حسبما تحدد في الموازنة العامة، دون إسراف وتبذير أو تقتير أو إخلال حفاظاً على حسن سير الإدارة الحكومية مالياً وعلى الأموال العامة.³

يمكن تعريف مراقبة تنفيذ الموازنة بأنها الوسيلة الفعالة لمراقبة الأموال العامة إنفاقاً وتحصيلاً، ومن هنا يتضح أن المراقبة تشمل كل من النفقات والإيرادات.

فبالنسبة للإيرادات يكون الهدف هو التأكد من تحصيل كل أنواع الإيرادات المنصوص عليها في الموازنة العامة مع إزالة كل العراقيل التي تعيق عملية التحصيل.

أما مراقبة تنفيذ النفقات يكون الهدف منه التأكد من أن الإنفاق يتم بالشكل الذي قبله البرلمان.

¹ - المرجع السابق، ص: 208.

² - محمد عباس محرز، مرجع سبق ذكره، ص: 451.

³ - خالد شحادة الخطيب وأحمد زهير شامية، مرجع سبق ذكره، ص: 319.

المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية لأدوات السياسة المالية

تكمن أهمية دراسة أدوات السياسة المالية، من الناحية الاقتصادية، في كونها تحقق أغراض معينة والتي هي في الحقيقة أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، إذ تترك هذه الأدوات آثارا مختلفة على كافة المؤشرات الاقتصادية. سنحاول ضمن هذا المبحث التطرق للآثار الاقتصادية التي تتركها كل من النفقات العامة، الإيرادات العامة والعجز الموازي.

المطلب الأول: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة

يمكن اختصار أهم آثار النفقات العامة في الآثار المباشرة والتي تؤثر على كل من الإنتاج، الاستهلاك، توزيع الدخل، مستوى الأسعار والإدخار، والآثار غير المباشرة والتي تشمل كل من أثر المضاعف وأثر المعجل.

أولا: الآثار الاقتصادية المباشرة للنفقات العامة

تتمثل فيما يلي:

1- أثر الإنفاق العام على الناتج الوطني:

- يطلق عليه " إنتاجية الإنفاق العام "، حيث يؤثر الإنفاق العام على الناتج الوطني من النواحي التالية:¹
- زيادة القدرة أو الطاقة الإنتاجية، في شكل إنفاق استثماري، وبالتالي يكون له أثر إيجابي على الناتج الوطني.
- النفقات يمكن أن تكون سببا لزيادة إنتاج عناصر الإنتاج، من خلال التعليم، الصحة..... مما يزيد من الإنتاج الوطني.
- يؤدي إلى زيادة الطلب الفعال، فإن تأثيره يتوقف على مدى درجة مرونة الجهاز الإنتاجي، فإذا كان هذا الأخير يتسم بدرجة مرونة عالية فإن الأثر يكون إيجابيا والعكس صحيح.

2- أثر الإنفاق العام على الاستهلاك الوطني

مستوى الاستهلاك يرتبط طردا مع مستوى الدخل وهذا مرتبط بمستوى الإنتاج في الاقتصاد، فإذا كان أثر الإنفاق العام على مستوى الإنتاج إيجابيا فإن الأثر النهائي للإنفاق العام على مستوى الاستهلاك سيكون إيجابيا. أي يزداد مستوى الاستهلاك الكلي كلما زاد حجم الإنفاق العام.²

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية "، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

² - محمود حسين الوادي وركريا أحمد عزام ، مرجع سبق ذكره، ص: 148.

هناك عدة جوانب يؤثر من خلالها الإنفاق العام على الإستهلاك منها:¹

- في حالة شراء الحكومة سلع استهلاكية مثل الملابس والأدوية للقطاع العسكري فإنها تزيد الاستهلاك الوطني، نفس الشيء في حالة شرائها لخدمات استهلاكية كالمدافع، الأمن والتعليم.
- عندما تقدم الدولة دخولا في شكل أجور أو قامت بإعطاء إعانات بطالة فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الاستهلاك الوطني.

3- أثر الإنفاق العام على توزيع الدخل

تسعى الدول إلى تقليص حجم الفوارق بين دخول الأشخاص تحقيقا للعدالة، وتخفيض الفوارق الاجتماعية. ولهذا تسعى سياسة الإنفاق إلى رفع مستوى المداخل المنخفضة، حيث تزداد دخول أصحابها بشكل غير مباشر عند حصولهم على الخدمات الاجتماعية بصفة مجانية وبشكل مباشر عندما يمنحون الإعانات النقدية. يظهر هذا الأثر بشكل واضح عندما يتم تمويل هذه النفقات عن طريق الضرائب المباشرة التصاعدية حيث تعمل على تخفيض دخل الطبقات ذات الدخل المرتفع بإخضاع الشرائح العليا للدخل إلى معدلات اقتطاع عالية، لتقوم النفقات بدور المتمم لهذا العمل بزيادة القدرة الشرائية والدخل لذوي الدخل المحدود.²

بالإضافة إلى الآثار الاقتصادية المباشرة التالية:³

4- أثر الإنفاق العام على مستوى الأسعار

إذا كان أثر الإنفاق على زيادة عرض السلع والخدمات أكبر من الأثر على زيادة الطلب الكلي تكون النتيجة انخفاض مستوى الأسعار وذلك لزيادة العرض أكثر من الطلب والعكس صحيح.

5- أثر الإنفاق العام على الإدخار

الإنفاق العام يؤثر على مستوى الادخار عن طريق تأثيره على مستوى الدخل، حيث يوجد علاقة طردية بين الإدخار والدخل. فزيادة الإنفاق العام يؤدي إلى زيادة الدخل و بالتالي ارتفاع الادخار.

6- أثر الإنفاق العام على التوظيف (التشغيل):

يمكن التأثير على التشغيل من خلال النفقات العامة عن طريق استثمار هذه الأموال، وبالتالي خلق مناصب شغل جديدة و زيادة الإنتاج الوطني.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية "، مرجع سبق ذكره، ص: 257.

² - عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 197.

³ - للمزيد أنظر:

- محمود حسين الوادي و زكريا أحمد عزام، مرجع سبق ذكره، ص 151.

- فوزت فرحات، " المالية العامة "، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2001، ص 317.

ثانيا: الآثار الاقتصادية غير المباشرة للنفقات العامة

يمكن توضيح الآثار الاقتصادية غير المباشرة للنفقات العامة من خلال أثر المضاعف والمعدل. حيث يطلق على أثر المضاعف الاستهلاك المولد، أما أثر المعدل فيطلق على الاستثمار المولد، وستتطرق لأثر النفقات العامة غير المباشرة من خلال أثر المضاعف وأثر المعدل كما يلي:

1- أثر المضاعف: ¹ Effet multiplicateur

يقصد بالمضاعف في التحليل الاقتصادي المعامل العددي الذي يشير إلى الزيادة في الدخل الوطني المتولد عن الزيادة في الإنفاق (أو النقصان).

الزيادة في الإنتاج والدخل لا تتم بنفس مقدار الزيادة في الإنفاق ولكن بنسبة مضاعفة، إذ يفترض أثر المضاعف أن تغيرا معيناً في الإنفاق الاستهلاكي يكون محرضاً لتغيرات مضاعفة على مستوى الدخل. مع تزايد تدخل الدولة في الحياض الاقتصادية وتنامي مسؤولياتها أصبح القطاع الحكومي أحد المكونات الرئيسية لعناصر الاقتصاد الوطني بحيث يمكن التأثير في مسار الحياة الاقتصادية باستخدام عدة أساليب منها: الانفاق الحكومي، الضرائب والتحويلات.

لإبراز أثر المضاعف نفترض النموذج المبسط الذي يتكون من ثلاثة قطاعات:

- العائلات ← الطلب الاستهلاكي C

- الأعمال ← الطلب الاستثماري i

- الحكومة ← الانفاق G، الضرائب، التحويلات.

نحمل أثر الضرائب والتحويلات حتى نبرز فقط أثر الانفاق الحكومي.

يتكون الطلب الكلي الفعال (Y) من الإنفاق الاستهلاكي (C)، الإنفاق الاستثماري (i)، الإنفاق الحكومي

(G)، وبذلك تصبح دالة الطلب الكلي كما يلي:

$$\Rightarrow Y = C + I + G$$

دالة الاستهلاك $C = C_0 + cY_d$ ، دالة الاستثمار $I = I_0$ ، دالة الإنفاق الحكومي $G = G_0$

C_0 : الاستهلاك المستقل، c: الميل الحدي للاستهلاك.

$$\Rightarrow Y = C_0 + cY_d + I_0 + G_0$$

$$\Rightarrow Y(1-c) = C_0 + I_0 + G_0$$

$$\Rightarrow Y = \frac{C_0 + I_0 + G_0}{1-c}$$

$$\Delta Y = \frac{1}{1-c} \Delta G \quad / 0 < c < 1$$

¹ - للمزيد أنظر: محمد فرحي، التحليل الاقتصادي الكلي (الجزء الأول)، دار أسامة، الجزائر، بدون سنة نشر، ص ص: 119-135.

نلاحظ أنه كلما يزيد الإنفاق الحكومي بـ ΔG فإن الدخل التوازني يزيد بـ $\Delta G [(c-1)/1]$ لهذا سمي بالمضاعف.

يرتبط أثر المضاعف بمدى مرونة الجهاز الإنتاجي للإقتصاد، وكذا مدى إنتاجية النفقات العامة (قدرتها على زيادة الإنتاج)، فمثلا في الاقتصاديات المتقدمة حيث يكون جهازها الإنتاجي مرناً، فإن الزيادة في النفقات العامة تؤدي إلى الزيادة في الاستهلاك، وبالتالي زيادة في الإنتاج وهنا يكون أثر المضاعف ملموساً، عكس الدول المتخلفة ذات الجهاز الإنتاجي غير المرناً فإن الزيادة في النفقات العامة يؤدي إلى زيادة الاستهلاك، ومنه زيادة الطلب الكلي، ومع بقاء العرض ثابت لعدم مرونة الجهاز الإنتاجي يحدث التضخم.¹

2- أثر المعجل: Effet accélérateur²

يقصد بالمعجل في التحليل الاقتصادي أثر الزيادة أو النقصان في الإنفاق العام على حجم الاستثمار حيث أن الزيادات المتتالية في الطلب على السلع الاستهلاكية يتبعها على نحو حتمي زيادات في الاستثمار والعلاقة بين هاتين الزيادةتين يعبر عنها بأثر المعجل.

زيادة الدخل يترتب عنها زيادة في السلع الاستهلاكية (أثر المضاعف)، ومع مرور الوقت فإن منتجي هذه السلع وبعد نفاذ المخزون يجدون أنفسهم مجبرين على رفع إنتاج تلك السلع بغرض زيادة أرباحهم ومن ثم يضطرون إلى زيادة طلبهم على السلع الاستثمارية من المعدات والآلات اللازمة لاستمرار إنتاج هذه السلع التي زاد الطلب عليها، بزيادة الاستثمار يرتفع الدخل الوطني فزيادة الإنفاق العام بما تحدثه من زيادة أولية في الإنتاج الوطني، تسمح كذلك بإحداث زيادة في الاستثمار - بمرور الوقت - بنسبة أكبر.

إن الزيادة في الاستثمار تتوقف على قيمة المعجل (w)، والذي يقاس بنسبة رصيد رأس المال k إلى مستوى الإنتاج Y المحقق بهذا الرصيد، يمكن التعبير عنه رياضياً كالتالي:

$$W = \frac{k}{Y} \Rightarrow K = w \times Y \Rightarrow \Delta k = w \times \Delta Y \Rightarrow i = w \times \Delta Y$$

العلاقة الأخيرة تعني أن التغير في رصيد رأس المال Δk (أي الاستثمار i) يتناسب طردياً مع التغير في مستوى الناتج ΔY ، وإذا كان المعجل (w) أكبر من الواحد فإن الإنفاق الاستثماري يكون أقوى من التغير في مستوى الطلب (مستوى الطلب = مستوى الإنتاج)، أما إذا كان المعجل أقل من الواحد فإن التغير في التراكم يكون أقل من التغير في مستوى الإنتاج.

¹ - Claude Sobry et Jean-Claude, "éléments de macroéconomie", ellipses, France, 1996, p 80.

² - سوزي عدلي ناشد، " أساسيات المالية العامة "، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الجامعية، لبنان، 2008، ص ص 83-84.

المطلب الثالث: الآثار الاقتصادية للإيرادات العامة

يُعتبر الضريبة المصدر الرئيسي للإيرادات العامة للدولة وأفضل أداة تستخدمها للتدخل في النشاط الاقتصادي والتأثير على الحياة الاجتماعية، فسنتصر على ذكر آثارها، ولكن قبل هذا سنبين التنظيم الفني لها أي من بداية تحديدها إلى حين تحصيلها.

أولاً: التنظيم الفني للضريبة

يقصد بالتنظيم الفني للضريبة تحديد الأوضاع والإجراءات الفنية المتعلقة بالضريبة في كل مرحلة من المراحل التي تمر بها منذ فرضها حتى تحصيلها، في ضوء القواعد الواجب مراعاتها، وتتمثل هذه المراحل في تحديد الوعاء الضريبي، سعر الضريبة، ربط وتحصيل الضريبة.¹

1- تحديد الوعاء الضريبي: الوعاء الضريبي هو الموضوع الذي تفرض عليه الضريبة أي تحديد المادة الخاضعة للضريبة، فقد يكون موضوع الضريبة مالا، تصرفاً أو نشاطاً معيناً.²

2- تحديد سعر الضريبة: سعر الضريبة هو العلاقة أو النسبة بين مبلغ الضريبة والمادة الخاضعة لها³، بمعنى تحديد المبلغ الذي يجب أن يدفعه المكلف بعد أن يتم تحديد قيمة المادة الخاضعة للضريبة.

عرف النظام الضريبي على مر التاريخ، صوراً متعددة لسعر الضريبة، فإما أن تكون الضريبة توزيعية أو قياسية، وإما أن تكون الضريبة نسبية أو تصاعدية كما يلي:

1-2/ الضريبة التوزيعية والضريبة القياسية

نعني بالضريبة التوزيعية تلك التي لا يحدد المشرع سعرها مقدماً، لكنه يقوم بتحديد حصيلتها الإجمالية وفي مرحلة تالية يقوم بتوزيع هذه الحصيلة على الأفراد.

إلا أنه يعاب عليها أنها ضريبة غير عادلة لأنها توزع على المكلفين على أساس نسبة معينة أو ثابتة من المادة الخاضعة للضريبة وليس على أساس المقدرة التكاليفية لكل منهم.

يقصد بالضريبة القياسية أو كما يفضل تسميتها بالضريبة التحديدية، تلك التي يحدد المشرع معدلها مقدماً دون أن يحدد حصيلتها الإجمالية، فيتم تحديد الضريبة القياسية بفرض معدل يتناسب مع قيمة المادة الخاضعة للضريبة فهي ضريبة عادلة حيث يكون العبء الضريبي على أساس المقدرة التكاليفية لكل مكلف بالضريبة.⁴

¹ - مجدي شهاب، " أصول الاقتصاد العام "، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص: 318.

² - سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

³ - غازي عبد الرزاق النقاش، " المالية العامة "، الطبعة الثالثة، دار وائل، الأردن، 2003، ص: 49.

⁴ - زينب حسين عوض الله، " أساسيات المالية العامة "، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006، ص: 172، 173.

2-2/ الضريبة النسبية والضريبة التصاعدية

يقصد بالضريبة النسبية، النسبة المثوية الثابتة للاقتطاع الذي يفرض على المادة الخاضعة للضريبة ولا تتغير بتغير قيمتها، خير مثال على ذلك الضريبة على أرباح الشركات في الجزائر أين تفرض كل منها بمعدل ثابت يقدر بـ 30%¹.

أما الضريبة التصاعدية، ففيها يقسم المشرع وعاء الضريبة إلى عدة شرائح، على أن تطبق على كل شريحة معدل خاص بها وفقا للأسلوب المتبع في تطبيق المعدل التصاعدي.

يمكن تحقيق التصاعدية بعدة وسائل هي:

➤ التصاعدية الإجمالية: بمعنى أن يقسم المكلفين بالضريبة إلى شرائح وفقا لمستوى دخولهم، مثلا. يطبق على كل شريحة معدل ضريبة واحد يكون تناسبها لكل شريحة من هذه الشرائح بالنظر إلى إجمالي دخل المكلف بالضريبة، مثال على ذلك، أن الدخل الموجود بين 0 و 10.000 دج تطبق عليه نسبة 5 %، و لما يفوق هذا الحد إلى 20.000 دج تطبق عليه نسبة 10 % و هكذا.

➤ التصاعدية بالشرائح (الجزئية): يقسم دخل المكلف بالضريبة إلى عدة شرائح أو أجزاء، بحيث يفرض على كل شريحة ضريبة بمعدل معين، ويرتفع المعدل بارتفاع الشرائح إلى أعلى، وفي هذا الأسلوب لا ينظر إلى الدخل الإجمالي، بل يقسم الدخل إلى شرائح، كل شريحة تعامل معاملة خاصة، وفي النهاية يخضع الدخل لعدة معدلات وفقا لما يحتويه من شرائح.

يعتبر أسلوب التصاعد بالشرائح أكثر الأساليب تطبيقا من الناحية العملية.

3- ربط وتحصيل الضريبة

يقصد بربط الضريبة، تحديد المبلغ الذي يتعين على المكلف بالضريبة دفعه.

أما تحصيل الضريبة فنعني به مجموعة العمليات والإجراءات التي تؤدي إلى نقل دين الضريبة من ذمة المكلف إلى الخزانة العامة طبقا للتشريع الضريبي المطبق في الدولة.²

يتم تحصيل الضريبة بعدة طرق أهمها:³

3-1/ الأصل العام، أن يلتزم المكلف بدفعها إلى الإدارة الضريبية من تلقاء نفسه دون مطالبة الإدارة له بأدائها

في محل إقامته، وهذه الطريقة تعد أكثر شيوعا، و تسمى بطريقة التوريد المباشر.

¹ - محمد عباس محززي " اقتصاديات المالية العامة "، مرجع سبق ذكره، ص: 82-85.

² - دراوسي مسعود، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

³ - سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص: 202.

3-2/ يتم دفع الضريبة بمعرفة شخص آخر غير المكلف بها، ويعد ذلك استثناء من الأصل العام، وتسري هذه الطريقة بصورة عامة في الضرائب غير المباشرة.

ثانياً: الآثار الاقتصادية للضريبة

هناك العديد من الآثار الاقتصادية للضريبة من أهمها تأثيرها على بعض المتغيرات الاقتصادية من استهلاك، ادخار، إنتاج، توزيع للدخل وعلى الأسعار وخاصة دورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي كما يلي:

1- أثر الضريبة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي

تعمل الضرائب على تحقيق الاستقرار الاقتصادي سواء لمعالجة حالة الكساد أو لمعالجة حالة التضخم كما يلي:¹

1-1/ دور الضرائب في حالة التضخم

دور الضرائب يتحدد من خلال العمل على امتصاص القوة الشرائية الزائدة، أي العمل على خفض الطلب الكلي، ولا يتم ذلك إلا من خلال زيادة الضرائب الحالية أو فرض ضرائب جديدة. ومن المعروف أن الضرائب عديدة ومتنوعة وزيادة حجم كل منها يؤثر في اتجاه معين، فزيادة ضريبة الدخل مثلاً عن طريق زيادة نسب الاقتطاعات الضريبية يؤدي إلى انخفاض حجم الإنفاق الاستهلاكي للأفراد والعائلات مما يؤدي إلى تقليص ملحوظ في الفجوة بين إجمالي الإنفاق الوطني (الطلب)، وإجمالي الإنتاج الوطني (العرض) أي تقليص الفجوة التضخمية.

1-2/ دور الضرائب في حالة الانكماش

إذا كانت الإجراءات المتخذة لمحاربة التضخم تتم من خلال خفض الإنفاق الحكومي وزيادة الضرائب فإن حالة الانكماش تتم معالجتها بإجراءات معاكسة هي زيادة الإنفاق وخفض الضرائب بهدف رفع الطلب الفعلي إلى المستوى الذي يحقق التشغيل الكامل أو بعبارة أخرى العمل على خلق القوة الشرائية بهدف القضاء على الفجوة الانكماشية.

بالإضافة إلى الآثار الاقتصادية التالية للضريبة:²

2- أثر الضريبة على الاستهلاك والإدخار

فرض الضرائب يؤدي بشكل عام إلى تخفيض الاستهلاك وخاصة استهلاك أصحاب الدخول المحدودة لأن اقتطاع جزء من دخولهم على شكل ضرائب يحد من قوتهم الشرائية فالدخول المعدة للإنفاق سوف تنخفض.

¹ - عادل العلي، " المالية العامة والقانون المالي والضريبي"، الطبعة الأولى، دار الإثراء، الأردن، 2009، ص ص: 266، 267.

² - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص: 97-99، بتصرف.

إلى جانب أثر الضرائب على الاستهلاك يوجد أثر على الادخار، ولكن المتضرر من ذلك هم الأغنياء لأن بإمكانهم أن يقتطعوا جزءاً من دخلهم على شكل ادخار، فزيادة الضرائب يؤدي إلى تخفيض ادخارهم أما الفقراء فإن تأثيرهم يكون قليلاً جداً، لأن ادخارهم منخفض جداً.

3- أثر الضريبة على الإنتاج: ونجد فيه أثرين:

3-1/ الآثار الإيجابية

فرض الضرائب يكون حافزاً لزيادة العمل والإنتاج وبالتالي زيادة الدخل الوطني والنتائج الوطنية، فعند قيام الدولة بزيادة الضرائب يقوم العمال بزيادة جهودهم للعمل أكثر كي ترتفع دخولهم لتغطية أعباء الضرائب الجديدة وليحافظوا على مستوى المعيشة الذي اعتادوا عليه قبل فرض الضرائب الجديدة.

3-2/ الآثار الإنكماشية

فرض الضرائب الجديدة يؤدي إلى تقليل الاستهلاك وبالتالي إلى تخفيض إنتاج السلع الاستهلاكية والذي يرتبط معه تخفيض إنتاج السلع الاستثمارية، إلى جانب ذلك فإن فرض الضرائب الجديدة يعني زيادة نفقات الإنتاج مما يؤثر بالسلب على ربح المنتج أي تخفيض الربح، فالضرائب أدت بالتالي إلى تخفيض الناتج الوطني وقد رأى بعض الكتاب أن الضرائب المباشرة الجديدة تؤدي إلى تخفيض الكفاءة الإنتاجية للعمل بسبب رغبتهم في زيادة عملهم (العمل ساعات إضافية) كي يزيدوا من دخولهم لمقابلة العبء الضريبي الجديد.

4- أثر الضريبة على توزيع الدخل

تلجأ بعض الدول إلى إتباع سياسات مالية ضريبية من شأنها أن تعيد توزيع الدخل والثروة عن طريق فرض الضرائب التصاعدية والتي تؤثر على الأغنياء دون الفقراء، كما أن الدولة تفرض الضرائب على السلع الكمالية والتي يستهلكها بشكل واسع الأغنياء وليس الفقراء، وبنفس الوقت تعفي السلع الأساسية التي يستهلكها الفقراء بشكل كبير من الضرائب.

بالإضافة إلى الأثر التالي:¹

5- أثر الضريبة على الأسعار

تقتطع الضريبة جزءاً من دخول الأفراد، فيقل الطلب على السلع وخدمات معينة من جانب هؤلاء الأفراد وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار هذه السلع بشرط ألا تدخل الدولة حصيلة الضريبة في مجال التداول بمعنى أن تستخدمها الدولة في تسديد قروض خارجية مثلاً، ومنه ينقص تيار الإنفاق النقدي وبالتالي يقل الطلب وتنخفض الأسعار وخاصة في فترات التضخم.

¹ - محمد عباس محرز، " اقتصاديات المالية العامة "، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

المبحث الرابع: أثر السياسة المالية على سوق الأوراق المالية

تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال حشد وتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الإستثمارات المنتجة بشكل يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد الاقتصادية، لهذا يجب تنمية وتطوير هذه السوق بشتى الوسائل، ومن بين الطرق نجد السياسة المالية التي تلعب دور مهم في تدعيم هذه الأسواق عن طريق التأثير على فاعليتها في أداء وظائفها التمويلية والتخصيصية. وتؤثر السياسة المالية على سوق الأوراق المالية في عدة مراحل هي:

- مرحلة تعبئة المدخرات أو عرض الأموال القابلة للإقراض عن طريق تشجيع وحفز مدخرات القطاع العائلي من خلال التأثير على الدخل والفائدة وزيادة ربحية الشركات بقطاع الأعمال.
- مرحلة تشجيع الإستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض من خلال التأثير على عوائد ونمط الإستثمار.
- مرحلة توجيه المدخرات والموارد المالية إلى الاستثمارات من خلال التأثير على معدلات عوائد الأدوات المالية وحجم التعاملات فيها وكذلك أداء الوسطاء الماليين.

تمارس السياسة المالية تأثيراتها على سوق الأوراق المالية من خلال ثلاثة محاور، هي:

- السياسة الضريبية.
- سياسة الإنفاق العام.
- سياسة تمويل عجز الموازنة.

ويعرض لنا هذا المبحث تأثير هته العناصر على سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: أثر السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية

تمارس السياسة الضريبية تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على القطاع المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، إذ تؤثر على تكلفة رأس المال وربحية الشركات ومن ثم الطلب على رأس المال والاستثمار، وما ينطوي على ذلك من التأثير على الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، كما تؤثر على أداء الوسطاء الماليين من خلال التأثير على دخولهم بعد الضريبة وكذلك الخدمات التي يقدمونها. وأخيرا تؤثر على قرارات المدخرين ومن ثم عرض الأموال القابلة للإقراض.

وفي تناولنا لتأثير السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية، سوف يتم تقسيم عناصر التأثير إلى الآتي:

- التأثير على الشركات والمؤسسات وتمثل جانب الطلب على الأموال القابلة للإقراض أو عرض الأوراق المالية.
- التأثير على سلوك المدخرين أو مستثمري الأوراق المالية ويمثلوا جانب عرض الأموال القابلة للإقراض أو الطلب على الأوراق المالية.

- التأثير على سلوك الوسطاء الماليين، ويعكس ذلك مجموعة من العوامل المتداخلة التي تؤثر في جانبي العرض والطلب وسرعة تداول الأوراق المالية.

أولاً: الأثر على سلوك الشركات (عرض الأوراق المالية)

تباشر السياسة الضريبية تأثيرات هامة على عرض الأوراق المالية من خلال التأثير على حجم الاستثمار، وهناك العديد من النماذج التي تحدد كيفية هذا التأثير، من أهمها نذكر:¹

1- نموذج المعجل

يربط نموذج المعجل Accelerator model الذي وضعه Clark سنة 1914 الاستثمار بالتغيرات في الطلب الكلي، ويستند هذا النموذج على افتراض مؤداه أن الناتج يؤثر على الاستثمار، وتبعاً لذلك فإن تأثير الضرائب على الاستثمار يكون من خلال تأثيرها على عناصر الطلب الكلي. مثلاً في حالة زيادة الضرائب ينخفض الدخل وبالتالي الاستهلاك ومنه الطلب الكلي وعليه الإنتاج وأخيراً الاستثمار، ومنه نستنتج أن رفع الضرائب يؤثر بالسلب على الاستثمار.

2- النموذج النيوكلاسيكي

يعتبر هذا النموذج من أكثر النماذج أهمية في توضيح تأثير السياسة الضريبية على الاستثمار، وضعه Jorgenson سنة 1963. ووفقاً لهذا النموذج فإن المتغير الأساسي الذي يحكم الاستثمار هو تكلفة رأس المال، وتمثل التكلفة التي تتحملها الشركة للحصول على أصل ما. تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار. وفقاً لهذا النموذج فإن الشركة التي تستهدف تعظيم الربح سوف تستثمر حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحدي الحقيقي للاستثمار مع التكلفة الحدية له.

في ظل عالم بدون ضرائب تساوي تكلفة الاستثمار ما يلي:

- التكلفة الحدية الحقيقية للاستثمار $C - \pi$ حيث: C تمثل التكلفة الحدية الاسمية للاستثمار. π تشير إلى معدل التضخم المتوقع.

فإذا تم تمويل ذلك الاستثمار بالكامل بواسطة الديون (إصدار سندات)، فإن C تمثل في تلك الحالة سعر الفائدة السوقية على السندات (i). وإذا تم كامل التمويل عن طريق أموال الملكية (إصدار أسهم جديدة أو من خلال الأرباح المحتجزة أو الإئتين معا)، ففي تلك الحالة تمثل C تكلفة حقوق الملكية (P). بشكل عام يتم التمويل باستخدام كلا المصدرين (الدين وحقوق الملكية). ويتوقف الخيار التمويلي على تكلفة كل مصدر تمويلي بالإضافة إلى عوامل أخرى من أهمها عنصر الخطر المصاحب لكل مصدر.

¹ - عاطف وليد أندراوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص ص: 120-127، بتصرف.

تعمل الشركة على تدنية تكلفة التمويل من خلال اختيار النسبة المثلى للدين / حقوق الملكية عند إتخاذ قرار الاستثمار، وتبعاً لذلك يمكن التعبير عن تكلفة التمويل في تلك الحالة كالتالي:

$$c = Bi + (1-B) P \dots\dots\dots(1)$$

حيث B هي نسبة الاستثمار الممول باستخدام أدوات الدين، يتم تمويل الباقي وقدره $(1-B)$ باستخدام أموال الملكية. ولكي يتم تنفيذ الوحدة الأخيرة من الإستثمار يتعين أن يكون معدل العائد الحقيقي r مساو لتكلفة الحدية الحقيقية للاستثمار، ويعبر عن ذلك الشرط بالمعادلة التالية:

$$r = [Bi + (1-B) P] - \pi \dots\dots\dots(2)$$

في ظل وجود ضرائب تمارس السياسة الضريبية تأثيرها على طرفي المعادلة السابقة، لتصبح المتساوية مؤسسة على العائد والتكلفة بعد الضرائب. فإذا كان سعر الضريبة على دخل الشركات هو μ فإن معدل العائد الحدي الحقيقي على الاستثمار يصبح $(1-\mu)r$. بينما تصبح تكلفة الاستثمار بعد الضريبة c_t . وبإفترض أن تكلفة الدين (مدفوعات الفوائد) يسمح بإقتطاعها من الدخل الخاضع للضريبة وأن أموال الملكية لا يسمح بإقتطاعها فإن:

$$c_t = Bi (1-\mu) + (1-B) P \dots\dots\dots(3)$$

وعليه يصبح شرط التوقف عن الاستثمار بعد الضريبة كما يلي:

$$r (1-\mu) = [Bi (1-\mu) + (1-B) P] - \pi \dots\dots\dots(4)$$

بمقارنة المعادلتين (2) و (4) نجد أن الاستثمار في حالة فرض الضريبة يتوقف قبل الاستثمار في حالة عدم فرض الضريبة، وهذا معناه أن حجم الاستثمار في حالة عدم وجود الضريبة أكبر من الاستثمار في حالة وجودها، بصفة عامة نقول بأن الضرائب تحد من حجم الاستثمار، وهذا ما يؤثر بالسلب على عرض الأوراق المالية.

كما يمكن أن نوضح أثر الضرائب على سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

إذا افترضنا أن i, P, P هي الدخل من الفوائد والأرباح الرأسمالية وتوزيعات الأسهم على التوالي، وتفرض عليها الضريبة بأسعار v, d, m على التوالي، فإن قيمة تلك العناصر بعد الضريبة تصبح كالتالي:

$$i (1-m) \text{ دخل الفوائد بعد الضريبة}$$

$$P (1-d) \text{ الأرباح الرأسمالية بعد الضريبة}$$

$$P (1-v) \text{ توزيعات الأسهم بعد الضريبة}$$

كما سلف الذكر فإن (B) هي نسبة الاستثمارات الممولة عن طريق أدوات الدين (إصدار سندات)

$(1-B)$ هي نسبة الاستثمارات الممولة باستخدام أموال الملكية (الأسهم والأرباح المحتجزة).

بفرض أن a هي نسبة دخل الملكية المستمد من الأرباح الرأسمالية فإن $(1-a)$ هي نسبة دخل الملكية المستمد من الأرباح الموزعة (توزيعات الأسهم)، فإن الدخل من رأس المال بعد الضريبة، بعد تعديله بالضرائب على الدخل الشخصي ومعدل التضخم يكون كالتالي:

$$r_n = Bi (1-m) + (1-B)P (1-\theta) - \pi \dots \dots \dots (6)$$

حيث: r_n تمثل معدل العائد الحقيقي للمدخرين بعد الضريبة.

$$\theta = ad + (1-a) v$$

بالمقارنة بين المعادلتين (4) و(6) نجد أن معدل العائد بعد إدماج ضرائب الدخل الشخصي قد تناقص وذلك نتيجة لتزايد السعر الفعال للضريبة عنه في حالة عدم إدماج ضرائب الدخل الشخصي، ومن شأن ما تقدم أن يزيد من الآثار السلبية على الاستثمار والطلب على الأموال ومن ثم عرض الأوراق المالية.

يؤدي تعدد الضرائب المفروضة على دخل رأس المال من ضريبة تفرض على دخل الشركات المساهمة وضريبة الدخل الشخصي التي تفرض على كل من الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة وأخيرا ضريبة التحويلات التي تفرض على تحويلات الأجانب، إلى جانب ارتفاع أسعار تلك الضرائب، إلى ارتفاع تكلفة الأموال ومن ثم تكلفة الاستثمار، وينعكس ما تقدم بالسلب على حجم الاستثمار، إذ تتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات المفروضة وينخفض من ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وبالتالي عرض الأوراق المالية.

ونتيجة لما تقدم اشتملت التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية كما يلي:¹
نعني بهذه الأخيرة ميزة اقتصادية قابلة للتقدير بقيمة نقدية تقدمها الدولة لكامل الاستثمارات أو لبعضها ويتم تحديدها وفقا لمعيار موضوعي أو جغرافي، كأن تهدف الدولة إلى توجيه الاستثمارات إلى مجالات يعزف عن الاستثمار فيها وكذلك السعي إلى تنمية مناطق معينة، وبالتالي تأتي حوافز الاستثمار لتحقيق هذه الأهداف.
ومن بين هذه التحفيزات نذكر الإجازة الضريبية ونعني بها الإعفاء من الضريبة كلية لفترة زمنية معينة، التخفيضات الضريبية، المعدلات التمييزية ويقصد بها تصميم جدول للأسعار الضريبية يحتوي على عدد من المعدلات ترتبط بنتائج محددة لعمليات المشروع، حيث ترتبط هذه المعدلات عكسيا مع حجم المشروع أو مدى مساهمته في تحقيق التنمية الاقتصادية، فتزداد المعدلات تدريجيا كلما انخفضت نتائج عمليات الاستثمار والعكس صحيح.
تساهم هته التحفيزات في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة ومن ثم ترتفع معدلات العوائد بعد الضريبة وتنخفض تكلفة الاستثمار بعد الضريبة وتبعاً لذلك يزيد حجم الاستثمار وبالتالي الطلب على الأموال ومن ثم عرض الأوراق المالية.

كما نقول أيضا بأن السياسة الضريبية تؤثر على قرارات الاستثمار من خلال التأثير على عنصر الخطر، إذ تنطوي قرارات الاستثمار على مخاطر، فحينما تتعهد الشركات بالدخول في مشروعات استثمارية يتعين عليها أن تتنبأ بالعوائد بعد الضريبة، ويشوب تلك العوائد عدم التأكد.

¹ - للمزيد أنظر:

- عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 173.

- طالي محمد، " أثر الحوافز الضريبية وسبل تفعيلها في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر "، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، جامعة الشلف، الجزائر، ص: 318.

تلعب نظرة المستثمرين تجاه الخطر – أي مدى رغبتهم في تحمل الخطر من عدمه – دورا هاما في التأثير على قرارات الاستثمار. وتؤثر السياسة الضريبية على إدراك المستثمرين تجاه الخطر بشكل يؤثر على قراراتهم الاستثمارية، فعندما يوجد عدم التأكد فإن المستثمر سوف يوازن بين المكاسب المستقبلية والخسائر المحتملة، مثلا نفترض أن هناك مستثمر له أن يختار بين الاستثمار في أصل مالي خال من الخطر وليكن أذون الخزانة بعائد متوقع 6% سنويا وبين استثمار خطر بعائد سنوي قدره 10% فإذا رغب المستثمر في عائد أعلى فإنه سوف يختار الاستثمار الخطر أما إذا كان المستثمر كاره للخطر فسوف يختار الاستثمار في الأصل الآمن.

أهم جانب للسياسة الضريبية عند النظر للخطر هو الكيفية التي تعامل بها الخسائر التي يحققها المستثمرين فقد تسمح التشريعات الضريبية بترحيل الخسائر التي يحققها المستثمرين إلى الخلف خصما من أرباح سنوات سابقة، وفي تلك الحالة يتعين ردها. وقد يسمح بترحيل الخسائر للأمام خصما من الأرباح المتوقعة في سنوات مقبلة، وفي تلك الحالة يتوقع ارتفاع معدلات العائد بعد الضريبة.

فإذا كان النظام الضريبي يسمح برد كامل الخسائر أي ترحيلها بالكامل للخلف أو ترحيل الخسائر للأمام عند تحقيقها، فإن النظام الضريبي يكون محايد تجاه الخطر حيث يقلل من مدى تفاوت العوائد بين السنوات المختلفة. وإذا لم يسمح بترحيل الخسائر أو ردها فإن النظام الضريبي في تلك الحالة يمكن أن يزيد من تكلفة الخطر المصاحبة للاستثمار بشكل كبير وبذلك فإنه لا يشجع الاستثمارات الخطرة.

ثانيا: الأثر على سلوك المدخرين (الطلب على الأوراق المالية)

تؤثر السياسة الضريبية في الطلب على الأوراق المالية عن طريق كل من الادخار ومن ثم عرض الأموال القابلة للإقراض، وذلك من خلال التأثير على تفضيلات الأفراد بين الاستهلاك الحاضر والاستهلاك المستقبلي نتيجة الدور الذي تمارسه على دخول الأفراد وعائد الادخار.

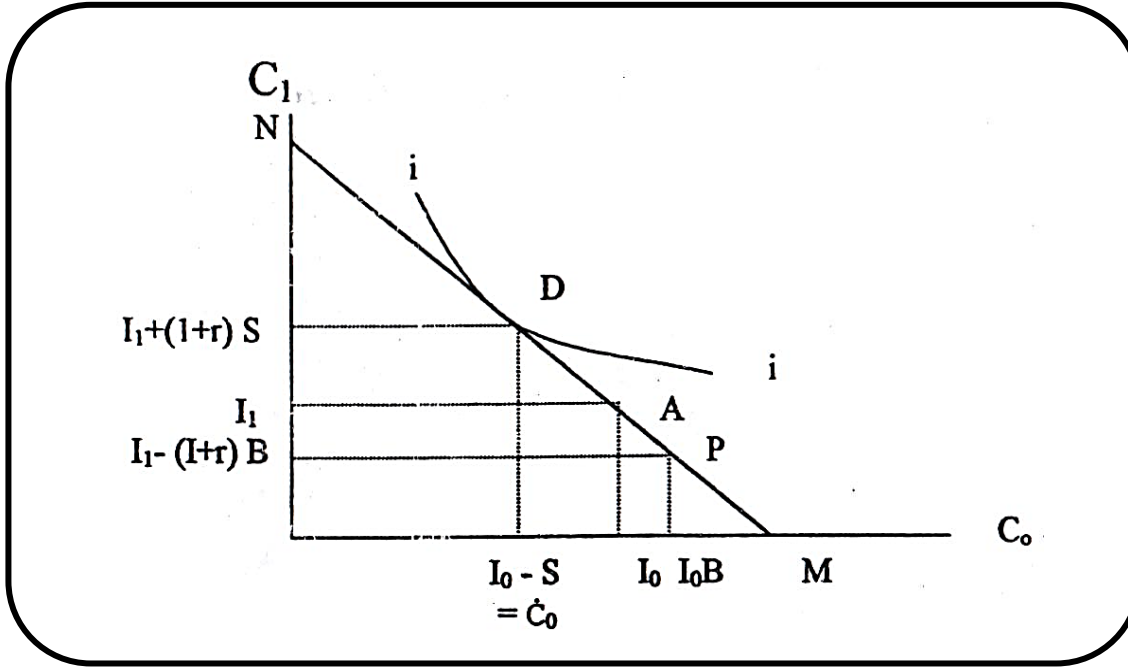
كما تؤثر السياسة الضريبية على تخصيص الموارد فيما بين الأصول المالية من خلال التأثير على العوائد النسبية بعد الضريبة على الأصول المالية، كما يلي:¹

يعني الادخار الإمتناع عن الاستهلاك الحاضر في سبيل الاستهلاك المستقبلي، وتلعب السياسة الضريبية دورا في التأثير على قرارات الادخار والاستهلاك من خلال التأثير على معدل العائد بعد الضريبة ومن ثم على سعر الاستهلاك المستقبلي بدلالة الاستهلاك الحالي. ولتبيان ذلك سوف نعرض نموذج دورة الحياة للمستهلك الذي يوضح ويفسر قرارات الأفراد تجاه التفضيل بين الاستهلاك والادخار، حيث سيتم تناول هذا النموذج مرة في ظل عدم وجود الضرائب ومرة في ظل وجودها، إذ يمكن أن يستبان منه أثر الضرائب على الادخار.

¹ - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 137-141.

طبقا لهذا النموذج فإن قرارات الاستهلاك والادخار خلال فترة محددة هي نتاج لعملية تخطيط ترتبط بالظروف الاقتصادية على مدى عمر المستهلكين، بمعنى أن مقدار الادخار الفردي لكل فترة لا يعتمد فقط على دخل الفرد خلال العام ولكن أيضا على دخله المتوقع الحصول عليه في المستقبل وكذلك دخله الذي حققه في الماضي. وبالنظر إلى الشكل الموالي نقول:

الشكل رقم (II-2): قيد الميزانية لإستهلاك الحاضر والمستقبل



المصدر: - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

يوزع الفرد دخله بين الاستهلاك الحالي والاستهلاك المستقبلي (الادخار)، ويوضح الشكل (II-2) هذه الكيفية. حيث يظهر المحور الأفقي مقدار الاستهلاك الحالي (C_0) ويوضح المحور العمودي مقدار الاستهلاك المستقبلي أو الادخار (C_1). وأحد الخيارات المتاحة هي أن ينفق دخله الحالي (I_0) في الفترة الحالية وينفق دخله المستقبلي (I_1) في المستقبل، وتسمى هذه التوليفة بالنقطة A، إذ أن في هذه النقطة لا يقوم الفرد بأي عملية ادخار.

غير أن الفرد قد يقرر أن يدخر جزء من دخله الحالي لكي يستهلك أكثر في المستقبل، فإذا قرر الفرد ادخار مبلغ يعادل (S) في هذه الفترة واستثماره في أصل مالي يغل عائدا قدره (r) فإنه يمكن زيادة استهلاكه في المستقبل بقيمة قدرها $S(1+r)$ ويوضح ذلك بالشكل أعلاه من خلال الانتقال إلى يسار النقطة A بمقدار S والانتقال لأعلى النقطة A بمقدار $S(1+r)$ وتمثلها النقطة D.

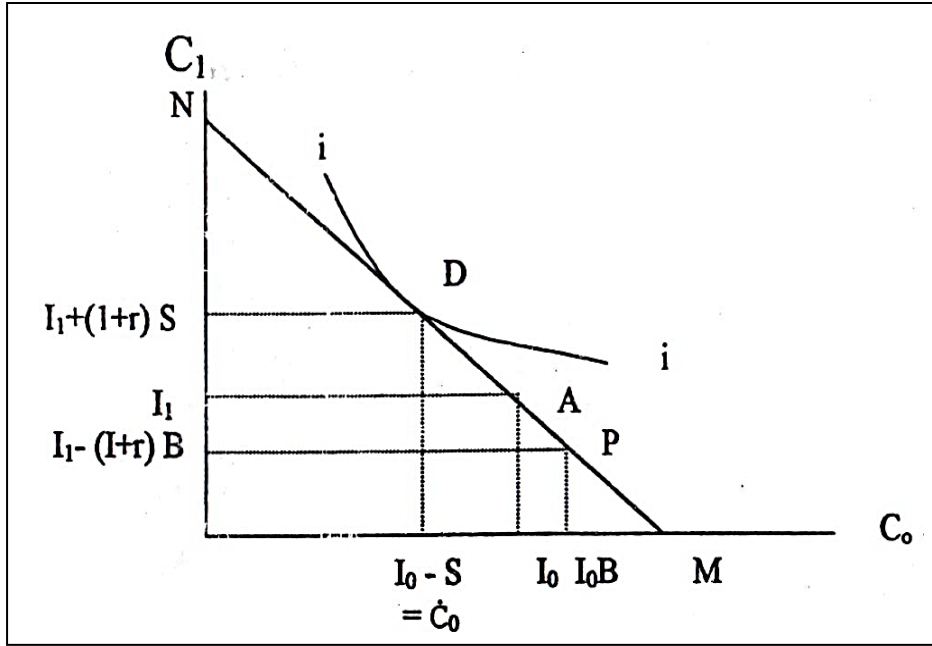
وبشكل معاكس قد يقرر الفرد استهلاك مقدار أكبر من دخله الحالي (I_0) في الوقت الحالي في مواجهة دخله المستقبلي (I_1) عند نفس سعر الفائدة (r)، فإذا اقترض المبلغ B لكي يضيفه إلى استهلاكه الحاضر، فما

هو المبلغ الذي يجب أن يقلل به استهلاكه المستقبلي؟ عندما يأتي المستقبل سيتعين على الفرد أن يدفع قيمة القرض B مضافا إلى قيمة مبلغ الفوائد (rB) ، ومن ثم يمكن للفرد زيادة استهلاكه الحالي بالقدر B إذا كان راغبا في تخفيض الاستهلاك المستقبلي بالمقدار $B(1+r)$ ، ويعبر عن ذلك في الشكل بالانتقال إلى النقطة P . وبتكرار تلك العملية لمختلف قيم B, S يمكن تحديد مقدار الاستهلاك المستقبلي (الادخار) لأي مقدار معين من الاستهلاك الجاري.

ويمثل الخط MN في الشكل (2-II) خط ميزانية المستهلك وميله يساوي بالقيمة المطلقة $(1+r)$ ، إذ يعكس تكلفة الفرصة البديلة للاستهلاك الحاضر بدلالة المفقود من الاستهلاك المستقبلي. ولكي نحدد أي نقطة على منحنى السواء فإن ذلك يرتبط بتفضيلات المستهلكين بين الاستهلاك الحاضر والاستهلاك المستقبلي والتي تمثل بمنحنى السواء (ii) في الشكل السابق. ويعظم الفرد منفعته بإختيار توليفة الاستهلاك الحالي والادخار عند نقطة تماس منحنى السواء مع خط الميزانية، ويفترض أنها النقطة D حيث يعظم الفرد منفعته باستهلاك C_0 في الوقت الحاضر وادخار ما قيمته $(I_0 - C_0)$.

والآن سوف ندخل في التحليل دور السياسة الضريبية في التأثير على ادخار الأفراد وذلك في صورة فرض ضريبة على دخل الفائدة (t) وهو ما يترتب عليه انتقال خط الميزانية MN على الوضع PQ كما هو مبين بالشكل رقم (3-II)، ذلك أن فرض الضريبة يترتب عليه خفض معدل العائد الذي يتسلمه المدخرون من r إلى $r(1-t)$ (وبالتالي يكون ميل خط الميزانية PQ بالقيمة المطلقة مساويا لـ $1 + (1-t)r$. وتكون نقطة التوازن كما هو موضح بالشكل (3-II) هي E^t عند تماس منحنى السواء الجديد مع خط الميزانية PQ حيث تصبح قيمة الاستهلاك الحاضر مساوية C_0^t والاستهلاك المستقبلي مساويا C_1^t ويصبح الادخار بعد الضريبة ممثلا بالمسافة $I_0 - C_0^t$.

الشكل رقم (II-3): الأثر على المدخرات في حالة فرض ضريبة على دخل الفائدة مع السماح بخصم مدفوعات الفائدة



المصدر: - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 140.

حيث $C_0^t I_0 < \dot{C}_0 I_0$ أي أن معدل الادخار بعد الضريبة يصبح أقل من معدل الادخار قبل الضريبة، وتبعاً لذلك فإن الضريبة على دخل الفائدة خفضت الادخار بمقدار قدره $\dot{C}_0 C_0^t$. وعليه فإن الضرائب أثرت سلباً على الادخار أي على الطلب على الأوراق المالية.

ثالثاً: الأثر على الوسطاء الماليين¹

لا يمكن لأي سوق للأوراق المالية أن تنشط بدون الوسطاء الماليين، حيث تعمل هذه الأخيرة على نقل الأموال من القطاعات ذات الفائض (المدخرين) إلى القطاعات ذات العجز (المستثمرين) باستخدام أدوات مالية من أسهم، سندات وغيرها، كما يقدمون خدمات مالية تحقق من ورائها دخول. تؤثر السياسة الضريبية على أداء الوسطاء الماليين من خلال المعاملة الضريبية لدخلهم، ففرض الضرائب يعرقل من نشاطهم من خلال خفضها لدخلهم، في حين أن تخفيف الأعباء الضريبية من شأنه أن يسهم في خفض تكاليف المعاملات وهامش الوساطة المالية ويخفض من أسعار الخدمات المالية، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على أنشطة التداول في سوق الأوراق المالية.

¹ - عاطف وليد أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص: 145-147، بتصرف.

المطلب الثاني: أثر سياسة الإنفاق العام على سوق الأوراق المالية

نبين أثر سياسة الإنفاق العام على سوق الأوراق المالية من خلال ما يذكر فيما يلي:¹

تؤثر سياسة الإنفاق العام على سوق الأوراق المالية من خلال التأثير على حجم الموارد المتاحة للقطاع الخاص، ومن ثم حجم الاستثمار الخاص وحجم التمويل اللازم له. يمثل الإنفاق العام جزء من الطلب الكلي يؤثر في الطلب الخاص وفي العرض الكلي.

يؤدي التغير في الإنفاق العام إلى تغير في تركيبة أو هيكل الطلب الكلي، إذ يتوقف هذا التغير على المدى الذي يراحم فيه الإنفاق العام الإنفاق الخاص في الموارد فيما يسمى بظاهرة المزامحة أو الإزاحة التي يترتب عليها سحب جزء من موارد القطاع العائلي والقطاع الخاص بشكل يؤثر على الجزء المتاح لاستثمارات القطاع الخاص. وتأخذ ظاهرة الإزاحة شكلين: الشكل الأول وهو ما يسمى بالإزاحة المباشرة، وتنشأ عندما يحل الإنفاق العام محل الإنفاق الخاص بإعتبارهما بدائل قريبة (كالإنفاق التعليمي مثلا)، وتبعاً لذلك فإن بعض أشكال الإنفاق العام التي تعتبر مكتملة للإنفاق الخاص كاستثمارات البنية التحتية لا يترتب عليها إزاحة مباشرة. ويسمى الشكل الثاني من الإزاحة بالإزاحة المالية وتنشأ نتيجة أن زيادة الإنفاق العام تؤثر على أسعار الفائدة بشكل يؤثر على سوق الأوراق المالية.

زيادة الإنفاق العام يؤدي إلى زيادة الدخل ومن ثم ارتفاع الطلب على النقود بدافع المبادلات وبالتالي يرتفع سعر الفائدة. كما يمكن أن نفسر ارتفاع سعر الفائدة بزيادة الإنفاق عن طريق بيع السندات الحكومية فيرتفع الطلب الحكومي على النقود ومنه سعر الفائدة.

يختلف تأثير ارتفاع سعر الفائدة بين الطلب على الأسهم والطلب على السندات، فبالنسبة لحملة الأسهم يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى ميل معدلات النمو الاقتصادي نحو التراجع، وذلك بسبب ارتفاع تكلفة الاقتراض، على النحو السابق ذكره، وهو ما يؤدي إلى انخفاض مستويات الطلب الكلي، وعندما ينخفض مستوى الطلب الكلي، ومن ثم معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، تنخفض أرباح الشركات، وهو ما يدفع الشركات إلى توزيع أرباح أقل أو ربما تحقق خسائر. وهو ما يؤثر سلباً على أسعار الأسهم في البورصة.

من ناحية أخرى، ارتفاع أسعار الفائدة يجعل من المودعات في البنوك بديلاً أكثر جاذبية من الاستثمار في الأسهم وتحمل قدر أكبر من المخاطرة، فيقل الطلب على الأسهم في بورصة الأوراق المالية، بسبب تفضيل المودعات. أما بالنسبة لحملة السندات، فعندما يتم إصدار السندات بسعر فائدة معين، فإن هذا السعر غالباً ما يتم تثبيته، بصفة خاصة بالنسبة للسندات قصيرة ومتوسطة الأجل. وعندما يرتفع سعر الفائدة، تصبح السندات المصدرة قبل ارتفاع سعر الفائدة أقل جاذبية للمستثمرين. على سبيل المثال إذا أصدر سند بقيمة 1000

¹ - للمزيد أنظر:

- عاطف وليم أندروس، مرجع سبق ذكره، ص: 151، 150.

- قحطان السيوفي، " دور أدوات السياسة المالية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية "، مجلة الإقتصادية، العدد 325، سوريا.

وحدة وبسعر فائدة 5%، فإن هذا السند يحقق عائدا يساوي 50 وحدة سنويا. إذا فرض وارتفع سعر الفائدة إلى 7%، تحقق السندات الجديدة التي تصدر بنفس القيمة عائد سنوي 70 وحدة، مقارنة بـ 50 وحدة بالنسبة للسندات القديمة من نفس الفئة، الأمر الذي يدفع أصحاب السندات القديمة إلى بيع سنداتهم لشراء سندات جديدة أو تفضيل إيداع مدخراتهم في البنوك على أساس سعر الفائدة الجديد. ويترتب على ذلك انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعلى ذلك فإن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السندات. من ناحية أخرى ارتفاع سعر الفائدة على السندات يجعل شراء السندات الجديدة أكثر جاذبية من شراء الأسهم، وقد يدفع حملة محافظ الأسهم إلى التخلص من الأسهم لشراء السندات الجديدة.

ومؤدى ما سبق أن زيادة الإنفاق في ظل الإستغلال الكامل للموارد يمكن أن يؤثر على سوق الأوراق المالية بالسلب من خلال الآتي:

- أثر سلبي يتمثل في خفض الاستثمارات الخاصة نتيجة لسحب جزء من موارد القطاع الخاص للإنفاق العام.
- أثر سلبي ينشأ نتيجة زيادة أسعار الفائدة ومن ثم معدلات العائد المطلوبة على الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعارها ومن ثم انخفاض جاذبيتها مقارنة بالأصول المالية الأخرى كالودائع.

* أما فيما يخص الأثر الإيجابي لزيادة الإنفاق العام فنقول بأن تحديد مجالات الإنفاق العام بحيث تتجه إلى الأنشطة المكتملة لأنشطة القطاع الخاص لا المنافسة لها، وتقتصر على أنشطة البنية التحتية والأنشطة التي يحجم القطاع الخاص عن الولوج لها أو يدخلها ولكن يؤديها بشكل أقل من المستويات المرغوبة اجتماعيا، من شأنه أن يسهم في تنشيط الاستثمار الخاص ومن ثم أسواق الأوراق المالية. ويبقى للإنفاق الحكومي أهميته في مجال النمو الاقتصادي من خلال توفير البنية التحتية، وأوجه الخدمات التي ترفع من إنتاجية رأس المال البشري، إذ من شأن ما تقدم أن يرفع من إنتاجية المشروعات ومن ثم ربحيتها وقيمة أسهمها.

المطلب الثالث: أثر سياسة تمويل عجز الموازنة

يعبر العجز الموازني عن تلك الوضعية التي تكون فيها النفقات العامة أكبر من الإيرادات العامة، وهو سمة تكاد تعرفها معظم الدول سواء المتقدمة منها أو النامية.

يكون هذا العجز نتيجة إرادة عمومية تهدف إلى زيادة الإنفاق العمومي و/أو تخفيض الإيرادات العمومية أو يكون غير مقصود وإنما قصور الدولة في تحصيلها للإيرادات هو السبب في ذلك.¹

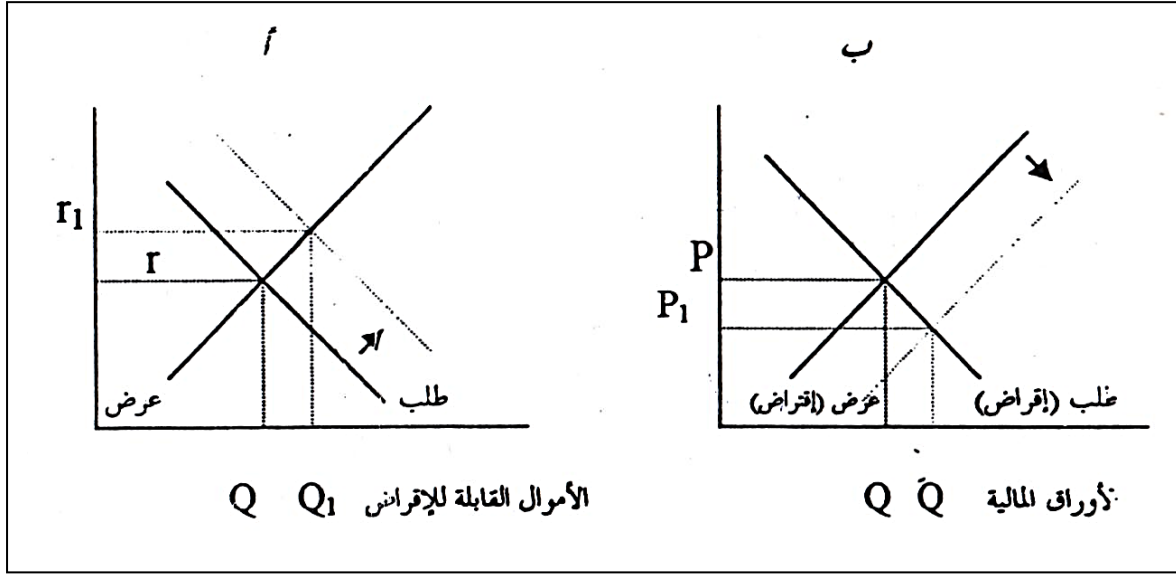
ينشأ العجز المالي في ميزانية الدولة نتيجة لعدم كفاية مصادر الادخار العام لتغطية أوجه الإنفاق العام. ويرى الكثير من الاقتصاديين أنه بالرغم من أن العجز المالي قد يرفع بشكل مبدئي مستوى الدخل فإنه أيضا يرفع أسعار

¹ - حامد عبد المجيد دراز وسميرة إبراهيم أيوب، " مبادئ المالية العامة "، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: 199، 198.

الفائدة لأعلى، الأمر الذي يزاحم القطاع الخاص في الإقراض ومن ثم يؤثر على الإنفاق الاستثماري للقطاع الخاص.

يؤثر العجز المالي على الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية. ويوضح الشكل الموالي هذا التأثير.

الشكل رقم (II-4): أثر العجز المالي على الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية



المصدر: - عاطف وليد أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

يوضح الشكل (II-4أ) منحنى الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومنحنى العرض منها، حيث يمثل المحور الأفقي كمية الأموال القابلة للإقراض بينما يوضح المحور العمودي أسعار الفائدة. في حين يوضح الشكل (II-4ب) منحنى الطلب على الأوراق المالية ومنحنى العرض منها، حيث يوضح المحور الأفقي كمية الأوراق المالية ويوضح المحور العمودي أسعار الأوراق المالية.

لنفترض أن التوازن المبدئي عند النقطة (r, Q) بالنسبة للأموال القابلة للإقراض والنقطة (P, Q) بالنسبة للأوراق المالية. فإذا واجهت الحكومة صعوبة في زيادة الضرائب فإنها تلجأ إلى تمويل العجز المالي من خلال إصدار السندات أو أذونات الخزانة، ويؤدي ذلك إلى انتقال منحنى الطلب على الأموال القابلة للإقراض يمينا لأعلى، ويرتفع سعر الفائدة إلى r_1 والطلب على الأموال القابلة للإقراض إلى Q_1 حيث أدى تزايد النشاط الإقتراضي للخزانة العامة إلى رفع أسعار الفائدة لأعلى. ومن ناحية أخرى ينتقل منحنى عرض الأوراق المالية لأسفل ويزيد عرض الأوراق المالية إلى Q وتنخفض أسعار الأوراق المالية إلى P_1 ، لتعكس الإرتفاع في معدلات العوائد المطلوبة على الأوراق المالية الناتجة عن الإرتفاع في أسعار الفائدة كما هو موضح بالشكل (II-4ب).

يؤثر نمط تمويل عجز الموازنة على أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ومن ثم قيمة الأصول المالية. ويمول العجز المالي من مصادر عدة منها الخارجية ومنها الداخلية. تتمثل المصادر الخارجية في الاقتراض من الحكومات أو المؤسسات الدولية أو أسواق المال الدولية، في حين تتمثل المصادر الداخلية في الاقتراض من مصادر محلية، بحيث قد يكون الاقتراض من الأفراد أو المؤسسات غير المصرفية أو من الجهاز المصرفي سواء كانت بنوك تجارية أو البنك المركزي. يؤدي تزايد الاعتماد على الاقتراض الخارجي في تمويل العجز المالي إلى تزايد أعباء الدين الخارجي وتزايد العجز في الحساب الجاري، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة الخارجية للعملة الوطنية. ويؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة الأوراق المالية الوطنية، وقد يدفعهم ذلك إلى التصرف فيها بالبيع، وتأخذ حركة التعامل في سوق الأوراق المالية إتجاها واحدا هو البيع، الأمر الذي يؤدي في نهاية الأمر إلى انهيارها. أما الاعتماد على مصادر التمويل المحلي فلها آثارها المختلفة على المتغيرات الاقتصادية كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم، الأمر الذي ينعكس على أسعار الأوراق المالية بالسلب.¹

¹ - للمزيد أنظر: عاطف وليد أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 156-159.

خلاصة الفصل الثاني:

تمثل السياسة المالية برنامج تخطه الدولة وتنفذه مستخدمة فيه مصادرها الإيرادية وبرامجها الإنفاقية لإحداث آثار مرغوبة وتجنب آثار غير مرغوبة على كافة متغيرات النشاط الاقتصادي، الاجتماعي والسياسي تحقيقاً لأهداف المجتمع، حيث أن السياسة المالية تستخدم كافة أدواتها لتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة للدولة والتي من أهمها نذكر:

- تحقيق الاستقرار الاقتصادي، التنمية الاقتصادية، تخصيص الموارد الاقتصادية وعدالة توزيع الدخل الوطني.
- تبين لنا من خلال هذا الفصل أن للسياسة المالية دور مهم في التأثير على فاعلية سوق الأوراق المالية في أداء وظائفها التمويلية والتخصيصية، حيث تؤثر على سوق الأوراق المالية في عدة مراحل هي:
- مرحلة تعبئة المدخرات أو عرض الأموال القابلة للإقراض عن طريق تشجيع وحفز مدخرات القطاع العائلي من خلال التأثير على الدخل والفائدة وزيادة ربحية الشركات بقطاع الأعمال.
- مرحلة تشجيع الإستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض من خلال التأثير على عوائد ونمط الإستثمار.
- مرحلة توجيه المدخرات والموارد المالية إلى الإستثمارات من خلال التأثير على معدلات عوائد الأدوات المالية وحجم التعاملات فيها وكذلك أداء الوسطاء الماليين.

تمارس السياسة المالية تأثيراتها على سوق الأوراق المالية من خلال مختلف أدواتها من نفقات وإيرادات فمن جانب الإيرادات يؤثر زيادة حجم ونوع الضرائب بالسلب على العوائد المتوقعة من الأوراق المالية كما أن عدم مساعدة النظام الضريبي على التعامل مع الخسائر من شأنه أيضاً أن يؤثر بالسلب على سوق الأوراق المالية، بينما تلعب الحوافز الضريبية (إعفاءات، تخفيضات...) دوراً هاماً في تنشيط السوق فكثيراً ما نسمع عن المنافسة الضريبية بين الدول سعياً منها لإغراء متعاملي سوق الأوراق المالية، أما من جانب النفقات العامة فزيادتها يمكن أن تعتبر كمنافس للقطاع الخاص وهذا ما يعود بالسلب على السوق هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فتستطيع الدولة أن توجه إنفاقها إلى تهيئة البنية التحتية من إنشاء للطرق وتهيئة للمرافق العامة وكذا توفير مختلف طرق الاتصال... التي من شأنها منح نوع من الاستقرار، التنظيم والتسهيل للأمر، الذي يجلب متعاملي سوق الأوراق المالية.

هذا من جانب نظري، وسنحاول في الفصل القادم دراسة التأثير أو الدور الذي تلعبه السياسة المالية على سوق الأوراق المالية من جانب تطبيقي، من خلال محاولة إسقاط الدراسة على كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومصر.



الفصل الثالث:

أثر أدوات السياسة المالية

على مؤشر الأداء

لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية

(1990-2011)

تمهيد:

بعد التطرق لتأثير أدوات السياسة المالية على سوق الأوراق المالية من الناحية النظرية بصفة عامة سنحاول التطبيق على سوقي مصر والولايات المتحدة الأمريكية (نيويورك) من خلال دراسة مؤشرات أداء السوق وأدوات السياسة المالية لكل بلد على حدة، ثم إجراء دراسة قياسية تبين لنا تأثير هذه الأدوات (النفقات العامة والإيرادات العامة) على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم) في كل بلد، وفي الأخير نحاول الإسقاط على حالة الجزائر بإعطاء لمحة عن سياستها المالية وسوق الأوراق المالية بها ثم تبيان الدور الذي يمكن أن تساهم به هته الأدوات في تطوير سوق الأوراق المالية، وهذا من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: السياسة المالية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية (1990-2011).
- المبحث الثاني: مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011).
- المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر أدوات السياسة المالية على المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011).
- المبحث الرابع: السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الأول: السياسة المالية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية (1990-2011)

من أجل إعطاء صورة واضحة عن السياسة المالية للبلدين خلال مدة الدراسة لابد من معرفة أهم المؤشرات الرئيسية لتلك السياسة والتي تستطيع الحكومة من خلالها تحقيق أهدافها والتأثير في النشاط الاقتصادي، وهذا ما سنحاول التطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: السياسة المالية في مصر (1990-2011)

واصلت السلطات المالية في مصر مسارها في سبيل الإصلاح على أثر تزايد حالات العجز والمديونية في السنوات التي سبقت تنفيذ سياسات الإصلاح، إذ توجهت الجهود نحو المزيد من التنوع وتوسيع قاعدة الإيرادات العامة، ترشيد الإنفاق وضبط وتحسين فعالية تخصيص الموارد العامة، كما أكد صندوق النقد الدولي على ضرورة خفض العجز الحكومي من خلال خفض عدد السلع الخاضعة للدعم من قبل الدولة، كذلك كان هناك اتفاق عام على أن خفض المتواصل للعجز يعد بمنزلة الخطوة الفاعلة لإزالة الاختلالات الهيكلية، لذا اتجهت السلطة المالية نحو استخدام أدوات السياسة المالية لمعالجة حالات العجز التي تعاني منها مصر شأنها في ذلك شأن البلدان النامية.¹

من أجل إعطاء صورة واضحة عن السياسة المالية خلال مدة الدراسة ندرج الجدول التالي الذي يبين أهم مؤشرات هته السياسة.

¹ - للمزيد ينظر: سالم توفيق النحفي، "سياسات التثبيت والتكييف الهيكلي"، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002، ص ص: 120-

الجدول (III-1): أهم المؤشرات الرئيسية للسياسة المالية في مصر خلال الفترة 1990-2011

(مليون جنيه)

السنوات	الإنفاق العام	نسبة التغير السنوي للنفقات العامة (%)	الإيرادات العامة	الإيرادات الضريبية	نسبة الإيرادات الضريبية إلى الإيرادات العامة (%)	العجز أو الفائض في الميزانية
1990	30357	-	24863	16091	65	5494-
1991	39317	22,79	38250	20446	53	-1067
1992	57846	32,03	53015	30135	57	-4831
1993	63947	9,54	62712	34479	55	-1235
1994	70050	8,71	70639	39605	56	589
1995	73882	5,19	75710	43108	57	1828
1996	75598	2,27	71178	40060	56	-4420
1997	79352	4,73	74174	42450	57	-5178
1998	73371	-8,15	70780	47422	67	-2591
1999	92032	20,28	91812	58208	63	-220
2000	101843	9,63	97683	62120	64	-4160
2001	109064	6,62	101051	66612,3	66	-8013
2002	113764	4,13	104042	69083,8	66	-9722
2003	125497	9,35	115551	81579	71	-9946
2004	141949	11,59	130202	85412,5	66	-11747
2005	169790	16,40	138224	95374,5	69	-31566
2006	192100	11,61	155400	99456	64	-36700
2007	222029	13,48	180215	114325,7	63,4	-41814
2008	282290	21,35	221404	137195,3	62	-60886
2009	351500	19,69	282505	163222,7	58	-68995
2010	365987	3,96	268114	170493,5	64	-97873
2011	401866	8,93	265286	192072,4	72	-136580

المصدر:

✓ الموقع الرسمي لبيانات البنك الدولي www.bi.com

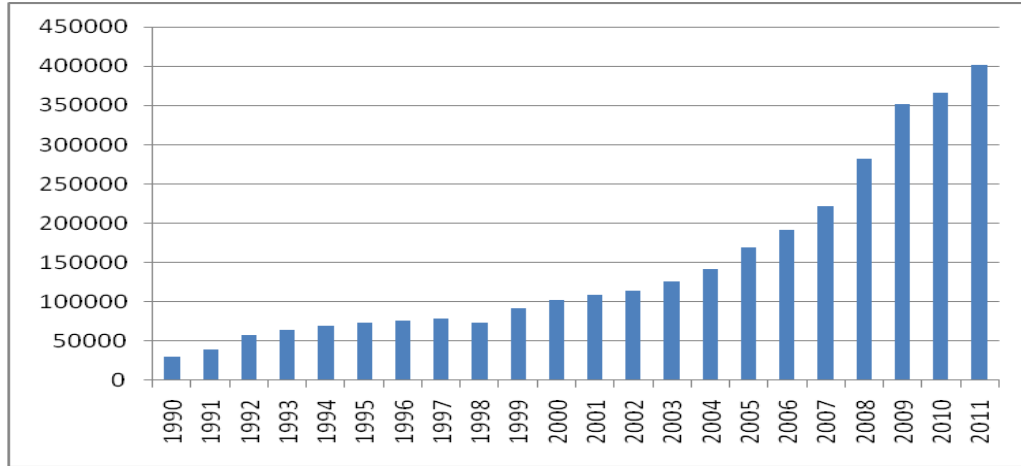
✓ مطبوعات البنك المركزي المصري للسنوات 1990 إلى 2011

أولاً: مؤشر السياسة الإنفاقية خلال الفترة 1990-2011

واصلت الحكومة المصرية إتباعها لسياسة مالية منضبطة في إطار إجراءات الإصلاح المالي، حيث هدفت إلى التحكم في الإنفاق الحكومي وسعت إلى المحافظة على الاستقرار المالي، إذ نلاحظ من الجدول أعلاه أن هناك زيادة متواصلة، معتدلة وخالية من الثغرات مما يعني أن هناك توجهات نحو ضبط الإنفاق تماشيًا مع سياسة تقليص

الدور الحكومي في الاقتصاد المصري مقابل تفعيل دور نشاط القطاع الخاص من خلال تنفيذ برامج الخصخصة وعلى نطاق واسع، الأمر الذي أسهم في بيع الأصول الحكومية بكثافة للقطاع الخاص وبالتالي تقليل الإنفاق العام أو على الأقل ضبطه.

الشكل (1-III): تطور النفقات العامة في مصر خلال الفترة 1990-2011 (مليون جنيه)



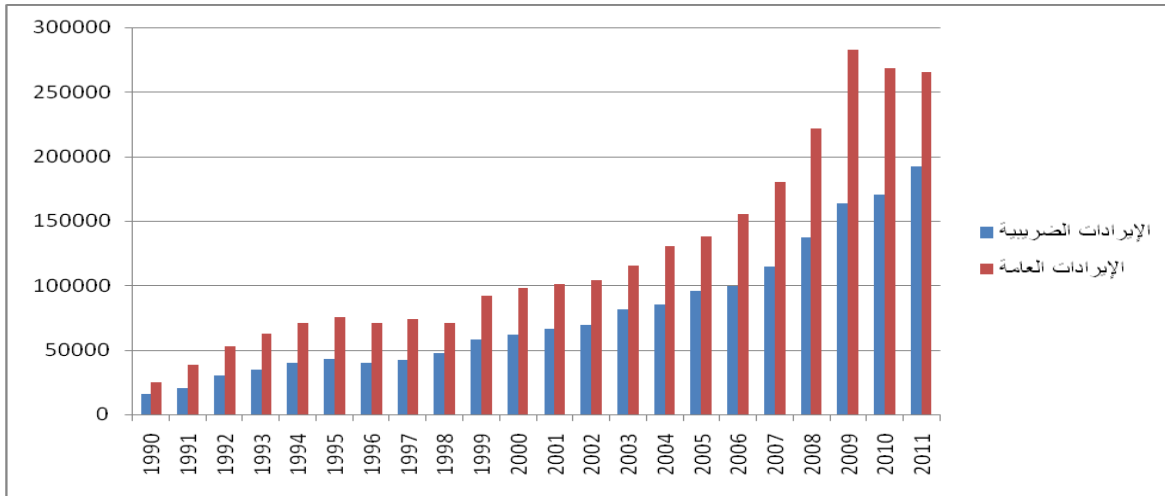
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (1-III)

من خلال المنحنى أعلاه نلاحظ أن النفقات العامة تميزت بالتزايد إذ بلغت 30.3، 39.3، 57.8 مليار جنيه وبمعدل تغير سنوي بلغ 22.79%، 32.03% للأعوام 1991، 1992 على التوالي... وهكذا إذ واصل الإنفاق العام التزايد لكن بمعدلات تغير سنوي معتدل ومنخفض، في حين نلاحظ انخفاض إجمالي الإنفاق العام سنة 1998 مقارنة مع الأعوام السابقة وبنسبة تغير سنوي سالب بلغ 8.15%. وعموما عند النظرة الإجمالية للمنحنى نجد أن الإنفاق تطور بنسبة كبيرة جدا من 1990 (30357 مليون جنيه مصري) إلى 2011 (401866 مليون جنيه مصري)، وهذا بسبب تكاليف إعادة الهيكلة، التوسع في مشاريع البنية التحتية، الدعم الحكومي،... ومؤخرا ثورة الربيع العربي (النفقات العسكرية، نفقات الصحة، نفقات الترميم،...)، وارتفاع نفقات خدمة الدين.

ثانيا: مؤشر سياسة الإيرادات العامة (السياسة الضريبية) خلال الفترة 1990-2011

ضمن نطاق الإجراءات التي اتخذتها الحكومة المصرية لتضييق عجز الموازنة قامت بالتوسع في الحصيلة الإيرادية وتنوع مصادرها، إذ يبين الشكل الموالي الارتفاع الكبير في أرقام الإيرادات العامة بوصفه نتيجة طبيعية لارتفاع أرقام الإيرادات الضريبية.

الشكل (III-2): تطور الإيرادات العامة والضريبية في مصر خلال الفترة 1990-2011 (مليون جنيه)



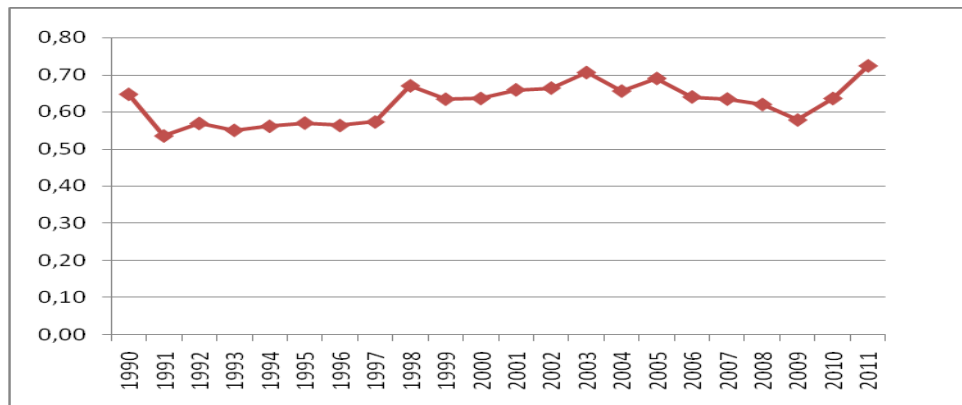
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-1)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الإيرادات العامة في تزايد مستمر حيث ارتفعت من 24863 مليون جنيه مصري سنة 1990 إلى 265286 سنة 2011، وهذا بشكل عام، إلا أنه يلاحظ انخفاض الإيرادات العامة في الثلاث سنوات الأخيرة وهذا بسبب ثورة الربيع العربي التي أدت إلى انخفاض التداول في أسواق المال، تناقص الاستثمارات الأجنبية في مصر، انخفاض الإيرادات السياحية، تحويل الأموال المودعة في البنوك إلى الخارج، نقص المساعدات الدولية.

عموما يعود التزايد في الإيرادات العامة إلى تزايد الإيرادات الضريبية بإعتبار أن هذه الأخيرة هي المساهمة الكبيرة فيها، وهذا ما يبينه الشكل الموالي.

الشكل (III-3): نسبة الإيرادات الضريبية إلى الإيرادات العامة في مصر خلال الفترة 1990-

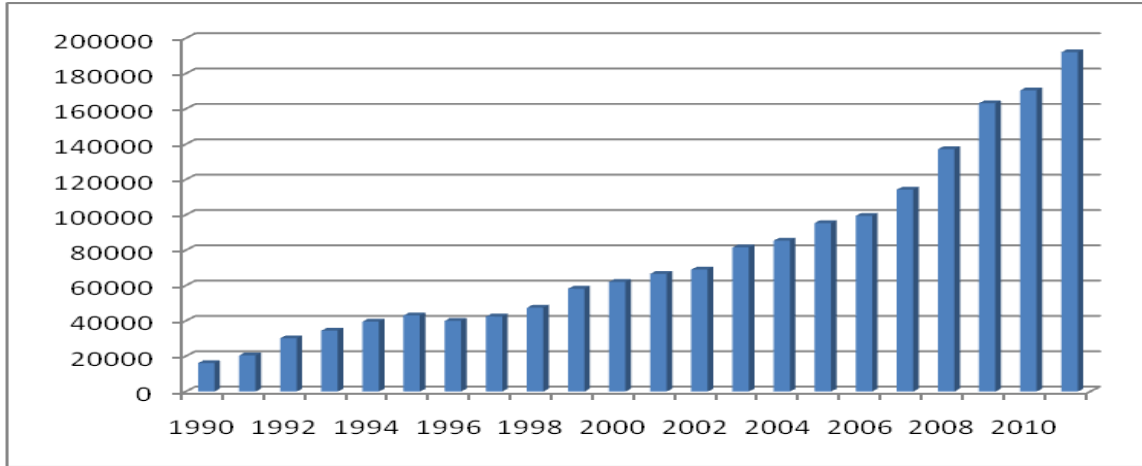
2011



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-1)

نلاحظ أن نسبة الإيرادات الضريبية إلى الإيرادات الإجمالية في مصر خلال الفترة 1990-2011 بلغت أكثر من 50% في كل السنوات، وهو ما يفسر اعتماد مصر في سياستها المالية على الضرائب، لذا سنقتصر على دراسة الضرائب كمعبر عن الإيرادات العامة.

الشكل (III-4): تطور الإيرادات الضريبية في مصر خلال الفترة 1990-2011 (مليون جنيه)

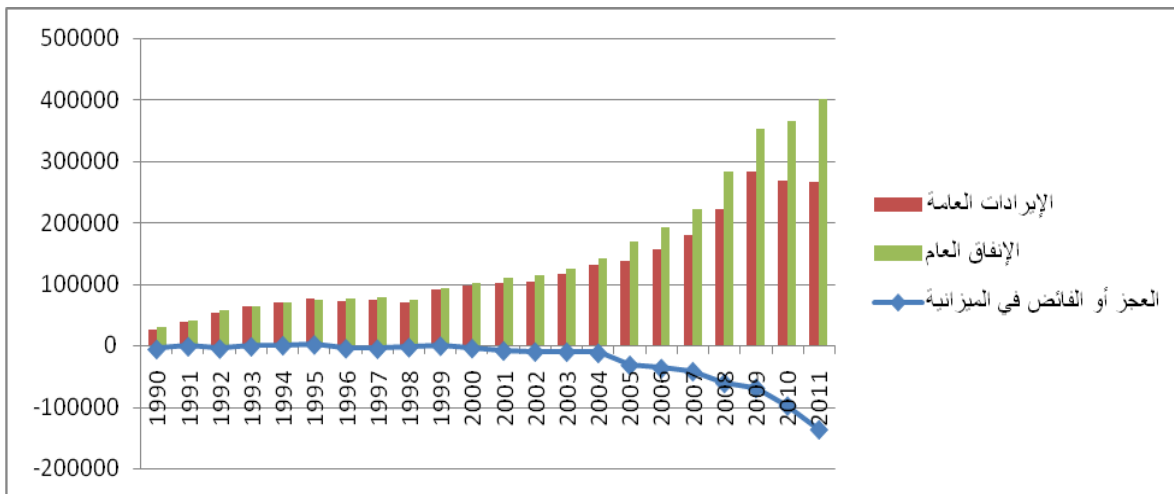


المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-1)

من خلال المنحنى أعلاه نلاحظ التزايد الكبير في الإيرادات الضريبية من 1990 إلى 2011 إذ ارتفعت من 16 مليار جنيه عام 1990 إلى 192 مليار جنيه سنة 2011، وهذا كنتيجة أساسية لإجراءات إصلاح النظام الضريبي التي قامت بها الحكومة المصرية، والتي ارتكزت بشكل واضح على أوعية ضريبية أكثر استقراراً من ناحية الحصيلة الإيرادية للضريبة وأكثر تنوعاً فهي تعبر عن حجم الإيرادات العامة.

ثالثاً: تطور الموازنة العامة خلال الفترة 1990-2011

الشكل (III-5): تطور الموازنة العامة في مصر خلال الفترة 1990-2011 (مليون جنيه)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول (III-1)

نلاحظ أن هناك تراجع لحالة عجز الموازنة خلال السنوات الأولى من الدراسة وظهور فوائض مالية في الأعوام 1994، 1995، وهذا بفضل سياسات الإصلاح، إلا أن العجز الحكومي ارتفع خلال الأعوام التالية مسجلا أعلى قيمة له عام 2011 بلغت 136 مليار جنيه مصري وهذا بسبب ارتفاع النفقات العامة وانخفاض الإيرادات العامة.

في ضوء ما تقدم نلاحظ أن مؤشرات السياسة المالية في مصر تدل على أن الإنفاق العام والإيرادات العامة (الضريبية) والعجز الحكومي كانت تنمو بشكل منضبط الأمر الذي يؤكد رغبة السلطة المالية في ضبط السياسة المالية وإزالة الإختلالات، وذلك لتحقيق أهدافها والمتمثلة في خفض العجز في الموازنة والتحكم بالإنفاق الاستثماري الحكومي مع زيادة إيرادات الحكومة من الضرائب.

المطلب الثاني: السياسة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011

لا يوجد اليوم في الاقتصاد الصناعي مجال واحد من مجالات الحياة الاقتصادية لم تلمسه الحكومة وبما أن الولايات المتحدة من بلدان الاقتصاد الصناعي فإن للحكومة دور كبير في جميع مجالات الحياة وهذا عن طريق استخدامها لأدوات السياسة المالية، وهنا نميز بين ثلاث أدوات رئيسة تستخدمها الحكومة للتأثير في النشاط الاقتصادي، حيث يبين الجدول التالي معطيات هته السياسة خلال مدة الدراسة.

الجدول (2-III) : المؤشرات الرئيسية للسياسة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة
2011-1990 (بليون دولار)

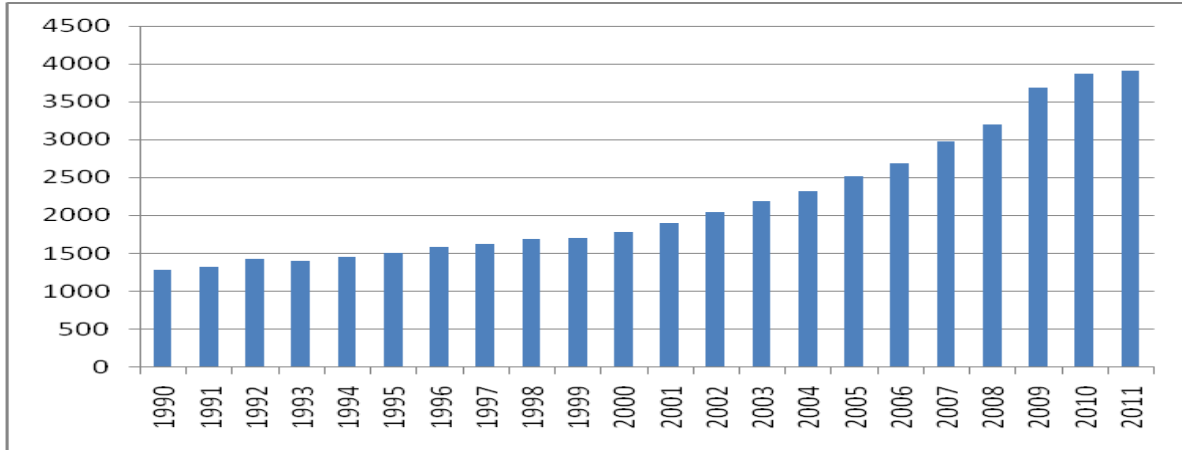
السنوات	الإنتفاق العام	نسبة التغير السنوي للنفقات العامة (%)	الإيرادات العامة	نسبة التغير السنوي للإيرادات العامة (%)	الإيرادات الضريبية	الإيرادات الضريبية إلى الكلية	العجز أو الفائض في الميزانية
1990	1288.1		1052,8				-635,3
1991	1325,4	2,81	1059,8	0,66			-265,6
1992	1428,3	7,20	1101,4	3,78			-326,9
1993	1401,8	-1,89	1175,2	6,28			-226,6
1994	1462,1	4,12	1288,5	8,79			-173,6
1995	1513,4	3,39	1367,2	5,76			-146,2
1996	1585,4	4,54	1474,6	7,28			-110,8
1997	1621,8	2,24	1619,5	8,95			-2,3
1998	1693,3	4,22	1747,4	7,32			54,1
1999	1701,6	0,49	1858,3	5,97			156,7
2000	1788,1	4,84	2042,7	9,03			254,6
2001	1902,8	6,03	1995,3	-2,38	1280,2	0,64	92,5
2002	2044,9	6,95	1814,4	-9,97	1098,8	0,61	-230,5
2003	2191,9	6,71	1795,1	-1,08	1092	0,61	-396,8
2004	2326,4	5,78	1926,2	6,81	1178	0,61	-400,2
2005	2515,4	7,51	2197,3	12,34	1408	0,64	-318,1
2006	2693,9	6,63	2431,3	9,62	1586	0,65	-262,6
2007	2976	9,48	2691	9,65	1664	0,62	-285
2008	3205,9	7,17	2592	-3,82	1476	0,57	-613,9
2009	3687,72	13,07	2256,38	-14,87	1184	0,32	-1431,34
2010	3874,41	4,82	2421	6,80	1324	0,34	-1453,41
2011	3915,07	1,04	2542	4,76	1512	0,39	-1373,07

المصدر:

- ✓ International Monetary Fund /Data and Statistics <http://elibrary-data.imf.org/DataReport>
- ✓ International Financial Statistics years book /International Monetary Fund. Vol LXIII.N0.07 july 2010
- ✓ www.albankaldawli.org

أولاً: مؤشر السياسة الإنفاقية خلال الفترة 1990-2011

الشكل (III-6): تطور النفقات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011 (بليون دولار)

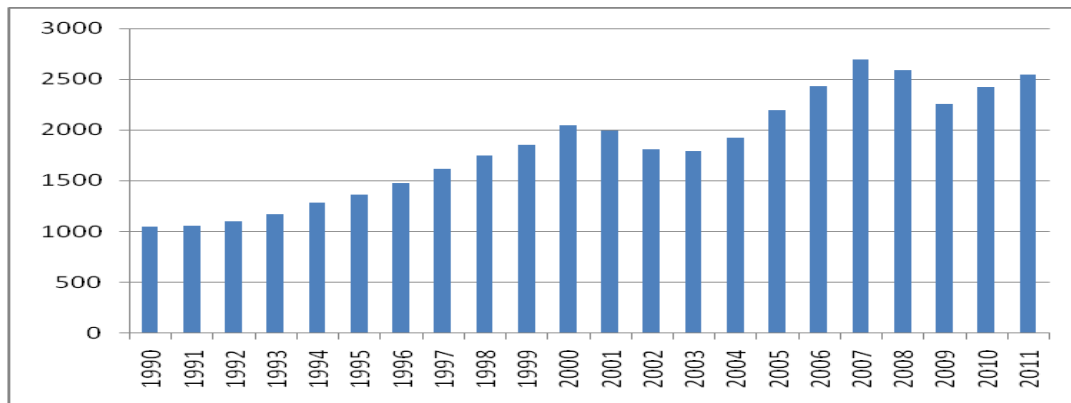


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-2)

طوال مدة الدراسة (1990-2011) ازدادت النفقات العامة زيادة مذهلة، من 1288.1 بليون دولار سنة 1990 إلى 3915.07 بليون دولار سنة 2011 وبمعدل نمو سنوي مركب بلغ 5.1%. تعكس هذه الزيادات تبني الرئيس الأمريكي المنتخب برامج حكومية تتفق مع برامج حزبه الانتخابية بالإضافة إلى اهتمام صانعي القرار السياسي بالسياسة المالية وإمكانية استخدامها لتحقيق أهداف اقتصادية، سياسية واجتماعية منسجمة مع السياسة الداخلية والخارجية للولايات المتحدة. كما يعود الارتفاع الكبير في السنوات الأخيرة إلى الحرب التي خاضها الأمريكان ضد أفغانستان والعراق التي تطلبت زيادة النفقات الحكومية علاوة على الأزمة المالية العالمية.

ثانياً: مؤشر سياسة الإيرادات العامة (السياسة الضريبية) خلال الفترة 1990-2011

الشكل (III-7): تطور الإيرادات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011 (بليون دولار)

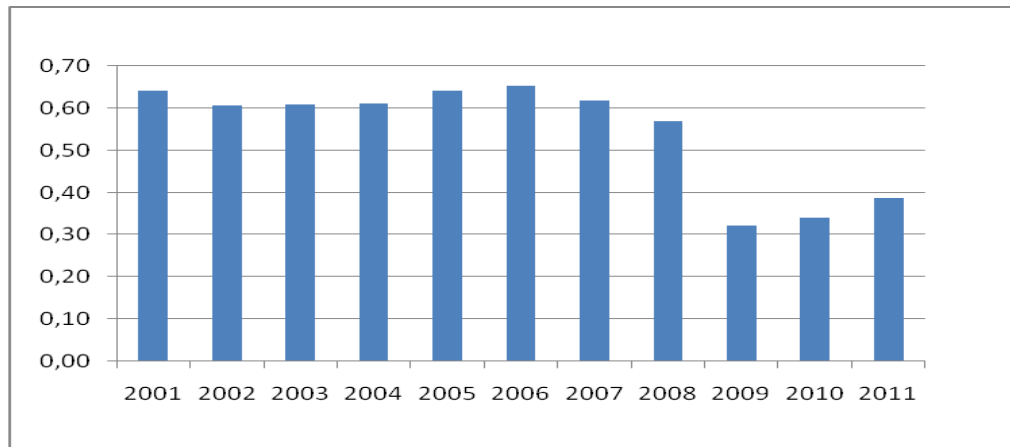


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (III-2)

تميزت الإيرادات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية بالزيادة من 1052.8 بليون دولار سنة 1990 إلى 2042.7 بليون دولار أمريكي عام 2000، وبمعدل تغير سنوي يتأرجح ما بين 0.66% كحد أدنى و9.03% كحد أعلى خلال المدة المحصورة ما بين (1990-2000) وكان لتبني الرئيس الأمريكي جورج بوش سياسة خفض عجز الموازنة من خلال زيادة الضرائب وخفض الإنفاق الدور في نمو الإيرادات العامة، وفي النهاية قادت تلك الإجراءات إلى عودة تسجيل الموازنة فائض سنة 1998 بمقدار 54.1 بليون دولار واستمر حتى عام 2001، والذي قاد بدوره إلى المطالبة بتخفيض الضرائب بالإضافة إلى زيادة الإنفاق حيث تم تخفيض النسبة القصوى لضريبة الأرباح على اعتبار أن تخفيضاً كهذا من شأنه زيادة واقع الادخار والاستثمار، وبالتالي نتج عن هذا انخفاض الإيرادات العامة من (1995.3 إلى 1814.4 إلى 1795.1 بليون دولار للأعوام (2001، 2002، 2003) على التوالي لتعاود الارتفاع حتى سنة 2007 بسبب رفع معدلات الضريبة ورغبة الحكومة في ضبط الأوضاع المالية العامة، خصوصاً في ظل تزايد أعداد المسنين ومواجهة النفقات العسكرية المتزايدة التي تسعى حكومة بوش إلى تمويلها في حربها ضد ما يسمى بالإرهاب (من وجهة الإدارة الأمريكية) ولفرض سيطرتها العسكرية ومن ثم الاقتصادية على جميع بلدان العالم. ثم نسجل انخفاض سنتي 2008 و2009 بسبب الأزمة الاقتصادية العالمية لنشهد الارتفاع ابتداءً من سنة 2010.

الشكل (III-8): تطور نسبة الإيرادات الضريبية إلى الإجمالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال

الفترة 2001-2011



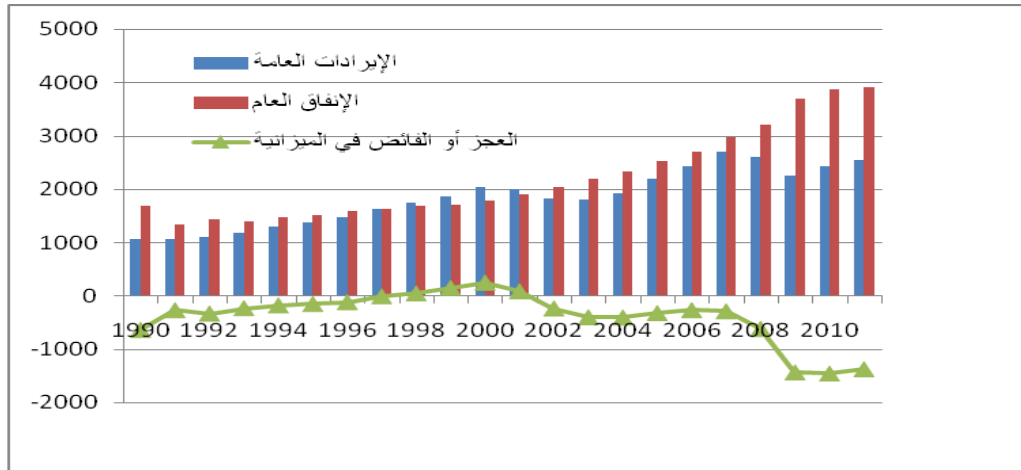
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (III-2)

من خلال تطور المنحنى نلاحظ أن نسبة الإيرادات الضريبية إلى الكلية انخفضت من 64% عام 2001 إلى 39% عام 2011، حيث كانت النسبة أكثر من 50% لغاية 2008 لتعرف انخفاضا سنة 2009 وهذا بسبب الأزمة العالمية التي أدت إلى إفلاس العديد من الشركات وبالتالي فقدان نسبة الضرائب التي كان مصدرها ربح هته الشركات، لتبدأ النسبة بالارتفاع بعد ذلك بسبب قانون الضرائب الذي أصدره الرئيس الأمريكي أوباما وتعافي الولايات المتحدة الأمريكية من الأزمة نوعا ما.

ثالثا: تطور الموازنة العامة خلال الفترة 1990-2011

الشكل (III-9): تطور الموازنة العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1990-2011

(بليون دولار)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (III-2)

من خلال تحليل وضعية الميزانية العامة للولايات المتحدة الأمريكية نجد أن معظم فتراتهما شهدت عجزا وهي الحالة السائدة في أغلب الأحيان، باستثناء السنوات 1998، 1999، 2000، 2001 التي عرفت بفائض في الميزانية العامة وهذا يعود إلى الجهود التي بذلتها الدولة في سبيل ذلك، كما نلمح من المنحنى أن العجز كان كبيرا جدا في الثلاث سنوات الأخيرة، إذ وصل سنة 2010 إلى 1453.41 بليون دولار والذي يعد أكبر عجز خلال مدة الدراسة، وهذا بسبب حالة الإيرادات والنفقات التي عرفت في تلك الفترة (سبق شرحها).

المبحث الثاني: مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011)

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مختلف مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية، وهذا بهدف معرفة وضعية وأداء كل سوق.

المطلب الأول: مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011

يشير التاريخ الاقتصادي إلى أن بورصة الأوراق المالية في مصر من أقدم البورصات على المستوى العالمي، حيث تكونت أولى الشركات المساهمة المصرية عام 1750 وبدأت التفكير في مزاوله نشاط البورصة ولكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي والطرق لبيع الأسهم وشراؤها بشكل غير رسمي، وابتداء من عام 1883 إلى عام 1898 قامت عدة محاولات لإنشاء سوق بيع وشراء للأوراق المالية، فكانت أول بورصة في القاهرة بالتحديد عام 1890 حيث تكونت من عدد من السماسرة والتجار قاموا باستئجار مبنى لهم، لكن نشاطها كان قليلا وغير منظم مما أدى إلى إغلاقها.

استمرت المحاولات لإنشاء سوق منظمة لبيع الأوراق المالية وشراؤها، ففي عام 1898 كانت محاولة أخرى لإنشاء سوق منظمة وأختير أحد الفنادق لذلك الغرض، إلا أنه هو الآخر كان نشاطه قليلا وضعيفا، لكن تزايد النشاط الاقتصادي في مصر في الربع الأخير من القرن التاسع عشر وبعد أن بلغ عدد الشركات التي يتم التعامل بأسهمها بما يقرب من 79 شركة يشكل رأس مالها 29 مليون جنيه مصري، الأمر الذي استوجب إيجاد سوق للأوراق المالية، مما دفع ذلك إلى تدخل المشرع وأقيمت أول بورصة رسمية عام 1903 في القاهرة بعدها تم إنشاء بورصة الإسكندرية عندما أصدرت الحكومة أنذاك أول لائحة رسمية لتنظيم عمليات التداول في البورصة بعد أن اتسع نشاطها وازدادت أرباح الاستثمار بالأوراق المالية.

انضوى السوقان (القاهرة والإسكندرية) تحت اسم الهيئة العامة لسوق المال في مصر في الربع الأخير من القرن العشرين.¹

¹ - للمزيد أنظر: عبد الغفار حنيفي وسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

من أجل الوقوف على تطور أداء سوق الأوراق المالية لابد لنا أن نتتبع مؤشرات أداء السوق والتي تتضمن المؤشرات التالية:

الجدول (III-3): مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)

السنوات	المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة)	القيمة السوقية (بليون دولار أمريكي)	عدد الشركات (شركة)	معدل التداول (%)	معدل دوران السهم (%)
1990	85	1,8	573	0,29	37,79
1991	92	2,6	627	0,38	33,53
1992	100	3,3	656	0,47	43,04
1993	149	3,8	674	0,36	60,07
1994	238	4,3	700	1,46	61,85
1995	213	8,1	746	1,13	45,61
1996	297	14,2	649	3,64	54,82
1997	359	20,8	654	7,47	42,97
1998	382,77	24,4	861	5,93	17,10
1999	624,51	32,8	1033	9,96	12,33
2000	626,16	28,7	1076	11,14	10,14
2001	613	24,3	1110	3,99	14,69
2002	635,29	26,1	1148	2,91	36,12
2003	803,18	27,1	967	3,95	31,59
2004	1221,17	38,5	792	7,11	22,24
2005	2238,9	79,7	744	28,31	33,48
2006	2380,84	93,5	603	44,16	22,13
2007	5404,29	139,3	435	40,68	10,97
2008	4596,48	85,9	373	42,77	18,76
2009	6208	90,0	305	27,95	4,81
2010	4176	82,5	213	16,95	6,60
2011	2038	48,7	231	9,58	6,30
2012	2934	58,0	234	8	7,26

المصدر:

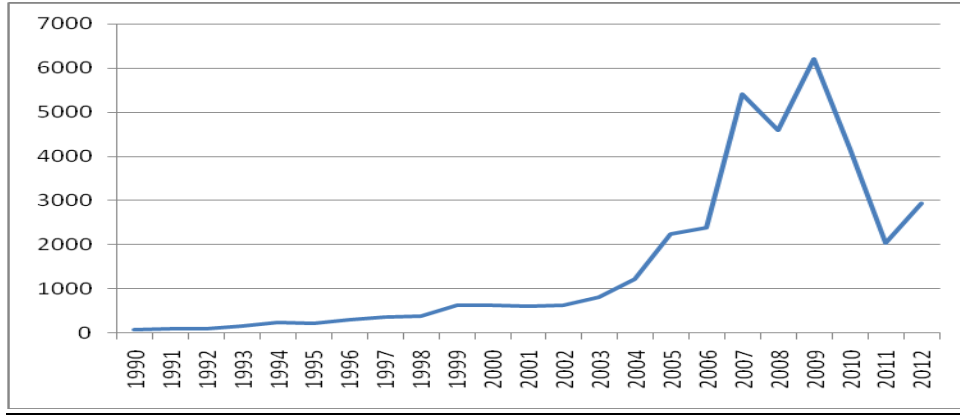
✓ الموقع الرسمي للبورصة المصرية.

<http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx>

✓ معطيات البنك الدولي.

1- المؤشر العام لأسعار الأسهم

الشكل (III-10): المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2012) (نقطة)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (III-3)

تظهر البيانات الواردة في الجدول أعلاه ومن خلال الشكل (III-10) أن المؤشر العام لأسعار الأسهم كان ذا اتجاه صعودي حتى عام 2007 الذي بلغ فيه ذروته 5404.29 نقطة، على الرغم من تراجع طفيف في بعض من السنوات (1995، 2001)، وجاء هذا التصاعد نتيجة تواصل الجهود الرامية إلى تطوير التشريعات، القوانين والأنظمة التي تحكم عملها، واعتماد نهج الخصخصة وتحويل ملكية هذه السوق تدريجياً إلى القطاع الخاص فضلاً عن مساهمة الإصلاحات الاقتصادية التي اتبعتها الحكومة المصرية في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والاقتصادي مما أثر بشكل إيجابي في أداء الشركات المدرجة في أسواق الأسهم وتعزيز فرص جذب الاستثمار الأجنبي إلى تلك الأسواق، ثم نجد بأن المؤشر تراجع ليصل إلى 4596.48 نقطة سنة 2008 وهذا بسبب التأثير بالأزمة المالية العالمية 2008. ليعرف بعدها ارتفاعاً وتحسناً ملحوظاً ليصل إلى 6208 نقطة، لينخفض بعدها بشكل ملحوظ بسبب ثورة الربيع العربي التي شهدتها الجمهورية المصرية العربية، مما أدى إلى تأثير السياسة على الساحة الاقتصادية، خروج عدد كبير من الأجانب من البورصة المصرية وإقفال البورصة لعدة أيام، كل هذا ساهم في الانخفاض حيث وصل إلى 2038 نقطة سنة 2011.

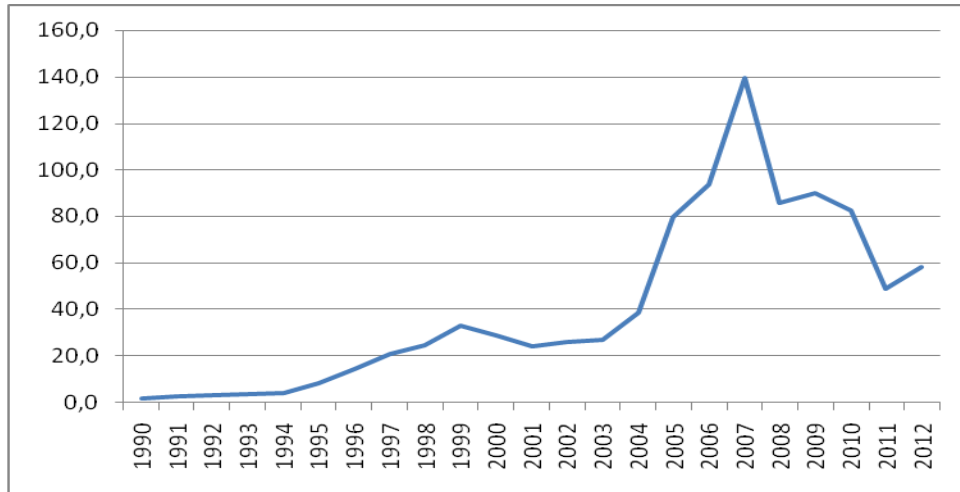
2- حجم السوق

يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1-2/ مؤشر القيمة السوقية: يركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن مؤشر القيمة السوقية يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر تدل

على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معا، ومن ثم يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي.¹

الشكل (III-11): القيمة السوقية في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011) (بليون دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (III-3)

تشير البيانات الواردة في الجدول (III-3) وفي الشكل (III-11) إلى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية ارتفاعا ملحوظا من 1990 إلى 2007 (من 1.8 إلى 139.3 بليون دولار أمريكي)، الأمر الذي يعني ارتفاع مستوى نشاط السوق المالية في مصر، ويمكن إرجاع هذا التطور إلى إدخال الإصلاحات الاقتصادية واستجابة السوق لبرنامج الخصخصة الحكومية ومن ثم زيادة اهتمام المؤسسات الأجنبية بالسوق المصري، والأداء الأفضل للشركات والذي انعكس في زيادة الأرباح، الأمر الذي أدى بدوره إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات ومن ثم ارتفاع كبير في القيمة السوقية.

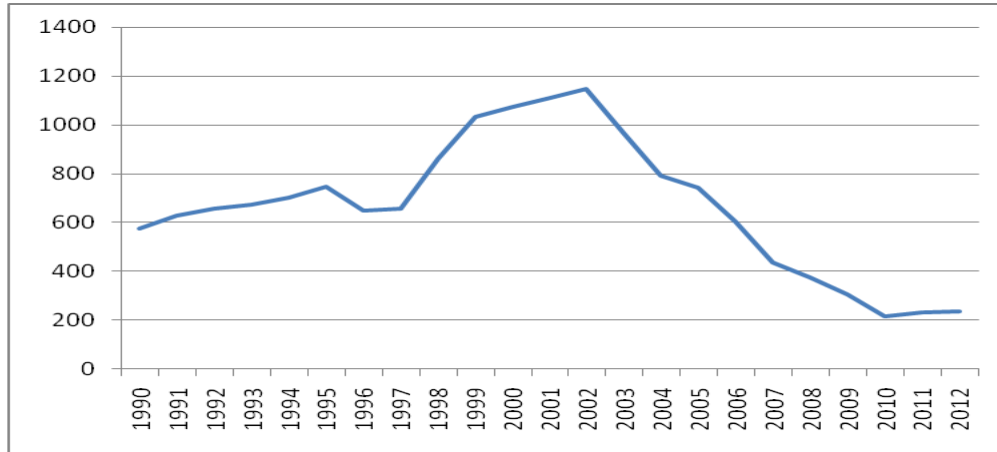
بداية من عام 2008 بدأ مؤشر القيمة السوقية يتراجع بسبب الأزمة المالية العالمية أولا ومن ثم ثورة الربيع العربي سنة 2010 مما أدى إلى عزوف المتعاملين عن شراء الأوراق المالية داخل البورصة.

¹ - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، " الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الأسكوا "، العدد الثاني، الأمم المتحدة، نيويورك، 2005، ص: 28.

2-2/ مؤشر عدد الشركات

الشكل (III-12): عدد الشركات في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)

(شركة)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (III-3)

عرفت الشركات المدرجة في البورصة المصرية ارتفاعا ملحوظا من 573 شركة سنة 1990 إلى 1148 شركة سنة 2002، لتشهد انخفاضا بعد ذلك حيث بلغت 231 شركة سنة 2011، إذ يعود السبب في هذا الانخفاض إلى خروج العديد من الشركات نتيجة لتأثيرات الأزمة المالية العالمية وللأسباب السياسية التي شهدتها السوق المصرية.

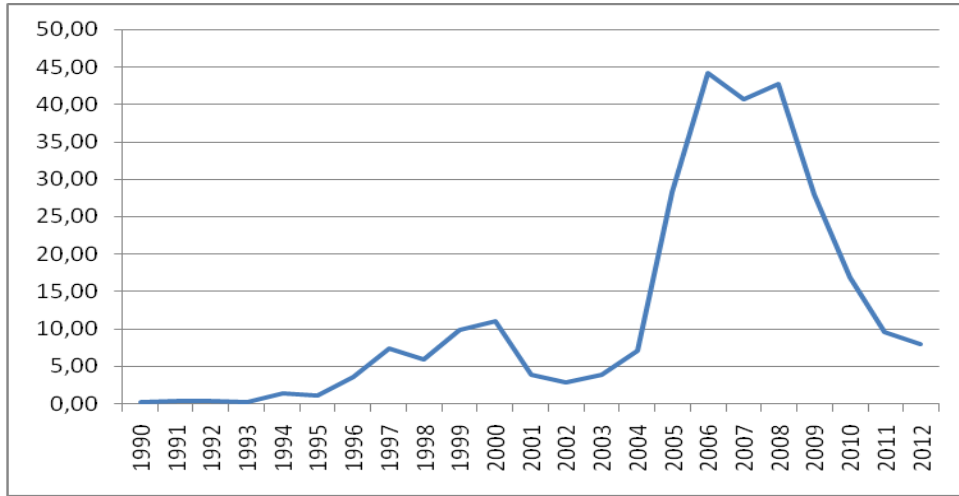
3- سيولة السوق

تعتبر سيولة السوق عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا وشراء. ويتم قياسها بمؤشرين أساسيين:

1-3/ مؤشر حجم التداول: يمثل مؤشر حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة من

النتائج المحلي الإجمالي.

الشكل (III-13): حجم التداول في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011) (%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (III-3)

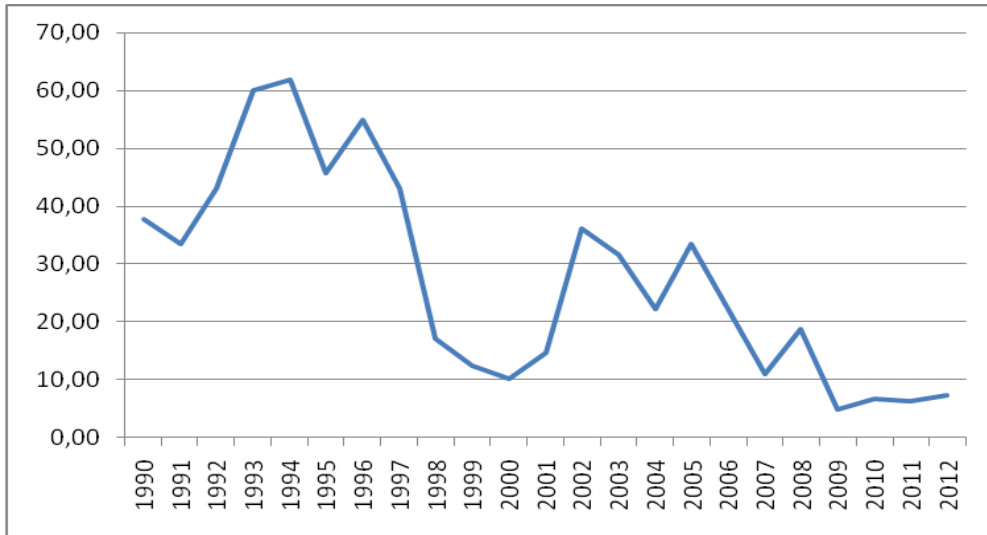
يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي داخل البورصة المصرية، والملاحظ أن حجم التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي شهد تطوراً بداية من 1990 إلى 2008 أين وصل حوالي 42.77%، ويعزى هذا التطور الكبير إلى ارتفاع القيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة، فضلاً عن دور السياسة الاقتصادية للحكومة المصرية التي ساعدت على تطوير السوق المالية المصرية لتصبح جاذبة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية، ومن ثم تحفيز الاستثمار في المشروعات طويلة الأجل، وبعدها عرف المؤشر بالتراجع المستمر بسبب تأثيرات الأزمة المالية العالمية والأوضاع الداخلية في الساحة المصرية.

كما نشهد بأنه كان هناك انخفاض شديد من 2001 إلى غاية 2004 وهذا بسبب أن الاقتصاد المصري شهد أسوأ حالاته خلال هذه الفترة نتيجة تراجع إجمالي رؤوس الأموال المستثمرة إضافة إلى تراجع الاستثمار الأجنبي غير المباشر من 716 مليون جنيه عام 1999 إلى 266 مليون جنيه عام 2000. بالإضافة إلى انخفاض احتياطات مصر من النقد الأجنبي من 23 مليار دولار عام 1997 إلى 14.2 مليار دولار سنة 2001. وعلى العموم فإن الاقتصاد المصري شهد خلال هذه الفترة ركود كبير.

2-3/ مؤشر معدل الدوران

الشكل (III-14): معدل دوران السهم في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)

(%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول (III-3)

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، يشير إلى سيولة السوق المالية، مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة (حجم التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر وليشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية. والملاحظ أن معدل دوران الأسهم شهد ارتفاعاً وتذبذباً في القيمة من 1990 إلى 2007 وبعدها تراجعاً كبيراً خلال بقية السنوات.

عموماً يعود ارتفاع هذا المؤشر إلى ارتفاع حجم التداول أو انخفاض القيمة السوقية أو كليهما والعكس صحيح، وقد تم شرح سبب ارتفاع وانخفاض المتغيرين سابقاً.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011

يعود تاريخ سوق نيويورك إلى عام 1792 عندما اجتمع 24 شخصاً من الذين كانوا يتاجرون بالأسهم والسندات تحت شجرة الدلب في وول ستريت في مدينة نيويورك للاتفاق على قواعد تحكم عمليات شراء الأسهم وبيعها، فكانت تلك بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم والتي شهدت بعد ذلك اهتماماً وتركيزاً سياسياً واقتصادياً كبيراً، إذ تسجل فيه أسهم أكبر وأشهر الشركات وأكثرها تداولاً.¹

¹ - جورج كلارك، " موجز في الاقتصاد الأمريكي "، مكتب الإعلام الخارجي، وزارة الخارجية الأمريكية، 2002.

يتم تقييم نشاط السوق المالي، خاصة من قبل المستثمرين عن طريق متابعة مؤشرات السوق المختلفة كذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات وذلك عن طريق ما تنشره الصحف العالمية المختلفة وبقية الوسائل، إذ يتم نشر قائمة لمختلف المؤشرات التي تقيس التطورات التي تطرأ على أسعار الأسهم في مختلف الأسواق المالية، ومن ثم فإن المستثمرين يكونون صورة واضحة عن استثماراتهم، فضلاً عن إمكانية توجيه أموالهم نحو الأسواق المالية الأكثر كفاءة وذلك من خلال الاعتماد على مؤشرات أداء تلك الأسواق، وفي هذه الدراسة سيتم اختيار مؤشر ستاندر آندبور S & P 500 وهذا بإعتباره مقياس أوسع للسوق ككل كونه يتألف من عدد كبير من الشركات بالمقارنة بعدد الشركات التي تتكون منها المؤشرات الأخرى، فهو يضم معظم الشركات الكبيرة الحجم.

الجدول (III-4): مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (1990-2011)

السنوات	المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة)	القيمة السوقية (بليون دولار أمريكي)	عدد الشركات (شركة)	معدل التداول (%)	معدل دوران السهم (%)
1990	334,63	3060,00	6599	30	53
1991	376,19	4090,00	6742	36	61
1992	415,75	4490,00	6699	33	48
1993	451,61	5136,20	7246	50	69
1994	460,42	5067,02	7692	50	69
1995	541,72	6857,62	7671	69	85
1996	670,50	8484,43	8479	91	92
1997	873,43	11308,78	8851	123	103
1998	1085,50	13451,35	8450	150	106
1999	1327,33	16635,11	7651	199	123
2000	1427,22	15104,04	7524	321	200
2001	1194,18	13854,62	6355	283	200
2002	993,94	11098,10	5685	239	203
2003	965,23	14266,27	5295	140	122
2004	1130,65	16323,73	5231	164	126
2005	1207,23	16970,86	5143	171	129
2006	1310,46	19425,85	5133	249	182
2007	1477,19	19947,28	5130	305	216
2008	1220,04	11737,65	5603	450	404
2009	984,05	15077,29	4401	336	348
2010	1139,97	17138,98	4279	211	189
2011	1267,64	15640,71	4171	205	187

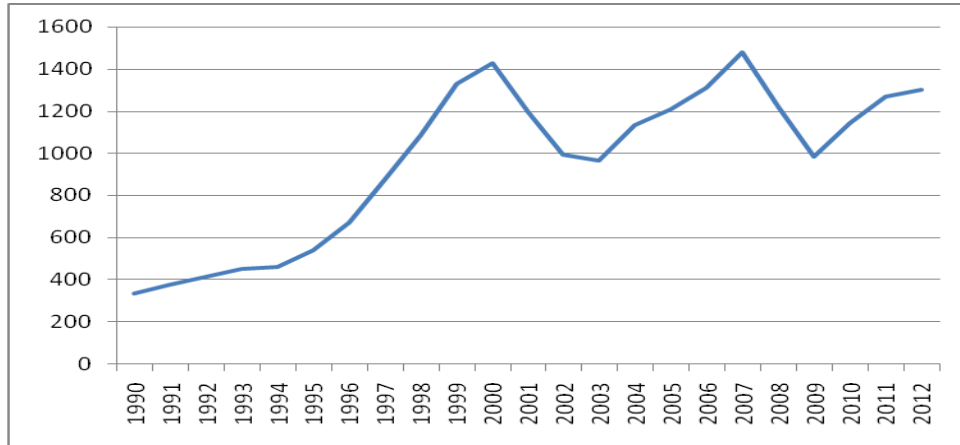
المصدر:

<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/SP500/downloaddata>: ✓

✓ معطيات البنك الدولي.

1- المؤشر العام لأسعار الأسهم

الشكل (III-15): المؤشر العام لأسعار الأسهم (S&P 500) في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (1990-2011) (نقطة)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-4)

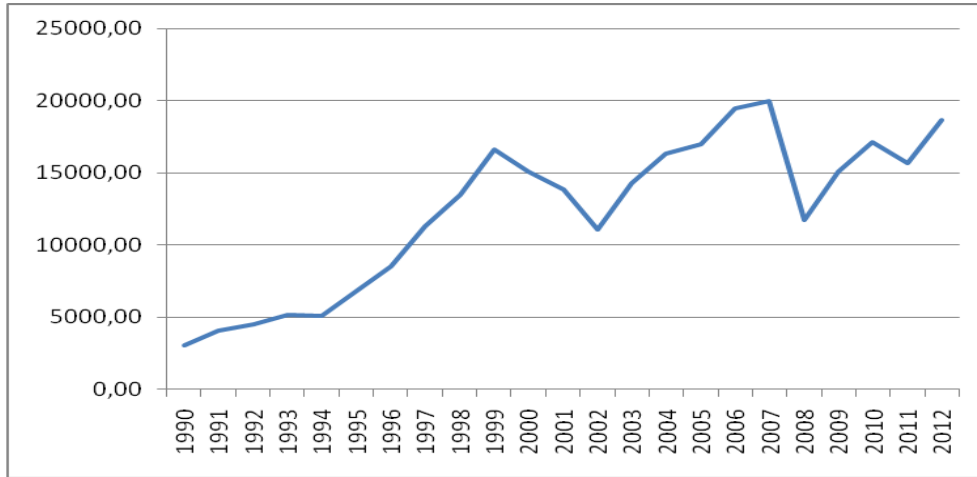
من خلال المنحنى ومعطيات الجدول أعلاه نلاحظ أن مؤشر S&P 500 شهد تزايداً من 1990 إلى 2000، حيث ارتفع ليصل إلى 1427.22 نقطة بعد أن كان 334.63 نقطة، لنجده ينخفض بشكل ملحوظ ابتداءً من سنة 2001 إلى غاية 2003 وهذا بسبب أزمة الفقاعات التي شهدتها معظم البورصات الأمريكية نتيجة تضخيم الشركات لأسعار أوراقها المالية (من بين الشركات المتضررة شركة آترون وورد كوم الأمريكية العملاقة المتخصصة في مجال الطاقة) ، كذلك أحداث 11 سبتمبر 2001، هذا كله أدى إلى عزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية وبالتالي ضعف التداول في البورصات. بعدها بدأ المؤشر يستعيد عافيته ليصل عام 2007 إلى 1477.19 نقطة، لنشهد الانخفاض ثانية ابتداءً من سنة 2008 وهذا بسبب الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها السلبية على المؤشر ليصل 984.05 نقطة سنة 2009. لنشاهد بعد ذلك الارتفاع التدريجي ليصل إلى 1267.64 نقطة سنة 2011.

2- حجم السوق

يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1-2/ مؤشر القيمة السوقية: يعكس هذا المؤشر اتساع حجم المعاملات في السوق المالية، فهو يدل على ارتفاع مستوى نشاطها.

الشكل (III-16): القيمة السوقية في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (1990-2011) (بليون دولار أمريكي)

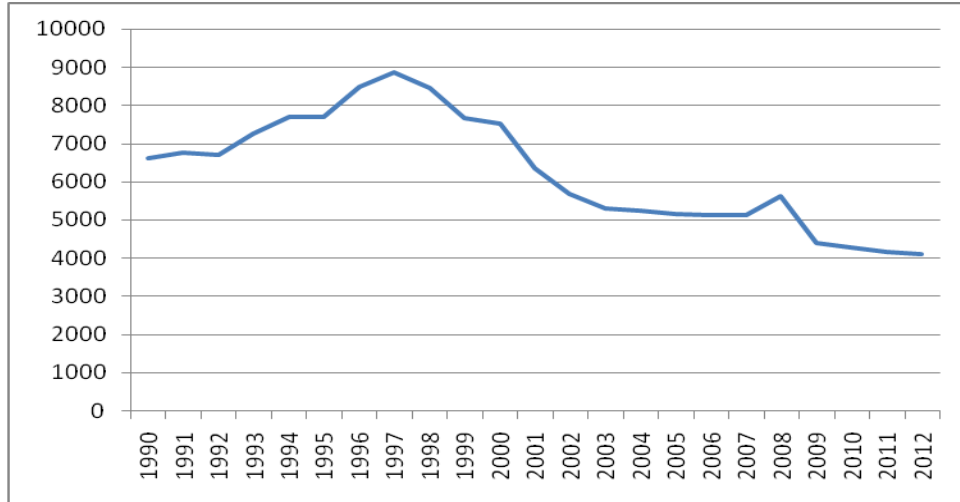


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-4)

من خلال منحنى تطور القيمة السوقية لبورصة نيويورك خلال الفترة 1990 - 2011، نلاحظ الارتفاع إلى غاية 2007 أين بلغ ما قيمته 19947.28 بليون دولار أمريكي، وهذا بفعل زيادة الأسهم لزيادة عدد الشركات خصوصا بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة (الخيارات، المبادلات والمستقبليات) التي شجعت العديد من المستثمرين على التوجه نحو السوق طلبا للتمويل من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأوراق المالية الحديثة، يضاف إلى ذلك كله التطور الكبير في مجال تكنولوجيا الاتصالات خصوصا بعد إدخال نظام الكمبيوتر الذي أصبح يمثل وسيلة فعالة في عملية التداول ورصد التغيرات التي تطرأ على السوق المالية عامة، إلا أننا نشاهد في هذه الفترة الانخفاض في عامي 2000 و 2001 و 2002 وهذا نتيجة أزمة الفقاعات سنة 2000 وأحداث 11 سبتمبر 2001. وبعد سنة 2007 نسجل أيضا انخفاضاً آخر وهذا بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 التي أدت إلى عزوف و خروج عدد كبير من المستثمرين في البورصة، لنسجل بعد ذلك التعافي التدريجي للبورصة.

2-2/ مؤشر عدد الشركات

الشكل (III-17): عدد الشركات في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (1990-2011) (شركة)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-4)

يكشف لنا هذا المؤشر عن تطور عدد الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية S&P 500، إذ نجد بأنه شهد ارتفاعاً إلى غاية 1997 حيث بلغ 8851 شركة، ليبدأ بالانخفاض منذ ذلك التاريخ وهذا بسبب أنه في سنة 1998 بدأ الأخذ بمعايير الحوكمة فيما يخص الشركات المدرجة في هذا المؤشر، ونتيجة لأن معظم الشركات لم تتفق وهذه المعايير كان لزاماً عليها الخروج من المؤشر. هذا فضلاً عن التأثيرات السلبية لكل من أزمة الفقاعات 2000، أحداث 11 سبتمبر 2001 وأحداث الأزمة العالمية 2008.

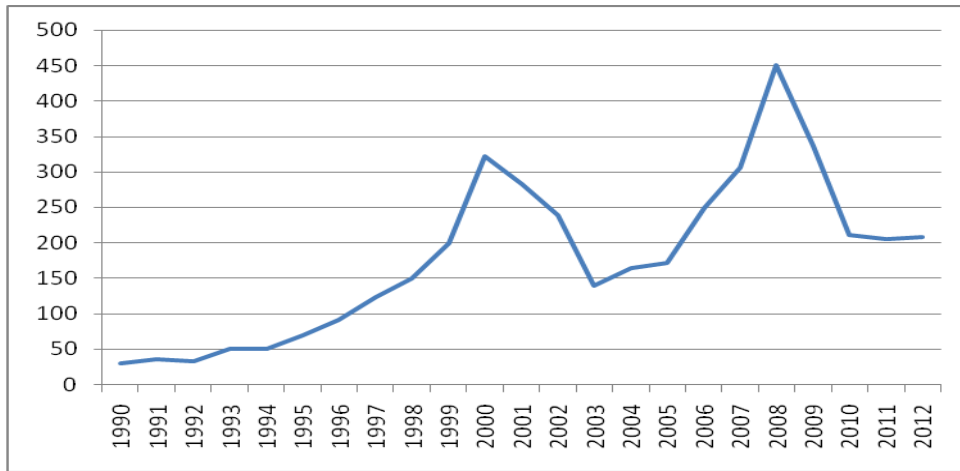
3- سيولة السوق

تعتبر سيولة السوق عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً. ويتم قياسها بمؤشرين أساسيين:

3-1/ مؤشر حجم التداول: يمثل مؤشر التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة من الناتج

المحلي الإجمالي.

الشكل (III-18): حجم التداول في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة (1990-2011) (%)



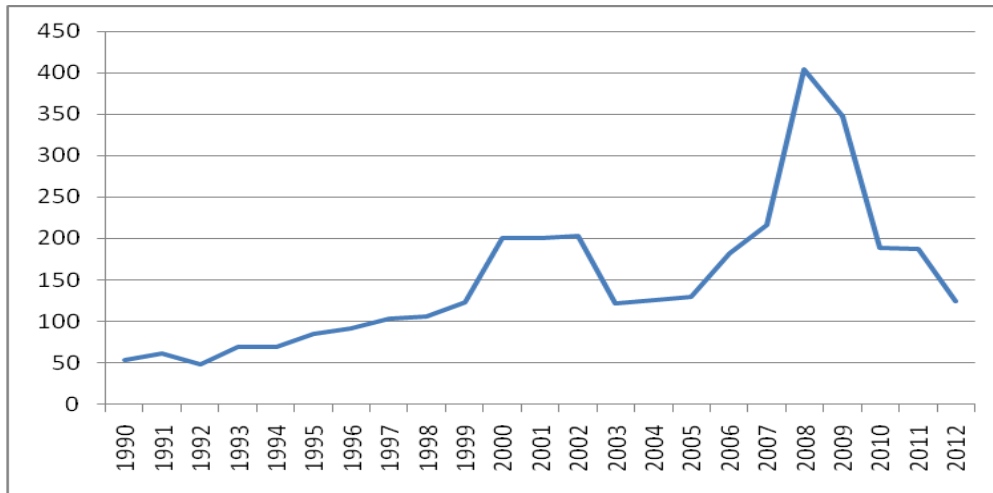
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-4)

الملاحظ أن حجم التداول في البورصة الأمريكية شهد تزايداً ملحوظاً ابتداءً من 1990 إلى 2000 وهو تزايد كبير جداً، إذ انتقل من 30% إلى 321%، لينخفض بعدها إلى غاية 2003 وهذا بسبب أزمة الفقاعات وأحداث 11 سبتمبر، ليرتفع بعدها إلى غاية 2008 ثم ينخفض بسبب الأزمة المالية العالمية 2008.

2-3 / مؤشر معدل الدوران

الشكل (III-19): معدل دوران السهم في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990-2011)

(%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-4)

الملاحظ من الشكل أن معدل الدوران ارتفع من سنة 1990 (53%) إلى سنة 2002 (203%) الأمر الذي يعكس تزايد نشاط سوق، ومنه تزايد عمليات البيع والشراء، لينخفض في السنة الموالية بدرجة كبيرة بسبب انخفاض حجم التداول بحجم كبير وارتفاع القيمة السوقية في نفس الوقت، ثم نجده يرتفع ابتداءً من سنة 2004 إلى غاية 2008 ومن ثم الانخفاض بسبب الأزمة العالمية 2008.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر أدوات السياسة المالية على المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990 - 2011)

أصبح الاقتصاد القياسي يحظى بأهمية كبيرة، بوصفه الأداة الرئيسية التي تقدر افتراضات النظرية الاقتصادية بإعطائها تقديرات عددية تقرّبها إلى الواقع لتكون أكثر منطقية وقبول، ويحاول هذا العلم الجمع ما بين النظرية الاقتصادية والأساليب الرياضية والطرائق الإحصائية للحصول على تقديرات كمية يمكن استخدامها للمساعدة على التنبؤ واتخاذ القرار ودراسة التغييرات الهيكلية.

إن المهمة الأساسية في هذا المبحث تتمثل في قياس العلاقة ما بين أدوات السياسة المالية (الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة) ومؤشرات سوق الأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم)، بحيث تم اختيار هذا المؤشر باعتباره مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياساً للحركة العامة للسوق.

المطلب الأول: بناء النموذج القياسي

أولاً: لبناء النموذج القياسي لا بد أن نبتدئ بالصيغة الرياضية التي على أساسها يتحدد شكل العلاقة الدالية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وبما أن الدراسة المراد توصيف نموذجها القياسي تقوم على أساس معرفة أثر أدوات السياسة المالية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم) خلال الفترة (1990-2011)، فإن أدوات السياسة المالية هي المتغيرات المستقلة ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية هي المتغيرات التابعة، كما يمكن تصنيف متغيرات النموذج الاقتصادي إلى داخلية وخارجية، ومنه فإن المعادلة في النموذج تتضمن المتغيرات التالية:

1/ المتغيرات الخارجية

تتضمن المتغيرات الخارجية (المستقلة) في نموذجنا هذا أدوات السياسة المالية التي يمكن أن تؤثر في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وبهذا فإن النموذج يتضمن متغيرين يعبران عن السياسة المالية في كلا البلدين كما يلي:

$$1-1 / \text{الإنفاق الحكومي (DP)}$$

سيرمز لهذا المتغير بالرمز (DP)، حيث سيكون في مصر DP_EGY ، وفي الولايات المتحدة الأمريكية DP_USA .

$$1-2 / \text{الإيرادات العامة (RP)}$$

سيرمز لهذا المتغير بالرمز (RP)، حيث سيكون في مصر RP_EGY ، وفي الولايات المتحدة الأمريكية RP_USA .

2/ المتغيرات الداخلية: سيتم الاستعانة بمؤشر *EGX* في مصر ومؤشر ستاندر آندبور *S&P 500* بالنسبة لبورصة نيويورك، وذلك للتعبير عن أداء السوق، سيتم الترميز للمؤشر العام لبورصة المصرية بـ *EGX* ومؤشر الولايات المتحدة الأمريكية بـ *SP*.

ثانيا: طبيعة الاستجابة بين متغيرات النموذج

قبل البدء بقياس العلاقة ما بين المتغيرات الخارجية والمتغيرات الداخلية نحاول تبيان نوع العلاقة النظرية (وفقا للنظريات الاقتصادية أي النماذج الاقتصادية التي تم ذكرها في الفصل الثاني) التي تربطهما كالاتي:

- 1- يفترض النموذج أن قيام الحكومة بزيادة الإنفاق الحكومي (الاستثماري، البنية التحتية) من شأنه أن ينعكس بالإيجاب على المؤشر العام لأسعار الأسهم، لكن إن كان في غير ذلك فسيؤثر بالسلب.
- 2- يفترض النموذج وجود علاقة عكسية تربط الإيرادات العامة (الضريبية) بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (بافتراض ثبات العوامل الأخرى).

ثالثا: تهيئة البيانات

تم الاعتماد في الحصول على البيانات المالية على الموقع الرسمي للبنك الدولي وتقارير البنك المركزي المصري للسنوات 1990 إلى 2011 والتقارير السنوية لصندوق النقد الدولي، كذلك تم الاعتماد في إعداد البيانات الخاصة بالأسواق المالية على الموقع الرسمي لبورصة المصرية ومعطيات البنك الدولي. مع الإشارة إلى أنه سيتم العمل بالقيم الحقيقية لكل من المتغيرات وهذا عن طريق قسمة القيم الاسمية على الناتج المحلي الإجمالي.

امتدت السلسلة الزمنية اثنان وعشرون سنة لكل من البلدين، تم استخراج البيانات المطلوبة وتبويبها في جداول توضيحية كما يلي:

الجدول (III-5): النفقات العامة، الإيرادات العامة والمؤشر العام لأسعار الأسهم EGX في مصر

للمدة 1990-2011

EGX (نقطة)	الإيرادات العامة/الناتج المحلي الإجمالي	الإنفاق العام/الناتج المحلي الإجمالي	الناتج المحلي الإجمالي	الإيرادات العامة (مليون جنيه)	الإنفاق العام (مليون جنيه)	السنوات
85	0,6342602	0,77441327	39200	24863	30357	1990
92	0,83535347	0,85865601	45789	38250	39317	1991
100	1,04731331	1,1427499	50620	53015	57846	1992
149	1,10939711	1,13124469	56528	62712	63947	1993
238	1,07422671	1,06526962	65758	70639	70050	1994
213	1,0236476	0,99893187	73961	75710	73882	1995
297	0,87257883	0,92676409	81572	71178	75598	1996
359	0,85114635	0,91056388	87146	74174	79352	1997
382,77	0,7701347	0,79832655	91906	70780	73371	1998
624,51	0,95953346	0,9618327	95684	91812	92032	1999
626,16	1,07670517	1,12255853	90724	97683	101843	2000
613	1,16792261	1,26053489	86522	101051	109064	2001
635,29	1,40453048	1,53577407	74076	104042	113764	2002
803,18	1,45921679	1,58481822	79187	115551	125497	2003
1221,17	1,37844076	1,50280554	94456	130202	141949	2004
2238,9	1,2829166	1,57589427	107742	138224	169790	2005
2380,84	1,17580297	1,45348617	132165	155400	192100	2006
5404,29	1,09324574	1,34690374	164844	180215	222029	2007
4596,48	1,17781868	1,50171829	187978	221404	282290	2008
6208	1,31628483	1,63775551	214623	282505	351500	2009
4176	1,15955229	1,58283814	231222	268114	365987	2010
2038	1,04878097	1,58873598	252947	265286	401866	2011

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدولين (III-1) و (III-3)

<http://unctadstat.unctad.org/TableView/tableView.aspx>

الجدول (III-6): النفقات العامة، الإيرادات العامة والمؤشر العام لأسعار الأسهم S&P 500 في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2011

S&P 500 (نقطة)	الإيرادات العامة/النتائج المحلي الإجمالي	النفقات العامة/النتائج المحلي الإجمالي	النتائج المحلي الإجمالي	الإيرادات الضريبية (بليون دولار)	النفقات العامة (بليون دولار)	السنوات
334,63	0,00018192	0,00022258	5787087	1052,8	1288.1	1990
376,19	0,00017729	0,00022172	5977830	1059,8	1325,4	1991
415,75	0,00017404	0,0002257	6328423	1101,4	1428,3	1992
451,61	0,00017662	0,00021067	6653991	1175,2	1401,8	1993
460,42	0,00018217	0,00020671	7073147	1288,5	1462,1	1994
541,72	0,00018464	0,00020439	7404641	1367,2	1513,4	1995
670,50	0,00018828	0,00020242	7832087	1474,6	1585,4	1996
873,43	0,00019435	0,00019462	8332986	1619,5	1621,8	1997
1085,50	0,00019859	0,00019245	8798841	1747,4	1693,3	1998
1327,33	0,00019848	0,00018174	9362702	1858,3	1701,6	1999
1427,22	0,00020493	0,00017938	9968008	2042,7	1788,1	2000
1194,18	0,00019361	0,00018464	10305524	1995,3	1902,8	2001
993,94	0,00017013	0,00019174	10665027	1814,4	2044,9	2002
965,23	0,00016073	0,00019626	11168509	1795,1	2191,9	2003
1130,65	0,00016213	0,00019581	11880609	1926,2	2326,4	2004
1207,23	0,00017369	0,00019884	12650457	2197,3	2515,4	2005
1310,46	0,0001814	0,00020099	13402905	2431,3	2693,9	2006
1477,19	0,00019147	0,00021175	14054406	2691	2976	2007
1220,04	0,00018107	0,00022396	14314670	2592	3205,9	2008
984,05	0,00016122	0,00026349	13995447	2256,38	3687,72	2009
1139,97	0,00016676	0,00026687	14518157	2421	3874,41	2010
1267,64	0,00016842	0,0002594	15092796	2542	3915,07	2011

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدولين (III-2) و (III-4)

<http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>

المطلب الثاني: دراسة استقرارية متغيرات الدراسة

قبل تقدير النموذج لابد من المرور بمرحلة دراسة استقرارية السلاسل الزمنية المدرجة في النموذج ولاختبار هذه الاستقرارية يوجد عدة أدوات إحصائية نذكر منها:

اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) Dicky-Fuller Augmente Test

يعتمد اختبار (ADF) في دراسة استقرارية سلسلة زمنية ولتكن Y_t على تقدير النماذج الثلاثة التالية:¹

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^P \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + \mu_t \dots \dots \dots (4)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^P \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + c + \mu_t \dots \dots \dots (5)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^P \phi_{j+1} \cdot \Delta Y_{t-j} + c + bt + \mu_t \dots \dots \dots (6)$$

نريد من خلال اختبار ADF تأكيد استقرارية السلاسل *EGX*، *S&P 500*، *DP* و *RP* في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية، بالاعتماد على برنامج *Eviews 7.0* وبالتالي فإن خطوات هذا الاختبار يمكن تلخيصها في الجداول التالية:

أولاً: دراسة استقرارية السلسلة *EGX*

القرار	الاحتمال	القيمة الحرحة	إحصائية ADF	المعامل	النموذج	لسلسلة
- معامل الاتجاه العام يختلف معنوياً عن الصفر.	0.0142	-	-	<i>b</i>	6	<i>EGX</i> عند المستوى 0.05
	-	-3.69	-6.15	ϕ		
- الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر.	0.61	-	-	<i>c</i>	5	
- وجود جذر وحدوي.	-	-3.02	0.65	ϕ		
- السلسلة غير مستقرة عند المستوى.	-	-1.96	1.31	ϕ	4	
- السلسلة من TS	-					

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 05

¹ -Régis Bourbonnais, "économétrie", 5 édition, édition Dunod, paris, France, 2004, p234.

الفصل الثالث: أثر أدوات السياسة المالية على مؤشر الأداء لسوقى مصر ونيويورك للأوراق المالية (1990-2011)

النتيجة : السلسلة من TS

- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر.	<i>0.067</i>	-	-	<i>b</i>	6	EGX <i>d</i> عند المستوى 0.05
	-	<i>-3.73</i>	<i>-4.38</i>	φ		
- الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر.	<i>0.09</i>	-	-	<i>c</i>	5	
- عدم وجود جذر وحدوي.	-	<i>-3.06</i>	<i>-3.28</i>	φ		
- السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.	-	<i>-1.96</i>	<i>-3.84</i>	φ	4	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 05

ثانيا: دراسة استقرارية السلسلة *dP-EGY*

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية ADF	المعامل	النموذج	السلسلة
- معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر.	<i>0.0020</i>	-	-	<i>b</i>	6	<i>dP-EGY</i> عند المستوى 0.05
	-	<i>4.57-</i>	<i>4.14-</i>	φ		
- الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر.	<i>0.1350</i>	-	-	<i>c</i>	5	
- وجود جذر وحدوي.	-	<i>3.01-</i>	<i>1.26-</i>	φ		
- السلسلة غير مستقرة عند المستوى.	-	<i>1.95-</i>	<i>1.06</i>	φ	4	
- السلسلة من TS	-					

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

النتيجة: السلسلة من TS

Dependent Variable: DPR_EGY				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 13:22				
Sample: 1990 2011				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.039116	0.005428	7.206838	0.0000
C	-77.01174	10.85793	-7.092672	0.0000
R-squared	0.721985	Mean dependent var	1.239208	
Adjusted R-squared	0.708084	S.D. dependent var	0.298932	
S.E. of regression	0.161510	Akaike info criterion	-0.721986	
Sum squared resid	0.521712	Schwarz criterion	-0.622800	
Log likelihood	9.941845	Hannan-Quinn criter.	-0.698621	
F-statistic	51.93851	Durbin-Watson stat	0.607399	
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد برنامج Eviews.07

ثالثاً: دراسة استقرارية السلسلة RP-EGY

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية ADF	المعامل	النموذج	لسلسلة
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر. - وجود جذر وحدوي. - السلسلة غير مستقرة عند المستوى.	0.2622	-	-	b	6	RP-EGY عند المستوى 0.05
	-	-2.63	-3.65	φ		
	0.02	-	-	c	5	
	-	-2.41	-3.02	φ		
-	-	-1.95	0.27	φ	4	
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر. - عدم وجود جذر وحدوي. - السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.	0.5571	-	-	b	6	
	-	-3.65	-2.74	φ		
	0.9721	-	-	c	5	
	-	-3.02	-2.73	φ		
-	-	-1.95	-2.87	φ	4	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

رابعاً: دراسة استقرارية مؤشر SP500 لبورصة نيويورك للولايات المتحدة الأمريكية

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية ADF	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر. - وجود جذر وحدوي. - السلسلة غير مستقرة عند المستوى.	0.067	-	-	b	01	6	SP عند المستوى 0.05
	-	3.65-	2.83-	φ			
	0.0193	-	-	c	04	5	
	-	3.052-	2.22-	φ			
-	-	1.96-	0.55	φ	02	4	
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر. - عدم وجود جذر وحدوي. - السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.	0.10	-	-	b	03	6	
	-	3.71-	3.98-	φ			
	0.26	-	-	c	01	5	
	-	3.02-	3.73-	φ			
-	-	1.96-	3.50-	φ	01	4	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 06

خامسا: دراسة استقرارية مؤشر *DP-USA*

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية ADF	المعامل	درجة التأخير	النموذج	السلسلة	
- معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر. - وجود جذر وحدوي. - السلسلة غير مستقرة عند المستوى. - السلسلة من النوع TS	0.0221	-	-	<i>b</i>		6	<i>DP-USA</i> عند المستوى 0.05	
	-	3.64-	0.66-	φ				
	0.2698	-	-	<i>c</i>		5		
	-	3.02-	1.103-	φ				
-	1.95-	0.72	φ		4			
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر. - عدم وجود جذر وحدوي. - السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.	0.0362	-	-	<i>b</i>		6		<i>D(DP-USA)</i> عند المستوى 0.05
	-	3.96-	3.25-	φ				
	0.66	-	-	<i>c</i>		5		
	-	3.02-	2.87-	φ				
-	1.95-	2.90-	φ		4			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 03

سادسا: دراسة استقرارية مؤشر *RP_USA*

القرار	الاحتمال	القيمة الحرجة	إحصائية ADF	المعامل	درجة التأخير	النموذج	11	
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر. - الثابت يختلف معنويا عن الصفر. - وجود جذر وحدوي. - السلسلة غير مستقرة عند المستوى.	0.1626	-	-	<i>b</i>	01	6	<i>RP_USA</i> عند المستوى 0.05	
	-	3.65-	3.32-	φ				
	0.0094	-	-	<i>c</i>	01	5		
	-	3.02-	2.93-	φ				
-	1.96-	0.31	φ	01	4			
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر. - عدم وجود جذر وحدوي. - السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.	0.40	-	-	<i>b</i>	01	6		<i>RP_) D(USA</i> عند المستوى 0.05
	-	3.67-	3.57-	φ				
	0.8240	-	-	<i>c</i>	01	5		
	-	3.02-	3.94-	φ				
-	1.96-	3.95-	φ		4			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 04

المطلب الثالث: تقدير وتحليل أثر أدوات السياسة المالية على المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990 – 2011

قبل تقدير النموذج يجب إجراء اختبار التكامل المتزامن: اختبار جوهانسن

لدراسة العلاقة في المدى الطويل بين مجموعة متغيرات متكاملة من نفس الدرجة، هناك أيضا اختبار التكامل المتزامن لـ Johansen (1988)، الذي يسمح بحساب عدد علاقات التكامل المتزامن من خلال حساب عدد أشعة التكامل المتزامن، والمسماة برتبة مصفوفة التكامل المتزامن. ويقوم هذا الاختبار على تقدير النموذج التالي :

$$\Delta Y_t = A_0 + A_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + A_p \Delta Y_{t-p+1} + \pi Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث ان : المصفوفة π تكتب على الشكل التالي $\pi = \sum_{i=1}^p A_{i-1}$

p : عدد التأخيرات في النموذج

$R_g(\pi_p) = r$ رتبة المصفوفة π و التي تمثل عدد علاقات التكامل المتزامن

أولاً: اختبار علاقة التكامل المتزامن لمصر

بعد أن قمنا بدراسة إستقرارية المتغيرات وجدنا أن المتغيرات EGX ، RP_EGY ، DP_EGY مستقرة من الدرجة الأولى، أي أن هذه المتغيرات تنمو بنفس وتيرة الاتجاه على المدى الطويل وبالتالي إمكانية وجود تكامل متزامن بينها لذا سنقوم باختبارها وهذا باستعمال طريقة جوهانسن كما يلي:

ate: 04/17/14 Time: 19:55				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: EGX DPR_EGY RPR_EGY				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.453836	18.48579	29.79707	0.5303
At most 1	0.270588	6.389061	15.49471	0.6495
At most 2	0.003929	0.078729	3.841466	0.7790
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.453836	12.09673	21.13162	0.5381
At most 1	0.270588	6.310332	14.26460	0.5737

At most 2	0.003929	0.078729	3.841466	0.7790
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):				
EGX	DPR_EGY	RPR_EGY		
0.000374	-5.775571	11.86458		
-0.001288	14.57914	-13.67667		
-0.000683	19.30685	-21.92612		
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):				
D(EGX)	28.04442	469.3446	31.81254	
D(DPR_EGY)	-0.030653	-0.029024	0.005601	
D(RPR_EGY)	-0.054401	-0.007714	0.004326	
1 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-113.9922	
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
EGX	DPR_EGY	RPR_EGY		
1.000000	-15458.42	31755.75		
	(7756.52)	(10813.8)		
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)				
D(EGX)	0.010478			
	(0.09991)			
D(DPR_EGY)	-1.15E-05			
	(1.1E-05)			
D(RPR_EGY)	-2.03E-05			
	(8.9E-06)			
2 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-110.8370	
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
EGX	DPR_EGY	RPR_EGY		
1.000000	0.000000	-47203.66		
		(13865.9)		
0.000000	1.000000	-5.107858		
		(1.14861)		
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)				
D(EGX)	-0.593970	6680.667		
	(0.31965)	(3738.11)		
D(DPR_EGY)	2.59E-05	-0.246111		
	(3.7E-05)	(0.43206)		
D(RPR_EGY)	-1.04E-05	0.201737		
	(3.2E-05)	(0.37295)		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

من الجدول أعلاه يتضح أن λ_{trace} أصغر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5% وبالتالي لا نرفض الفرضية العدمية لعدم وجود علاقة تكامل متزامن، أي عدم وجود توليفة خطية ساكنة بين EGX و DP_EGY ، RP_EGY ، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرتين، أي أنهما يتعدان كثيرا عن بعضها البعض في المدى الطويل بحيث لا تظهر سلوكا متشابها.

تقدير النموذج الأول الخاص بمصر

Dependent Variable: EGX				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 20:06				
Sample: 1990 2011				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY	8322.067	1973.946	4.215954	0.0005
RPR_EGY	-6864.598	2792.562	-2.458172	0.0237
C	-1327.563	1514.795	-0.876397	0.3918
R-squared	0.559844	Mean dependent var		1521.890
Adjusted R-squared	0.513512	S.D. dependent var		1882.282
S.E. of regression	1312.867	Akaike info criterion		17.32394
Sum squared resid	32748775	Schwarz criterion		17.47272
Log likelihood	-187.5633	Hannan-Quinn criter.		17.35899
F-statistic	12.08328	Durbin-Watson stat		1.065647
Prob(F-statistic)	0.000411			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

الصيغة القياسية للنموذج السابق كما يظهر في الجدول هي:

- نلاحظ من خلال الشكل السابق انه يحمل مشكل الارتباط الخطي للأخطاء من الدرجة الأولى ($DW = 1.06$) و الذي نستطيع التخلص منه من خلال إدخال تأخيرات زمنية (النموذج الديناميكي) - كما سنرى لاحقا- إلا أن هذا النموذج يوحي مبدئيا على وجود علاقة عكسية بين EGX و RPR_EGY خلال فترة الدراسة.

النموذج الديناميكي

أعطى حساب معادلة الأنحدار بطريقة المربعات الصغرى، انطلاقا من الأرقام المبينة في الملحق رقم (07) على أساس التأخر بفترتين بالنسبة للمتغيرة المستقلة والتابعة (بالاعتماد على معايير كل من (AIC, SC, HQ) ، وعليه أعطى التقدير الشكل التالي:

:P=1

Dependent Variable: EGX				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 20:25				
Sample (adjusted): 1991 2010				
Included observations: 20 after adjustments				
Convergence achieved after 28 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY	3683.225	4153.320	0.886815	0.3902
RPR_EGY	-4169.758	5043.585	-0.826745	0.4222
C	274.8203	2143.330	0.128221	0.8998
DPR_EGY(1)	6922.682	3815.512	1.814352	0.0911
RPR_EGY(1)	-6713.506	4366.573	-1.537477	0.1465
AR(1)	0.331748	0.314228	1.055757	0.3090
R-squared	0.795887	Mean dependent var		1567.930
Adjusted R-squared	0.722990	S.D. dependent var		1947.053
S.E. of regression	1024.768	Akaike info criterion		16.94565
Sum squared resid	14702094	Schwarz criterion		17.24436
Log likelihood	-163.4565	Hannan-Quinn criter.		17.00396
F-statistic	10.91792	Durbin-Watson stat		1.838890
Prob(F-statistic)	0.000196			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

التأخير الأمثل : هو $p=2$

Dependent Variable: EGX				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 20:04				
Sample (adjusted): 1992 2009				
Included observations: 18 after adjustments				
Convergence achieved after 25 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY	6432.625	4063.649	1.582967	0.1479
RPR_EGY	-12764.77	4607.395	-2.770495	0.0217
C	3854.749	1269.775	3.035774	0.0141
DPR_EGY(1)	-822.8869	5336.958	-0.154187	0.8809
RPR_EGY(1)	5901.202	6322.085	0.933426	0.3750
DPR_EGY(2)	9557.729	3916.459	2.440401	0.0373
RPR_EGY(2)	-12478.15	4644.640	-2.686570	0.0249
AR(1)	-0.523144	0.320518	-1.632182	0.1371
AR(2)	0.135825	0.297763	0.456153	0.6591
R-squared	0.895926	Mean dependent var		1505.033
Adjusted R-squared	0.803416	S.D. dependent var		1924.726
S.E. of regression	853.3816	Akaike info criterion		16.64314
Sum squared resid	6554341.	Schwarz criterion		17.08833
Log likelihood	-140.7883	Hannan-Quinn criter.		16.70453
F-statistic	9.684618	Durbin-Watson stat		1.990932
Prob(F-statistic)	0.001296			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

وقبل اعتماد هذا النموذج لاستخدامه في تقدير الآثار قصيرة وطويلة الأجل ينبغي التأكد من جودة أداء هذا النموذج ويتم ذلك بإجراء الاختبارات التشخيصية التالية :

- اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي : Multiplier Test of Residual Lagrange: [Breush-Godfrey (BG)]
- اختبار تجانس التباين (الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين) (ARCH)
- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي : اختبار 'جاك- بيرأ' "Jarque-Bera"

1/ اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي : Multiplier Test of Lagrange: [Breush-Godfrey (BG)] Residual

الجدول (III-20): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.243233	Prob. F(2,7)		0.7904
Obs*R-squared	1.169627	Prob. Chi-Square(2)		0.5572
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 21:52				
Sample: 1992 2009				
Included observations: 18				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY	500.0671	4520.439	0.110624	0.9150
RPR_EGY	-344.9931	5377.981	-0.064149	0.9506
C	-535.7291	1891.664	-0.283205	0.7852
DPR_EGY(1)	-581.7539	5941.075	-0.097921	0.9247
RPR_EGY(1)	-307.5457	8285.349	-0.037119	0.9714
DPR_EGY(2)	413.6629	4432.145	0.093332	0.9283
RPR_EGY(2)	764.3486	6413.617	0.119176	0.9085
AR(1)	0.455695	0.931640	0.489132	0.6397
AR(2)	-0.196678	0.435855	-0.451248	0.6655
RESID(-1)	-0.305077	1.126616	-0.270791	0.7944
RESID(-2)	0.699321	1.002924	0.697282	0.5081
R-squared	0.064979	Mean dependent var		4.13E-07
Adjusted R-squared	-1.270765	S.D. dependent var		620.9263
S.E. of regression	935.6774	Akaike info criterion		16.79818
Sum squared resid	6128445.	Schwarz criterion		17.34230
Log likelihood	-140.1836	Hannan-Quinn criter.		16.87321
F-statistic	0.048647	Durbin-Watson stat		1.846991
Prob(F-statistic)	0.999965			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

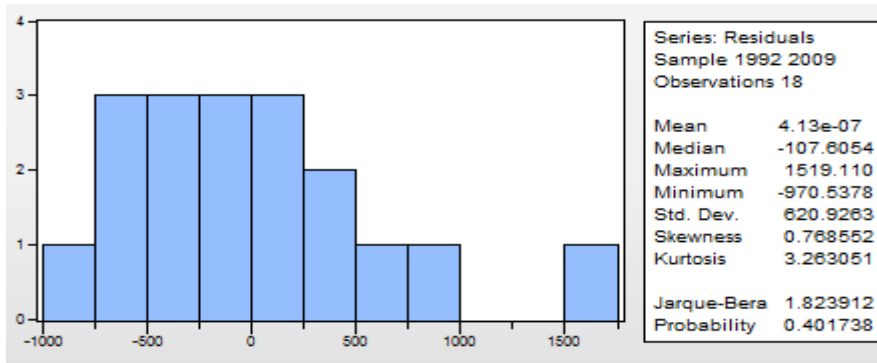
2/ اختبار تجانس التباين (الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين) (ARCH): وهو يستعمل لاختبار فرضية عدم التباين بتجانس تباين حد الخطأ العشوائي (Homoscedasticity)، ويمكن استعمال برنامج Eviews 7.0 لتفعيل هذا الاختبار حيث نتحصل على مايلي:

Heteroskedasticity Test : ARCH				
F-statistic	0.192114	Prob. F(1,15)	0.6674	
Obs*R-squared	0.214975	Prob. Chi-Square(1)	0.6429	
Test Equation :				
Dependent Variable : RESID^2				
Method : Least Squares				
Date : 04/17/14 Time : 21 :51				
Sample (adjusted) : 1993 2009				
Included observations : 17 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	340326.4	173499.8	1.961538	0.0686
RESID^2(-1)	0.112374	0.256380	0.438308	0.6674
R-squared	0.012646	Mean dependent var	383330.0	
Adjusted R-squared	-0.053178	S.D. dependent var	574905.9	
S.E. of regression	589994.0	Akaike info criterion	29.52374	
Sum squared resid	5.22 ^F +12	Schwarz criterion	29.62177	
Log likelihood	-248.9518	Hannan-Quinn criter.	29.53349	
F-statistic	0.192114	Durbin-Watson stat	1.774891	
Prob(F-statistic)	0.667410			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

من خلال الشكل نجد أن: الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر أكبر من 0.05 ($prob = 0.66$) وعليه تشير إحصائية ARCH إلى قبول فرضية عدم القائلة بتجانس تباين حد الخطأ العشوائي (Homoscedasticity) في النموذج المقدر.

3/ اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي : اختبار 'جاك- بيرا' "Jarque-Bera"



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

لدينا من الشكل الاحتمال المقابل للإحصائية JB ($prob = 0.4$) أكبر من 0.05 ومنه فإن توزيع البواقي طبيعي عند مستوى معنوية 5%.

التحليل الإحصائي

بلغت قيمة معامل التحديد 0.89 وهو ما يدل على جودة النموذج ومقدرته على تفسير التغيرات التي تحدث في المؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث أن التغيرات في النفقات العامة والإيرادات العامة تفسر لنا ما يعادل 89% من التقلبات في المؤشر العام لأسعار الأسهم، في حين أن 11% من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم تعود إلى عوامل خارجية تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي، كما أن إحصائية $Durbin-Watson$ لا توحي إلى وجود ارتباط ذاتي ما بين الأخطاء.

التحليل الإقتصادي

$$\begin{aligned}
 EGX &= 6432.6(DP_EGY) - 12764.7(RP_EGY) \\
 &+ 3854.7 - 822.8(DP_EGY)_{t-1} - 5901.2(RP_EGY)_{t-1} \\
 &+ 9557.7(DP_EGY)_{t-2} - 12478.1(RP_EGY)_{t-2} \\
 &- 0.52(EGX)_{t-1} - 0.13(EGX)_{t-2} \\
 \bar{AR}^2 &= 0.89 \\
 DW &= 1.99
 \end{aligned}$$

فيما يتعلق بالتحليل الإقتصادي للنموذج، نقول بأن معامل النفقات العامة يعكس مرونة مؤشر أسعار الأسهم، بحيث أنه إذا تغيرت الأولى بوحدة واحدة فإن الثانية تتغير بـ 6432.6 وحدة بعلاقة طردية وهذا وفقا للنظرية الاقتصادية، وهذا لان نفقات مصر كانت تصب في مجملها في مجال تطوير البنية التحتية. وكذلك معامل الإيرادات العامة يعكس مرونة مؤشر أسعار الأسهم، بحيث أنه إذا تغيرت الأولى بوحدة واحدة فإن الثانية تتغير بـ 12764.7 وحدة بعلاقة عكسية وهذا وفقا للنظرية الاقتصادية. وهذا لأن مجمل إيرادات مصر تتمثل في الضرائب.

كما نلاحظ من خلال الصيغة القياسية أن التغيرات التي تحدث في النفقات العامة في فترتين سابقتين تؤثر في المؤشر العام لأسعار الأسهم. وبالمثل فيما يخص الإيرادات العامة. إضافة إلى أن التغيرات التي تحدث في المؤشر العام للبورصة في سنة سابقة تؤثر في المؤشر العام للسنة الحالية وفقا لعلاقة عكسية بـ 0.52 أي أن التغيرات في المؤشر العام للبورصة في الفترة $t-1$ بـ 1% يؤثر سلبا على المؤشر في الفترة t بـ 0.52%. ونفس الشيء فيما يخص الفترة $t-2$ بنسبة 0.13%

ثانيا: اختبار علاقة التكامل المتزامن بنيويورك

بعد أن قمنا بدراسة إستقرارية المتغيرات وجدنا أن المتغيرات RPR_USA، SP ، DPR_USA ، مستقرة من الدرجة الأولى، أي أن هذه المتغيرات تنمو بنفس وتيرة الإلتجاه على المدى الطويل وبالتالي إمكانية وجود تكامل متزامن بينها لذا سنقوم باختبارها وهذا باستعمال طريقة جوهانسن كما يلي:

Date: 04/17/14 Time: 19:58				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: SP RPR_USA DPR_USA				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.593574	22.96676	29.79707	0.2477
At most 1	0.219544	4.959686	15.49471	0.8131
At most 2	0.000108	0.002153	3.841466	0.9593
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.593574	18.00708	21.13162	0.1296
At most 1	0.219544	4.957533	14.26460	0.7472
At most 2	0.000108	0.002153	3.841466	0.9593
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):				
SP	RPR_USA	DPR_USA		
0.001971	68940.79	18638.36		
0.002783	-75474.55	-8810.888		
0.001564	9455.691	66504.87		
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):				
D(SP)	-73.70915	-15.21437	0.873367	
D(RPR_USA)	-5.58E-06	6.46E-07	1.47E-08	
D(DPR_USA)	4.00E-06	3.20E-06	1.92E-08	
1 Cointegrating Equation(s):				
	Log likelihood	307.1191		

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
SP	RPR_USA	DPR_USA	
1.000000	34970078	9454270.	
	(1.1E+07)	(6758072)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
D(SP)	-0.145312		
	(0.05543)		
D(RPR_USA)	-1.10E-08		
	(2.6E-09)		
D(DPR_USA)	7.88E-09		
	(4.0E-09)		
2 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	309.5979
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
SP	RPR_USA	DPR_USA	
1.000000	0.000000	2346132.	
		(5959348)	
0.000000	1.000000	0.203263	
		(0.18070)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
D(SP)	-0.187660	-3933269.	
	(0.09497)	(2846157)	
D(RPR_USA)	-9.21E-09	-0.433628	
	(4.4E-09)	(0.13154)	
D(DPR_USA)	1.68E-08	0.033807	
	(6.3E-09)	(0.18817)	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

من الجدول أعلاه يتضح أن λ_{trace} أصغر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5% وبالتالي لا نرفض الفرضية العدمية لعدم وجود علاقة تكامل متزامن، أي عدم وجود توليفة خطية ساكنة بين SP و DP_SP ، RP_SP ، مما يدل على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرتين، أي أنهما يبتعدان كثيرا عن بعضها البعض في المدى الطويل بحيث لا تظهر سلوكا متشابها.

تقدير النموذج الأول الخاص بالولايات الأمريكية المتحدة

Dependent Variable: SP				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 20:13				
Sample: 1990 2011				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA	-693178.3	4098072.	-0.169147	0.8675
RPR_USA	4415230.	7997205.	0.552097	0.5873
C	296.8873	2069.269	0.143474	0.8874
R-squared	0.033802	Mean dependent var		947.9491
Adjusted R-squared	-0.067903	S.D. dependent var		371.6127
S.E. of regression	384.0224	Akaike info criterion		14.86540
Sum squared resid	2801991.	Schwarz criterion		15.01418
Log likelihood	-160.5194	Hannan-Quinn criter.		14.90045
F-statistic	0.332350	Durbin-Watson stat		0.116437
Prob(F-statistic)	0.721323			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

الصيغة القياسية للنموذج كما يظهر في الجدول رقم (22) هي:

- نلاحظ من خلال الشكل السابق رقم (22) انه يحمل مشكل الارتباط الخطي للأخطاء من الدرجة الأولى ($DW = 0.11$) و الذي نستطيع التخلص منه من خلال إدخال تأخيرات زمنية (النموذج الديناميكي) - كما سنرى لاحقاً- إلا أن هذا النموذج يوحي مبدئياً على وجود علاقة عكسية بين DPR_SP و SP خلال فترة الدراسة.

النموذج الديناميكي:

أعطى حساب معادلة الأنحدار بطريقة المربعات الصغرى، انطلاقاً من الأرقام المبينة في الملحق رقم (08) على أساس التأخر بفترتين بالنسبة للمتغيرة المستقلة والتابعة (بالاعتماد على معايير كل من (AIC, SC, HQ) ، وعليه أعطى التقدير الشكل التالي:

P=1 (النموذج الأمثل)

Dependent Variable: SP				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 20:15				
Sample (adjusted): 1991 2010				
Included observations: 20 after adjustments				
Convergence achieved after 18 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA	-1037789.	1947751.	-0.532814	0.6020
RPR_USA	10651377	2427234.	4.388278	0.0005
DPR_USA(1)	-1654331.	1960053.	-0.844023	0.4119
RPR_USA(1)	3759722.	2491804.	1.508835	0.1521
AR(1)	0.954088	0.027891	34.20818	0.0000
R-squared	0.958376	Mean dependent var		962.6305
Adjusted R-squared	0.947277	S.D. dependent var		356.6912
S.E. of regression	81.90185	Akaike info criterion		11.86124
Sum squared resid	100618.7	Schwarz criterion		12.11017
Log likelihood	-113.6124	Hannan-Quinn criter.		11.90983
Durbin-Watson stat	1.356369			

وقبل اعتماد هذا النموذج لاستخدامه في تقدير الآثار قصيرة وطويلة الأجل ينبغي التأكد من جودة أداء هذا النموذج. ويتم ذلك بإجراء الاختبارات التشخيصية التالية :

- اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي : Multiplier Test of Residual Lagrange: [Breush-Godfrey (BG)]
- اختبار تجانس التباين (الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين) (ARCH)
- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي : اختبار 'جاك- بيرأ' "Jarque-Bera"

1/- اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي : Multiplier Test of Residual Lagrange: [Breush-Godfrey (BG)]

الجدول (III-25): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	1.180870	Prob. F(2,13)	0.3379	
Obs*R-squared	3.041202	Prob. Chi-Square(2)	0.2186	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/14 Time: 00:01				
Sample: 1991 2010				
Included observations: 20				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPR_USA	-815661.2	2479239.	-0.328997	0.7474
DPR_USA	137916.2	1928795.	0.071504	0.9441
RPR_USA(1)	954050.9	2539343.	0.375708	0.7132
DPR_USA(1)	-149928.4	1954609.	-0.076705	0.9400
AR(1)	0.000344	0.027619	0.012467	0.9902
RESID(-1)	0.433159	0.290587	1.490635	0.1599
RESID(-2)	-0.251575	0.290826	-0.865037	0.4027
R-squared	0.152060	Mean dependent var	3.158601	
Adjusted R-squared	-0.239297	S.D. dependent var	72.69951	
S.E. of regression	80.93179	Akaike info criterion	11.89431	
Sum squared resid	85149.41	Schwarz criterion	12.24281	
Log likelihood	-111.9431	Hannan-Quinn criter.	11.96234	
Durbin-Watson stat	1.898577			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

2/ اختبار تجانس التباين (الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين) (ARCH):

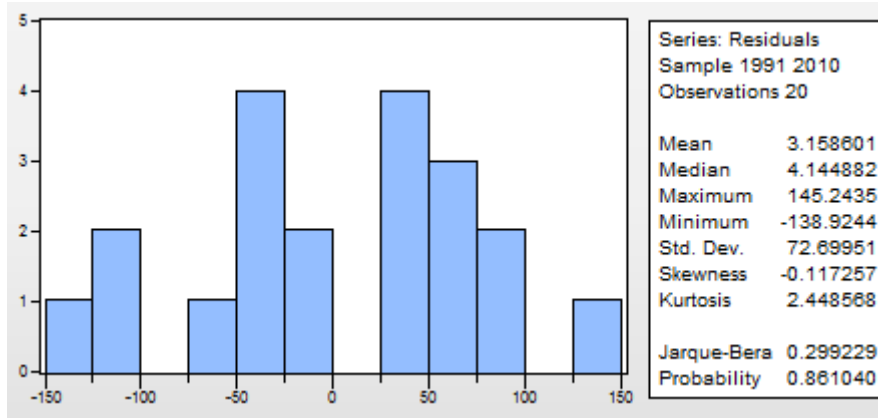
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.004291	Prob. F(1,17)	0.9485	
Obs*R-squared	0.004795	Prob. Chi-Square(1)	0.9448	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/14 Time: 00:00				
Sample (adjusted): 1992 2010				
Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5160.441	1929.955	2.673866	0.0160
RESID^2(-1)	0.015761	0.240592	0.065508	0.9485

R-squared	0.000252	Mean dependent var	5241.642
Adjusted R-squared	-0.058556	S.D. dependent var	6267.036
S.E. of regression	6447.913	Akaike info criterion	20.48020
Sum squared resid	7.07E+08	Schwarz criterion	20.57962
Log likelihood	-192.5619	Hannan-Quinn criter.	20.49703
F-statistic	0.004291	Durbin-Watson stat	2.005884
Prob(F-statistic)	0.948534		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

من خلال الشكل نجد أن: الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر أكبر من 0.05 ($prob = 0.94$) وعليه تشير إحصائية ARCH إلى قبول فرضية عدم القائلة بتجانس تباين حد الخطأ العشوائي (Homoscedasticity) في النموذج المقدر.

3/ اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews.07

لدينا من الشكل الاحتمال المقابل للإحصائية JB ($prob = 0.86$) أكبر من 0.05 ومنه فإن توزيع البواقي طبيعي بمعنوية 5%.

التحليل الإحصائي:

بلغت قيمة معامل التحديد 0.95 وهو ما يدل على جودة توفيق النموذج ومقدرته على تفسير التغيرات التي تحدث في مؤشر S&P 500، حيث أن التغيرات في النفقات العامة والإيرادات العامة تفسر لنا ما يعادل 95% من التقلبات في مؤشر S&P 500، في حين أن 5% من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم تعود إلى عوامل خارجية تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي، كما أن إحصائية Durbin-Watson لا توحي إلى وجود ارتباط ذاتي ما بين الأخطاء.

التحليل الإقتصادي

$$\begin{aligned}
 SP &= -1037789(DP_USA) + 10651377(RP_USA) \\
 &- 1654331(DP_USA)_{t-1} + 3759722(RP_USA)_{t-1} \\
 &+ 0.95(SP)_{t-1} \\
 \overline{AR}^2 &= 0.95 \\
 DW &= 1.35
 \end{aligned}$$

فيما يتعلق بالتحليل الإقتصادي للنموذج، نقول بأن معامل النفقات العامة يعكس مرونة مؤشر أسعار الأسهم، بحيث أنه إذا تغيرت الأولى بوحدة واحدة فإن الثانية تتغير بـ 1037789 وحدة بعلاقة عكسية وهذا وفقا للنظرية الإقتصادية، لان نفقات الولايات المتحدة الأمريكية هلال فترة الدراسة اتجه جزء كبير منها نحو المجال العسكري وانخفض حجم نفقات تطوير النية التحتية.

وكذلك معامل الإيرادات العامة يعكس مرونة مؤشر أسعار الأسهم، بحيث أنه إذا تغيرت الأولى بوحدة واحدة فإن الثانية تتغير بـ 10651377 وحدة بعلاقة طردية وهذا عكس النظرية الإقتصادية. غير أننا يمكن تفسير هذا بأن النظام الضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يعانى من تهرب وغش ضريبيين كبيرين، حيث أن أصحاب الشركات الكبرى وهم من ذوي النفوذ كانوا لا يقومون بدفع الضرائب المائلة الواجبة عليهم خاصة وأن هؤلاء هم من يدخلون البورصة بكثرة، وهذا ما كشفتته الأزمة العالمية 2008، لذلك فإن التأثير السلبي للضرائب لا ينطبق عليهم ولا يظهر في النموذج، هذا فضلا على أن هذه الإيرادات العامة لا تحتوي على نسبة عالية من الضرائب.

كما نلاحظ من خلال الصيغة القياسية أن التغيرات التي تحدث في النفقات العامة في فترة سابقة (t-1) تؤثر في المؤشر العام لأسعار الأسهم. وبالمثل فيما يخص الإيرادات العامة.

إضافة إلى أن التغيرات التي تحدث في المؤشر العام للبورصة في سنة سابقة تؤثر في المؤشر العام للسنة الحالية وفقا لعلاقة طردية بـ 0.95 أي أن التغيرات في المؤشر العام للبورصة في الفترة t-1 بـ 1% يؤثر إيجابا على المؤشر في الفترة t بـ 0.95%.

المبحث الرابع: السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الجزائر

نظرا لأهمية كل من السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في أي اقتصاد وطني، واستنادا إلى ما تم التوصل إليه بشأن التأثير الذي يمكن أن تمارسه أدوات السياسة المالية على سوق الأوراق المالية في كل من مصر ونيويورك، سنحاول ضمن هذا المبحث إجراء دراسة استشرافية على الجزائر، حيث سنعطي في البداية لمحة عن السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في الجزائر، ثم نحاول التحدث عن الدور الذي يمكن أن تلعبه السياسة المالية في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: السياسة المالية في الجزائر خلال الفترة 1990-2011

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مايلي:

أولا: تقسيمات التشريع الجزائري للنفقات العامة والإيرادات العامة: تقسم كل من النفقات العامة والإيرادات العامة وفقا للتشريع الجزائري إلى مايلي:¹

1/ تقسيمات التشريع الجزائري للنفقات العامة: إن التشريع الجزائري يقسم النفقات العامة إلى نفقات التسيير ونفقات التجهيز:

1-1/ نفقات التسيير:

يقصد بها تلك النفقات اللازمة لسير مصالح وأجهز الدولة الإدارية، والمتكونة من أجور الموظفين، معدات المكاتب، مصاريف الصيانة..... حيث أن هذه النفقات لا تكون أي قيمة مضافة مباشرة للاقتصاد الوطني فلم تتم بعملية إنتاج أي سلع حقيقية، هذا النوع موجه لتسيير هيكل الدولة حيث توزع حسب الدوائر الوزارية في الميزانية العامة، وهي لا تهدف إلى التأثير على الاقتصاد بصفة مباشرة، فكل آثارها على الاقتصاد والمجتمع هي آثار غير مباشرة.

تنقسم نفقات التسيير إلى أربعة أبواب:

- أ- **أعباء الدين العمومي:** يشمل هذا الباب على الاعتمادات الضرورية للتكفل بأعباء الدين العمومي.
- ب- **تخصيصات السلطات العمومية:** تتمثل في نفقات تسيير الهيئات العمومية السياسية كالمجلس الشعبي الوطني، مجلس الأمة، الجماعات المحلية كالبلديات.
- ج- **النفقات الخاصة بوسائل المصالح:** تشمل كل الاعتمادات التي توفر لجميع مصالح وسائل التسيير المتعلقة بالموظفين والمعدات كمرتبات العمال وأشغال الصيانة.

¹ - دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص ص 347-363.

د- التدخلات العمومية: تتعلق بنفقات التحويل التي هي بدورها تقسم بين مختلف أصناف التحويلات حسب الأهداف المختلفة لعملياتها كالنشاط الثقافي، الاجتماعي، الاقتصادي وعمليات التضامن كتقديم إعانات للجماعات المحلية والمنح الدراسية.

كل نفقات التسيير المحصورة في الأبواب الأربعة تقسم في قانون المالية بالشكل التالي:

- النفقات الخاصة بالباب الثالث والرابع حسب الوزارات، حيث يحدد قانون المالية المبلغ الإجمالي للاعتمادات الموجهة لكل دائرة وزارية ثم يتكفل المرسوم بتوزيع هذه الاعتمادات الإجمالية لكل جزء وفصل حسب طبيعة كل نفقة.

- النفقات الخاصة بالباب الأول والثاني مشتركة بين كل الوزارات فلا ترتبط بوزارة معينة.

1-2/ نفقات التجهيز:

تمثل النفقات التي لها طابع الاستثمار الذي يتولد عنه ازدياد الناتج الوطني الإجمالي وبالتالي زيادة ثروة البلاد ويطلق على نفقات التجهيز اسم ميزانية التجهيز أو ميزانية الاستثمار، حيث تخصص نفقات التجهيز للقطاعات الاقتصادية للدولة (القطاع الصناعي، الفلاحي،... الخ) من أجل تجهيزها بوسائل للوصول إلى تحقيق تنمية شاملة في الوطن.

نفقات التجهيز تظهر في الجدول ج- الملحق بقانون المالية حسب القطاعات، ثم كل قطاع ينقسم إلى ثلاثة أبواب كما يلي:

- الاستثمارات التي تنفذ من طرف الدولة وتمثل في النفقات التي تستند إما إلى أملاك الدولة أو إلى المنظمات العمومية.

- إعانات الاستثمار الممنوحة من قبل الدولة.

- نفقات رأسمالية أخرى.

2/ تقسيمات التشريع الجزائري للإيرادات العامة

تعتبر الإيرادات العامة الوسيلة المالية للدولة لتغطية نفقاتها، تطوّر مفهومها من أداة لتزويد الخزينة العامة بالأموال اللازمة لها إلى أداة للتأثير في الحياة العامة وتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية إلى جانب غرضها المالي في ظروف ارتفعت فيها حجم النفقات العامة نتيجة ازدياد وتنوع الحاجات العامة.

تصنف إيرادات الموازنة العامة في الجزائر إلى قسمين: إيرادات إجبارية وإيرادات اختيارية.

1-2/ الإيرادات الإجبارية

تتمثل في مجموع الاقتطاعات التي تحصل عليها الدولة بصفة إجبارية، وتتمثل فيما يلي:

أ- الإيرادات الجبائية

تتكون من مختلف الضرائب والرسوم والمصنفة في الجدول -أ- من الموازنة العامة كما يلي:

- الضرائب المباشرة: وهي الضرائب التي تفرض على مختلف أنواع المداخيل كالأرباح والأجور... الخ.
- حقوق التسجيل والطابع: وهي الرسوم الموضوعة على بعض العقود القانونية وكل الوثائق الموجهة للعقود المدنية والقضائية مثل حقوق تسجيل نقل الملكية، وطوابع جوازات السفر وبطاقة التعريف... الخ.
- الضرائب غير المباشرة: مثل الضرائب على الاستهلاك.
- الحقوق الجمركية: يخضع لهذا الرسم جميع الموارد الموجهة للتصدير والإستيراد.
- الجبائية البترولية: تتكون من مجموع إقتطاعين هما: ضريبة على إنتاج البترول السائل والغاز هذا من جهة وضريبة مباشرة على الأرباح الناتجة عن النشاطات البترولية المتعلقة بالبحث، الاستغلال والنقل عبر القنوات.

ب- الحصة المستحقة للدولة من أرباح المؤسسات العمومية

تمثل نسبة من الأرباح الصافية للمؤسسة بعد اقتطاع اشتراكات العمال حيث أن هذه الضريبة تخضع للقواعد المطبقة في مادة الضرائب على الأرباح التجارية والصناعية.

ج- الغرامات

تتمثل في العقوبات المالية الصادرة عن هيئة قضائية مثل المحكمة، مجلس المحاسبة... الخ، كما قد تفرضها هيئة إدارية مثل مفتشية الأسعار، مفتشية الجمارك.

2-2/ الإيرادات الاختيارية

يتكون هذا النوع من الموارد على المشاركات والمساهمات المدفوعة إيراديا من طرف الأشخاص مقابل

استفادتهم بسلعة أو خدمة ما دون غيرهم من طرف الدولة ومنها:

أ- مداخيل أملاك الدولة

وهي الموارد التي تحصل عليها الدولة مقابل ما تملكه كتأجير الأراضي التابعة لها، مداخيل الغابات وغيرها.

ب- التكاليف المدفوعة مقابل الخدمات المقدمة من طرف الدولة: تمثل هذه المداخيل كل المكافآت التي تحصل عليها الدولة مقابل استعمال خدماتها.

ج- أموال المساهمات والهدايا والهبات: هذا النوع من الموارد يقدم للدولة بدون مقابل.

ثانيا: دراسة لتطور الإيرادات العامة والنفقات الكلية في الجزائر خلال الفترة 1990-2011

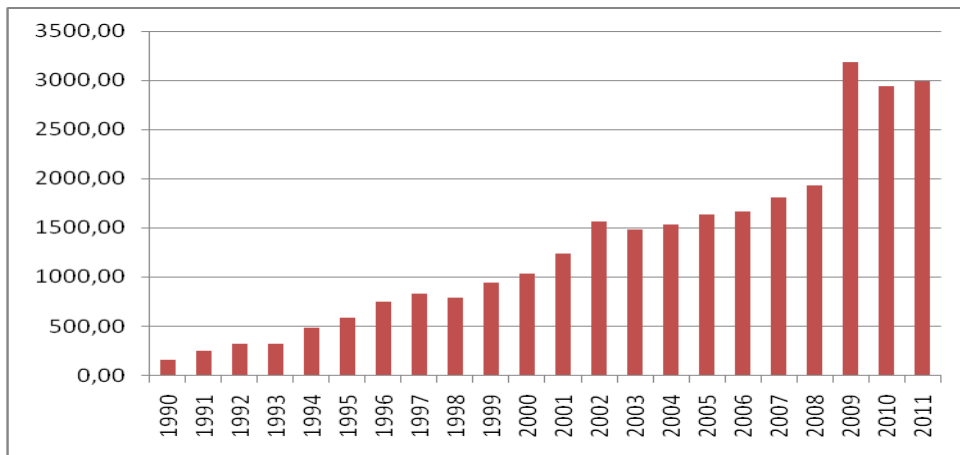
الجدول (III-7): تطور الإيرادات والنفقات في الجزائر خلال الفترة 1990-2011

السنوات	إجمالي الإيرادات العامة (مليار دج)	الجباية البترولية (مليار دج)	نسبة الجباية البترولية إلى الإيرادات العامة (%)	النفقات الكلية (مليار دج)	نفقات التسيير (مليار دج)	نسبة نفقات التسيير إلى مجموع النفقات (%)	نفقات التجهيز (مليار دج)	نسبة نفقات التجهيز إلى مجموع النفقات (%)	العجز أو الفائض في الميزانية العامة (مليار دج)
1990	152,50	76,20	49,97	136,50	88,80	65,05	47,70	34,95	16,00
1991	248,90	161,50	64,89	212,10	153,80	72,51	58,30	27,49	36,80
1992	311,80	193,80	62,16	420,10	276,10	65,72	144,00	34,28	108,30-
1993	313,90	179,20	57,09	476,60	291,40	61,14	185,20	38,86	162,70-
1994	477,10	222,10	46,55	566,30	330,40	58,34	235,90	41,66	89,20-
1995	586,50	301,00	51,32	734,80	437,90	59,59	296,90	40,41	148,30-
1996	749,20	410,10	54,74	848,60	547,00	64,46	301,60	35,54	99,40-
1997	829,40	451,00	54,38	914,10	640,60	70,08	273,50	29,92	84,70-
1998	788,18	378,50	48,02	943,00	696,30	73,84	246,70	26,16	154,82-
1999	937,10	480,00	51,22	943,00	817,60	86,70	263,00	27,89	5,90-
2000	1028,80	524,00	50,93	1205,80	965,30	80,05	240,50	19,95	177,00-
2001	1234,30	732,00	59,30	1324,70	1050,10	79,27	488,40	36,87	90,40-
2002	1566,18	916,40	58,51	1583,50	1045,50	66,02	538,00	33,98	17,32-
2003	1475,44	836,00	56,66	1811,11	1141,69	63,04	669,42	36,96	335,67-
2004	1528,00	862,20	56,43	1920,00	1200,00	62,50	720,00	37,50	392,00-
2005	1635,80	899,00	54,96	1950,00	1200,00	61,54	750,00	38,46	314,20-
2006	1667,90	916,00	54,92	2631,40	1283,40	48,77	1347,90	51,22	963,50-
2007	1802,60	973,00	53,98	3623,70	1574,90	43,46	2048,80	56,54	1821,10-
2008	1924,00	970,20	50,43	4322,80	2017,90	46,68	2304,80	53,32	2398,80-
2009	3178,70	1628,50	51,23	5474,60	2661,30	48,61	2813,30	51,39	2295,90-
2010	2936,80	1835,80	62,51	4916,40	2100,00	42,71	2816,40	57,29	1979,60-
2011	2992,40	1472,4	49,20	6618,40	3434,30	51,89	3184,10	48,11	3626,00-

المصدر: وزارة المالية، <http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/rapports-de-presentation-des-lois-de-finances>

1- الإيرادات العامة في الجزائر

الشكل (III-20): الإيرادات العامة في الجزائر خلال الفترة 1990-2011 (مليار دج)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-7)

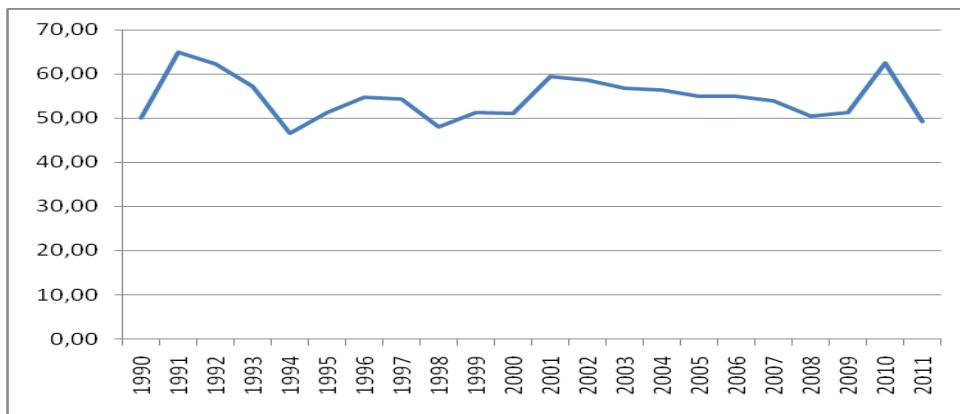
من خلال تطور منحني الإيرادات العامة في الجزائر خلال الفترة 1990-2011 نلاحظ التزايد المستمر والكبير للإيرادات العامة إذ ارتفعت من 152.5 مليار دج سنة 1990 إلى 2992.4 مليار دج سنة 2011، وهذا نتيجة لإرتفاع حصيلة الجباية البترولية، إذ تعتبر هذه الأخيرة المساهم الكبير في حجم الإيرادات العامة، وهذا ما يؤكد المنحنى الموالي.

ونرجع الانخفاض الذي حصل سنة 2010 إلى اعتماد جباية الدولة على أوعية ضريبية غير مستقرة مما يعمل على عدم استقرار الإيرادات العامة العائدة للدولة.

1-1/ نسبة الجباية البترولية إلى الإيرادات العامة

للتعرف على مساهمة الجباية البترولية في الإيرادات العامة في الجزائر حاولنا قياس نسبتها إلى الإيرادات الكلية خلال الفترة المدروسة.

الشكل (III-21): نسبة الجباية البترولية إلى الإيرادات العامة خلال الفترة 1990-2011 (%)

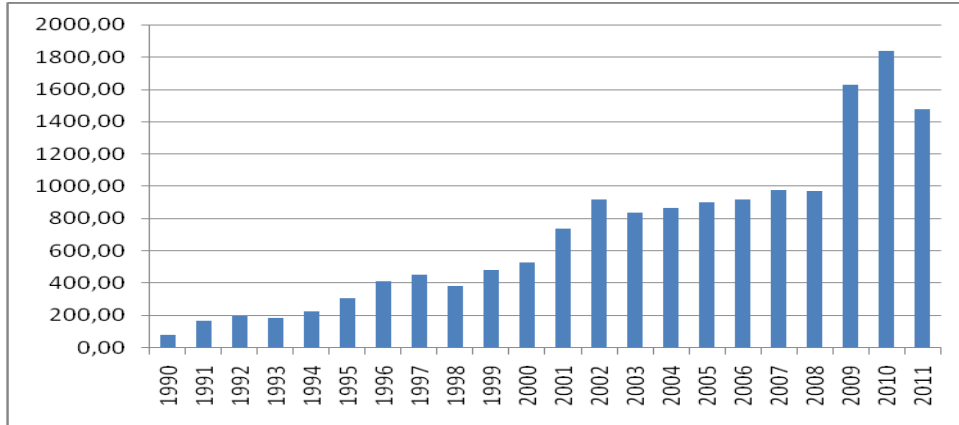


المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-7)

نلاحظ أن نسبة الجباية البترولية إلى الإيرادات العامة كانت في كل السنوات أكبر من 45% وفي معظمها تفوق 50% ، هذا ما يدل على أن للجباية البترولية دور كبير في حصيلة الإيرادات العامة، وهذه النسبة تتغير حسب أسعار البترول الذي يتغير أيضا حسب العرض والطلب.

2-1/ تطور الجباية البترولية في الجزائر

الشكل (III-22): تطور الجباية البترولية في الجزائر خلال الفترة 1990-2011 (مليار دج)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-7)

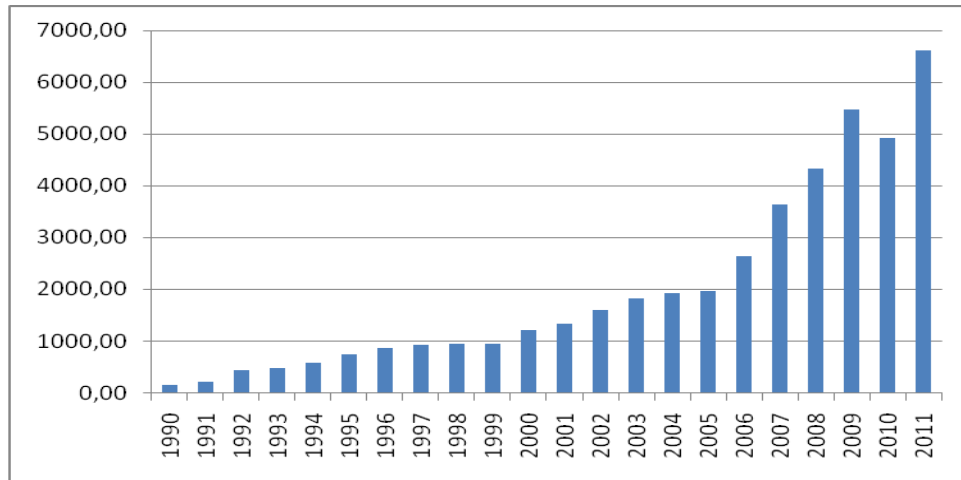
من خلال تطور المنحنى أعلاه نلاحظ الارتفاع الكبير لمستويات الجباية البترولية إذ نجد أنها ارتفعت من 76 مليار دج سنة 1990 إلى 1472 مليار دج سنة 2011، وهذا راجع إلى ارتفاع الطلب على البترول ومنه ارتفاع سعره حيث ارتفع من 23.19 دولار سنة 1990 إلى حدود 90.33 دولار أمريكي للبرميل الواحد سنة 2011.

إلا أنا نلاحظ أنه كانت هناك بعض الانخفاضات خلال فترة الدراسة أولها سنة 1998 وهذا نتيجة لإنخفاض أسعار البترول إلى 11.91 دولار أمريكي للبرميل الواحد والذي يعد أقل سعر عرف خلال فترة الدراسة. كذلك نشاهد انخفاض طفيف سنة 2003 وسنة 2008 وفي هذه السنة الأخيرة يعود لتأثير الأزمة العالمية التي أدت إلى انخفاض الطلب على البترول.

أما الانخفاض الذي حصل في سنة 2011 فهو يعود إلى تراجع عمليات استخراج النفط في الجزائر من جهة ومن جهة أخرى تأثير أزمة الديون السيادية التي أدت إلى انخفاض الطلب على البترول.

2- النفقات الكلية في الجزائر

الشكل (III-23): النفقات الكلية في الجزائر خلال الفترة 1990-2011 (مليار دج)



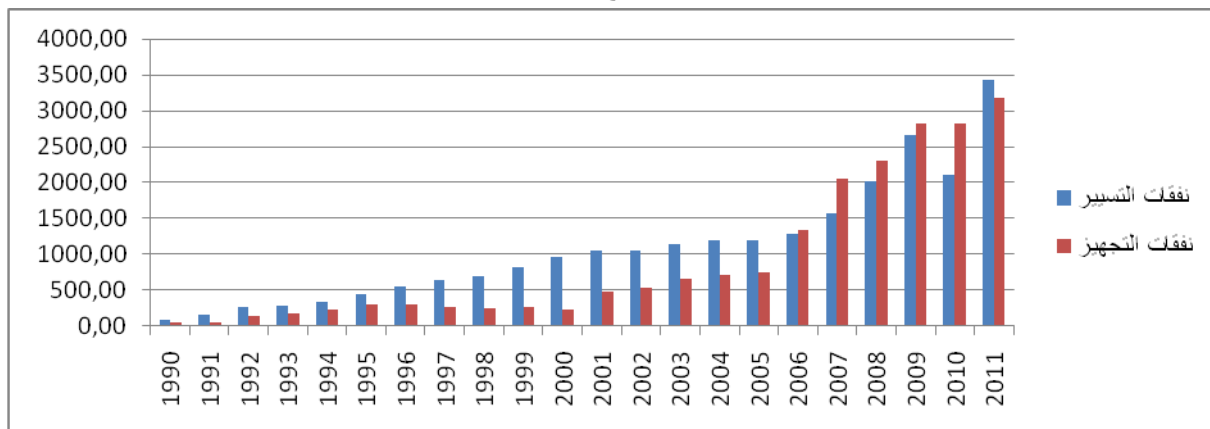
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-7)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ التزايد المستمر والكبير جدا للنفقات الكلية إذ ارتفعت من 136 مليار دج سنة 1990 إلى 6618 مليار دج سنة 2011. وهذا راجع إلى التطورات الاقتصادية، السياسية والاجتماعية التي شهدتها الجزائر في هذه الفترة وإلى التوسع الظاهر في الخدمات الاجتماعية، التعليمية والصحية... الخ، بالإضافة إلى النفقات العسكرية إلى جانب التوسع في الإنفاق الاستثماري لتمويل المشاريع الاقتصادية ذات المنفعة العامة (مشاريع خطط التنمية).

وإذا نظرنا إلى النفقات العامة من ناحية تقسيمها إلى نفقات تسيير و نفقات تجهيز كما هو مبين في المنحنى أدناه يمكن القول:

الشكل (III-24): نفقات التسيير والتجهيز في الجزائر خلال الفترة 1990-2011 (مليار دج)

(دج)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-7)

أولا بالنسبة إلى نفقات التسيير، نشاهد بأنها عرفت تفاقما كبيرا إذ ارتفعت من 88 مليار دج سنة 1990 إلى 3434 مليار دج سنة 2011 إذ كان لها الدور الرئيسي في زيادة النفقات العامة حيث استحوذت على نسبة تتراوح ما بين 86 كأعلى نسب و58 كأدنى نسبة وهذا خلال الفترة 1990-2005، ويرجع هذا التزايد إلى اعتبارات سياسية، اجتماعية واقتصادية، وهو ما يعكس تكلفة تسيير الخدمات العمومية.

من خلال الجدول (III-24) نجد بأنه ابتداء من سنة 2000 بدأت نسبة نفقات التسيير إلى مجموع النفقات تتناقص إلى غاية 2006 بلغت نسبة أقل من 50% لتتفوق نسبة نفقات التجهيز بعد ذلك. وفي سنة 2011 عادت نفقات التسيير للصدارة وهذا بفعل زيادة نفقات الخدمات العمومية كالأجور.

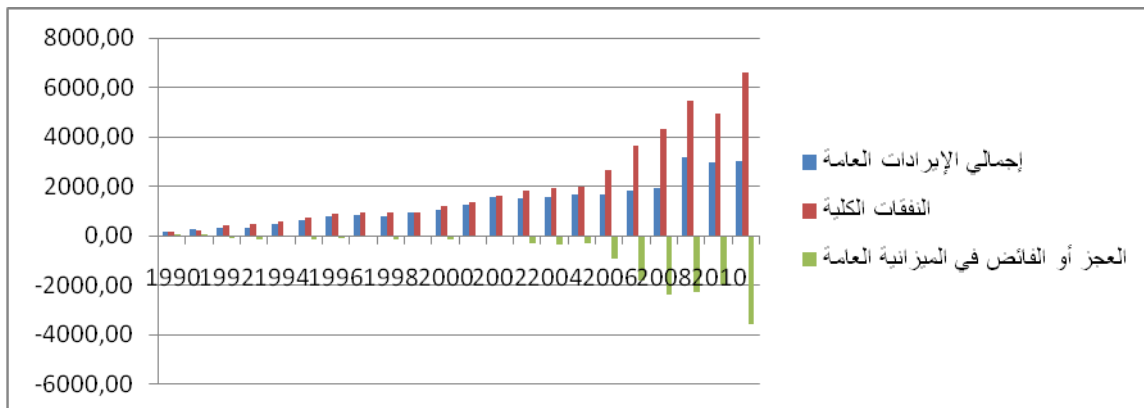
وبالنسبة لنفقات التجهيز خلال الفترة 1990-1996 عرفت تزايد مستمر نتيجة تنشيط النمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمار الذي يتطلب تجهيزات البنية التحتية. وفي سنة 1997 انخفضت نتيجة لهدف خفض الإنفاق وترشيده ثم عادت للارتفاع نتيجة تشجيع الاستثمار وبالأخص في القطاعات الحساسة كالري، ونتيجة لنفقات إعادة تصليح البنية التحتية التي لحق بها الضرر نتيجة للصراع المدني.

وخلال سنة 1999 انخفضت مرة أخرى نتيجة الإجراءات الحذرة التي اتخذت بعد تقلبات أسعار النفط سنة 1998 وخلال السداسي الأول من سنة 1999.

منذ سنة 2000 إلى غاية نهاية مدة الدراسة تميزت نفقات التجهيز بالارتفاع نتيجة لاعتماد الجزائر على فكرة تطوير البنية التحتية التي تجسدت من خلال البرامج التنموية التي اتبعتها الدولة [برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) برنامج دعم النمو الاقتصادي (2005-2009)] حيث عرفت بالتوسع في النفقات (سياسة مالية توسعية).

3-الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 1990-2011

الشكل (III-25): الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 1990-2011 (مليار دج)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-7)

كان رصيد الموازنة خلال السنتين الأولتين في حالة فائض كنتائج للإصلاحات التي انتهجتها الدولة إضافة إلى زيادة (أكثر من الضعف) إيرادات الجباية البترولية حيث ارتفعت من 76 إلى 161 مليار دج.

لكن هذا الفائض لم يستمر حيث ظهر العجز ابتداء من 1992 واستمر إلى غاية نهاية فترة الدراسة 2011، وهذا نتيجة ارتفاع حجم النفقات العامة عن حجم الإيرادات العامة. وتميز هذا العجز بالتذبذب بين الزيادة والنقصان وهذا لتذبذب أسعار النفط ومنه الجباية البترولية وبالتالي الإيرادات العامة الجزائرية التي تعتمد فقط على هذه الأخيرة بنسبة كبيرة.

يتضح أن الاقتصاد الجزائري يتميز بعجز مزمن في الموازنة العامة للدولة والذي يعتبر أحد عوامل الاختلال الأساسية التي حلت بالتوازن المالي الداخلي، ويمكن حصر أسباب استمرار العجز إلى سببين أساسيين هما:

- زيادة النفقات العامة للدولة بمعدلات عالية ومتزايدة.
- انخفاض الإيرادات العامة التي تبقى عرضة للتغيرات الخارجية والمتعلقة بأسعار المحروقات على وجه الخصوص لكون إيرادات الموازنة تعتمد بشكل كبير على الجباية البترولية.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن أزمة انهيار أسعار النفط التي عرفت الجزائر خلال فترة الثمانينات أدت بها إلى التفكير للقيام بإصلاحات شاملة، خاصة فيما يتعلق بالمنظومة المالية التي كانت ضمن القطاعات الرئيسية التي طالب صندوق النقد الدولي القيام بإصلاحات جذرية فيها قبل الشروع في عملية التفاوض حول إعادة جدولة الديون الجزائرية، وبالتالي تم الإعلان عن هذه الإصلاحات سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق في سنة 1988 أين صدرت العديد من القوانين الاقتصادية المتعلقة بإستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة حيث أن رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي الذي يمثل حق ملكية قسم إلى عدد من الأسهم التي تم توزيعها بين صناديق المساهمة، ومن ثم حولت الشركات العامة إلى شركات أسهم تسير حسب القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988¹، وبالتالي أصبح من الضروري إنشاء سوق للأوراق المالية تتبادل فيها أسهم هذه الشركات.

في إطار البرنامج المتعلق بإنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر قامت السلطات العمومية الجزائرية بإتخاذ التدابير اللازمة التي تتعلق بالإطار القانوني، التنظيم المؤسساتي، وتكوين مختلف المتعاملين في هذه السوق وذلك على النحو التالي:²

أ. الإطار القانوني: هذه التدابير تمت ترجمتها بعد التعديلات التي طرأت على القانون التجاري سنة 1993 الذي سمح بإدراج أدوات مالية جديدة وكذا قواعد جديدة لتنظيم وتشغيل شركات ذات أسهم، كما تمت ترجمة هذه التدابير في نفس السنة من خلال إصدار المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في ماي 1993 والمتعلق ببورصة

¹ شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر، ص: 79.

² - سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 247، 248.

القيم المنقولة حيث يمثل الإطار القانونى لسوق رؤوس الأموال والذي يحدد دور وصلاحيات مختلف المتدخلين وكذا التدابير المتعلقة بالشفافية، التشغيل الجيد للسوق وحماية المستثمرين فى القيم المنقولة.

ب. **التنظيم المؤسساتى:** سمحت هذه التدابير بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة* (COSOB) التي تتكفل بضبط السوق وتنظيمه، وشركة تسيير بورصة القيم** (SGBV) المكلفة بتسيير المعاملات فى البورصة، وسطاء عمليات البورصة*** (IOB) المكلفين بالتفاوض على القيم المنقولة وأخيرا شركة استثمار ذات رأسمال متغير**** (SICAV).

ج. **التدريب:** قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدعم من وزارة المالية بتنظيم تدريب أولى يهدف إلى تكوين دفعة أولى من محترفى السوق. هذا التدريب نظم فى الجزائر وتم استكماله فى الخارج.

تم تدشين بورصة الجزائر رسميا فى 04 أوت 1999 وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم، رأس مالها يقدر ب 24 مليون دينار، حيث جاءت لتدعم السوق المالى الجزائرى بإحدى الهيئات المالية الأساسية لتسهيل تمويل أكثر تنافسى للاقتصاد الوطنى واستعمال أفضل للادخار العمومى المتاح. وقد تمّ الانطلاق الفعلى للسوق بإنضمام أربع أوراق مالية إلى البورصة وهي:

. سند شركة سونطراك (إصدار سندات فى السوق الأولى)

. سهم الشركة العمومية "الرياض سطيف"

. سهم مجمع "صيدال" للإنتاج الصيدلانى

. سهم مؤسسة التسيير الفندقى "الأوراسى"

1/ أقسام بورصة الجزائر: تتشكل بورصة الجزائر من قسمين:¹

1-1/ **قسم القيم المنقولة:** يتم التداول فى هذا القسم على سندات رأس المال وسندات الدين، نجد فى

مقصورة شركة تسيير بورصة القيم خمس شركات مسجلة فى التسعيرة الرسمية:

➤ ثلاث شركات للأسهم (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسى وأليانس للتأمينات).

* - Commission d organisation et de surveillance des operation de bourse.

** - Societe df la gestion de la bourse des valeurs.

*** - [Les](#) Intermédiaires en Opérations Bancaires.

**** - Société d d'investissement à capital variable.

¹ - الموقع الرسمى لبورصة الجزائر، www.sgbv.dz.

➤ مؤسستين للسندات (سونلغاز، دحلي).

يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع و ذلك كل اثنين وأربعاء.

1-2/ قسم سندات الخزينة العمومية: في إطار الإصلاحات المبذولة من طرف وزارة المالية والتي ترمي إلى إعادة الاعتبار إلى السوق المالي في عملية تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة وتفعيل دور البورصة بصفة خاصة تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في 11 فبراير 2008 .

تتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات آجال 7 سنوات، 10 سنوات و 15 سنة حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة بمعدل 5 حصص في الأسبوع.

2/ مهام شركة إدارة بورصة القيم: تأخذ شركة إدارة بورصة القيم على عاتقها القيام بالمهام التالية:¹

- - التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة والتنظيم الفعلي لحصص التداول.
- - تسيير نظام التداول والتسعيرة.
- - تنظيم المقاصة على الأوراق المالية.
- - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

3/ مؤشرات تحليلية لتقييم سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2011

بهدف معرفة وضعية وتطور البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2011، نحاول دراسة المؤشرات (البيانات) التي يوضحها الجدول التالي:

¹ - المرجع السابق.

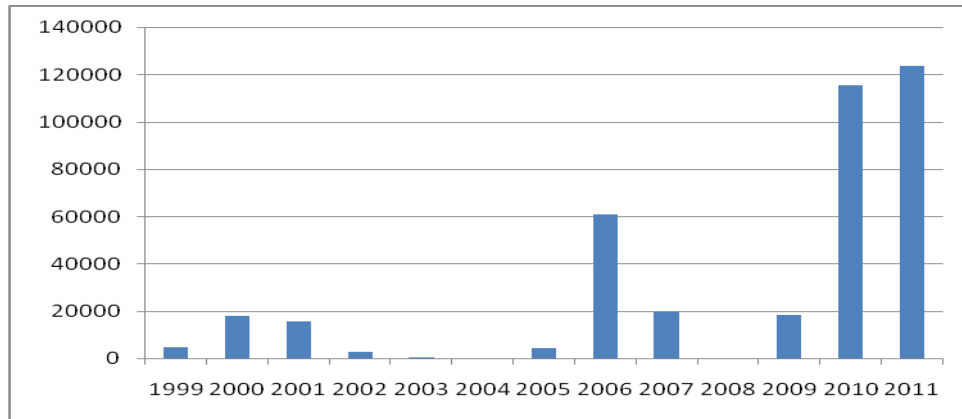
الجدول (III-8): مؤشرات سوق الأوراق المالية بالجزائر (1999-2011)

السنوات	قيمة التداول (مليون دج)	عدد الأوراق المالية المتداولة	عدد المعاملات
1999	4787,1965	621427	1240
2000	18168,3795	1796563	2866
2001	15891,908	1610827	1405
2002	3037,4175	570553	1738
2003	745,7915	389355	257
2004	297,5485	269512	63
2005	4562,9575	565463	133
2006	61049,298	1154728	299
2007	20234,712	1762033	299
2008	413,055	1165847	369
2009	18394,017	983216	366
2010	115433,1095	754328	302
2011	123759,5	587882	353
2012	49503,8	677208	94

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، www.sgbv.dz.

أ- قيمة التداول

الشكل (III-26): قيمة التداول في البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2011 (مليون دج)

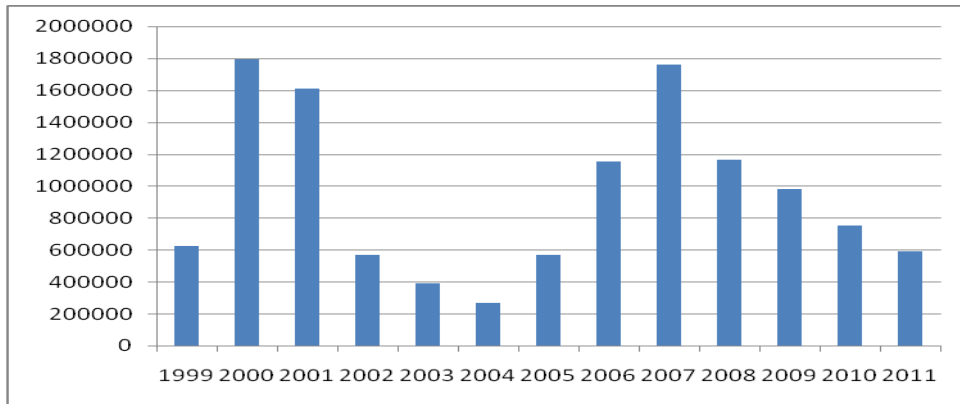


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-8)

نلاحظ أن قيمة التداول كانت ضعيفة جدا إلى غاية 2009، في حين أنه في السنتين الأخيرتين ارتفعت القيمة حيث بلغت سنة 2011 123759,5 مليون دج، وهذا بسبب أن الدولة أصبحت تعطي ضمانات أكبر للمستثمرين والوسطاء الماليين عند دخول البورصة وحميتهم عند الانخفاضات المفاجئة بالإضافة إلى تسهيل العمليات الإدارية.

ب- عدد الأوراق المالية

الشكل (III-27): عدد الأوراق المالية المتداولة في البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2011

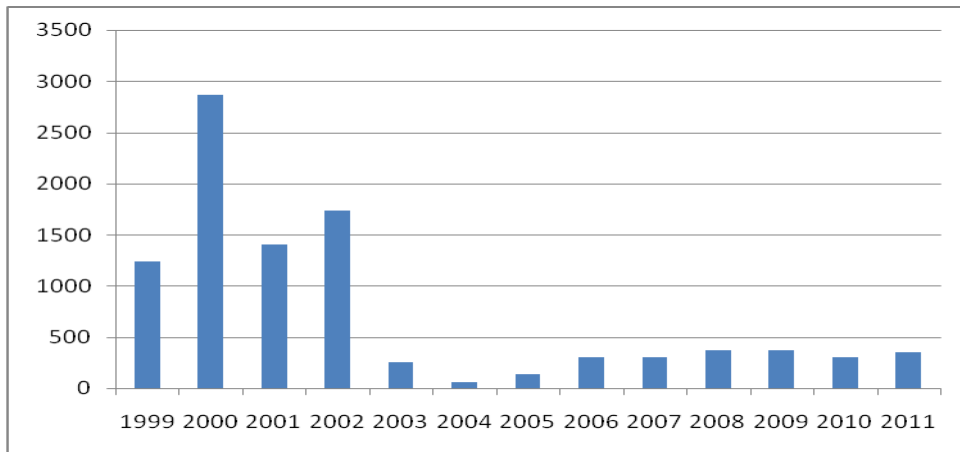


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-8)

فيما يتعلق بعدد الأوراق المالية المتداولة في البورصة، نلاحظ أنه في بدايات التداول شهدت تزايد كبير حتى عام 2001، وبعدها تذبذب حتى عام 2007، وابتداءً من 2008 عرف الانخفاض المتتالي في عدد الأوراق المالية.

ج- عدد المعاملات

الشكل (III-35): عدد المعاملات في البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2011



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (III-8)

عرف عدد المعاملات في البورصة الجزائرية ركوداً كبيراً يرجع بالأساس إلى قلة الأوراق المالية في السوق إضافة إلى عدم توفير السيولة اللازمة التي تسمح بتنشيط البورصة والرفع من حجم التداول، حيث أن الإقبال على التداول كان ضعيفاً مما جعل القائمين على السوق يقومون ببرمجة حصة واحدة للتداول كل أسبوع وذلك بعد تعليق الحصة الثانية منذ سنة 2002، إلا أن نشاط التداول بدأ يعرف تحركاً ملحوظاً ابتداءً من سنة 2006 مما أدى إلى استئناف الجلسة الثانية من التسعير وذلك منذ 2006/05/17 وبالتالي صارت بورصة الجزائر تقوم بجلستين أسبوعياً يومي الاثنين والأربعاء.

حيث نلاحظ أنه في بداية الدراسة كان عدد المعاملات مرتفع إذ بلغ سنة 2000، 1866 معاملة وهذا لأن البورصة كانت في بداية افتتاحها أين كان هناك إقبال وحب اطلاع من طرف المستثمرين. ابتداءً من سنة 2006 نلاحظ ارتفاع عدد المعاملات حيث تضاعف عددها مقارنة بالسنة الماضية وذلك نظراً لدخول سندي دين جديدين إلى البورصة (انضمام شركتي سونلغاز واتصالات الجزائر) لكن رغم كل هذا يبقى عدد المعاملات ضعيف جداً في هته السوق.

بصفة عامة وبالنظر إلى مؤشرات سوق الأوراق المالية في الجزائر نلمس الأداء الضعيف جداً لهته السوق إذ تعتبر جميع مؤشرات متأخرة جداً مقارنة بأسواق الدول الأخرى، ونظراً لأهمية هته السوق في الاقتصاد الوطني علينا تنميتها بشتى الوسائل. وسنقتصر في المطلب الموالي على إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه أدوات السياسة المالية فيما يخص هذا الأمر.

المطلب الثالث: مساهمة السياسة المالية في تنمية سوق الأوراق المالية بالجزائر

مازالت سوق الأوراق المالية بالجزائر لم تنال المكانة المناسبة لها على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، وعليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف وراء تطورها ولعل أبرزها والتي يمكن للسياسة المالية أن تعالجها هو الافتقار للأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملاً وقواعد تنظيم التعامل كما أن المتعاملين فيها لا تتوفر لهم الحماية الكافية خاصة فيما يتعلق بالنظام الضريبي.

أمام كل هذه المعوقات وغيرها التي تحول دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر والرقى بها إلى مصاف المراكز المالية الدولية المتقدمة فإنه من الضروري تجاوز هذه العقبات والبحث في إمكانية النهوض بها.

وسنقتصر على ذكر الدور الذي يمكن أن تساهم به السياسة المالية بخصوص هذا الأمر، حيث أنه بعد عرضنا وتحليلنا للسياسة المالية في الجزائر تبين بأنها سياسة مقبولة نوعاً ما خاصة في الآونة الأخيرة حيث أصبحت تركز على مشاريع البنية التحتية (الطريق السيار شرق غرب- مترو الجزائر) هذا فضلاً على أن حجم النفقات فيها كبير نوعاً ما، غير أننا نجد بأن سوق الأوراق المالية ليست أبداً في نفس المستوى الذي هي عليه هته السياسة.

كما اتضح لنا فإن السياسة المالية لها أدوات (ضرائب، نفقات)، يمكننا أن نبرز مساهمتها في تطوير سوق الأوراق المالية وفقاً لما يلي:

أولاً: الضرائب

تؤثر الضرائب على ميل الاستثمار من خلال تأثيرها على الربح، فيزيد الميل للاستثمار كلما زادت فرص الحصول على الأرباح، فالتأثير السلبي للضرائب على الأرباح بتخفيض معدلاتها يؤدي إلى خفض الاستثمارات

ويظهر هذا الأثر جليا بالنسبة للاستثمارات الحديثة حيث تحول الضريبة دون استخدام أكثر الأساليب الفنية حدثا في الاستثمار.¹

وبالمقابل فإن التأثير الايجابي للضرائب بتخفيضها على معدلات الأرباح يؤدي إلى زيادة الأرباح المتحققة ورفع الكفاية الحديثة لرأس المال ومن ثم مضاعفة الاستثمار.

من خلال هذا يمكن للجزائر أن تستخدم النظام الضريبي في صالح سوق الأوراق المالية، وهذا من خلال إتباعها لما يعرف بالحوافز الضريبية بمختلف أنواعها: الإعفاءات الضريبية، التخفيضات الضريبية، المعدلات التمييزية، إمكانية ترحيل الخسائر إلى السنوات اللاحقة. (تم شرحها في الفصل الثاني).

بفضل هذه الحوافز الضريبية يتم تخفيض العبء الضريبي الذي يقع على المتعامل في البورصة، وهذا ما يشجعه على الإقبال، الدخول، المساهمة والمشاركة في سوق الأوراق المالية وبالتالي تنميتها.

ثانيا: النفقات العامة

بناء على تقسيمات النفقات العامة في الجزائر سنحاول الوقوف على دور كل شكل من هذه الأشكال في تنمية سوق الأوراق المالية.

1- نفقات التسيير

تشمل نفقات التسيير في غالب الأحيان المصارف الإدارية والمرتببات المتعلقة بالموظفين في الإدارات العامة، والإدارة العمومية في أي نظام اقتصادي لها علاقة مباشرة بالتنمية من خلال تسريع وتيرتها أو تعطيلها، وبذلك فهي تؤثر على تنمية سوق الأوراق المالية.

ضعف الإدارة العامة يتمخض من عدة أسباب من بينها تعقيد الإجراءات الإدارية أو الفساد الإداري أو عدم كفاءة الجهاز الإداري وبطئه في معالجة مختلف الملفات، وبذلك يمكن القول أن النظام الإداري السائد في الدولة يعتبر من العوامل المهمة لخلق بيئة الأعمال الجاذبة للاستثمار، وهذا ما جعل العديد من الدول النامية في إطار تحسينها مناخ الاستثمار تنتهج سياسات تحسين النظم الإدارية.

وعليه فعلى الجزائر أن تهتم بأمور التسيير من خلال ميزانية نفقات التسيير، بحيث يجب عليها أن تحسن من العملية الإدارية وتتفادى جميع مشاكلها وهذا لتسهيل الإجراءات على المستثمر وتجنب هروبه نتيجة التعقيدات البيروقراطية، وبهذا فعلى الجزائر أن تتسم ببيئة إدارية محفزة تتميز بقصر زمن الاستجابة، تخفيض البيروقراطية، محاربة الفساد المالي والإداري، ويتم تحقيق كل هذا عن طريق اهتمام الدولة بهذا القطاع من خلال إجراء دورات تدريبية

¹ - فاطمة محمد عبد الحافظ حسونة، "أثر كل من الزكاة والضريبة على التنمية الاقتصادية"، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2009، ص: 123.

فعالة، الرفع من المرتبات الذي يؤدي إلى رفع حجم الطلب وبالتالي توسيع حجم السوق، كذلك بهدف عدم اللجوء إلى الفساد الإداري فيما يخص موظفي الإدارات (البورصة).¹

2- نفقات التجهيز

تتمثل نفقات التجهيز في الإنفاق الذي تقوم به الدولة من خلال استثمارها في مشاريع البنية التحتية وكل ماله علاقة بالاستثمار، حيث تشمل مشاريع البنية التحتية كل من قطاع النقل (تهيئة الطرق، الجسور، السكك الحديدية، الموانئ والمطارات...) وقطاع الاتصالات (السلوكية واللاسلكية، الأنترنت...) قطاع التعليم، قطاع الطاقة وقطاع الموارد المائية... الخ.

¹- يعقوب علي جانقي، " تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاسها على الوضع الاقتصادي "، ورقة بحث ضمن مؤتمر التمويل والاستثمار (تجارب عربية في جذب الاستثمار الأجنبي)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006، ص: 06.

خلاصة الفصل الثالث:

كخلاصة لما سبق يمكن القول أن للسياسة المالية علاقة بسوق الأوراق المالية وذلك من خلال أدواتها الإيرادات العامة والنفقات العامة، حيث تلعب هذه الأدوات دور مهم فيما يخص سوق الأوراق المالية وهذا ما أفرزته نتائج النماذج القياسية، إذ بينت هذه الأخيرة تأثير الإيرادات العامة والنفقات العامة على المؤشر العام لأسعار الأسهم في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان هذا التأثير واضح جدا في الولايات المتحدة الأمريكية (هذا ما بينه معامل التحديد). كما كان تأثير الإيرادات العامة أكبر من تأثير النفقات العامة في مصر والعكس بالنسبة لنيويورك.

أما فيما يخص الجزائر فإنها تملك بورصة ضعيفة جدا لا ترقى حتى إلى مصاف البورصات الناشئة، ويمكن للسياسة المالية أن تساهم في رفع أدائها من خلال التحفيز الضريبية التي لها دور كبير في تخفيض العبء الضريبي ومنه زيادة الأرباح وبالتالي التوجه نحو الاستثمار أي تنشيط سوق الأوراق المالية، هذا فضلا عن استعمال النفقات العامة أيضا في هذا الأمر من خلال تحفيز استثمارات البنية التحتية.



خاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات، مشتقات وأوراق هجينة بواسطة وسطاء ماليين، تسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وبالتالي فهي تؤدي إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. لهذه السوق أهمية كبيرة في تعبئة المدخرات، توفير السيولة وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، نظرا لهذا وجب على الدولة تنميتها وتطويرها وذلك من خلال توفير المناخ المناسب لها، وتسعى الدولة في إطار ذلك إلى توجيه سياساتها الاقتصادية نحو هذا الغرض، والتي من بينها نجد السياسة المالية.

تمثل السياسة المالية برنامج تخطيطه الدولة وتنفذه مستخدمة فيه مصادرها الإيرادية وبرامجها الإنفاقية لإحداث آثار مرغوبة وتجنب آثار غير مرغوبة على كافة متغيرات النشاط الاقتصادي، الاجتماعي والسياسي، تحقيقا لأهداف المجتمع، حيث تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن للسياسة المالية دور مهم في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية.

بعد دراسة موضوع هذا البحث ومحاولة الإحاطة ببعض جوانبه تمكنا من التأكد من صحة أو خطأ الفرضيات المقدمة وفقا لما يلي:

- الفرضية الأولى: هناك علاقة طردية بين النفقات العامة وأداء سوق الأوراق المالية، وعكسية فيما يخص الضرائب. خاطئة، النظرية الاقتصادية بينت أن هناك فعلا علاقة عكسية بين الضرائب وأداء سوق الأوراق المالية، بينما فيما يخص النفقات العامة، فهذا يتوقف على نوعية هذه الأخيرة، فإذا كانت تصب في مجال تطوير البنية التحتية فهناك علاقة طردية، أما إذا كانت في مجال ينافس القطاع الخاص، أو كانت تؤدي إلى رفع سعر الفائدة فهنا العلاقة عكسية.

- الفرضية الثانية: أداء سوق الأوراق المالية في نيويورك متطور على أداء سوق مصر للأوراق المالية. صحيحة، وهو ما بينه الجزء الخاص بدراسة أداء سوقي مصر ونيويورك، حيث كانت كافة مؤشرات الأداء في نيويورك متفوقة على مؤشرات الأداء في مصر.

■ الفرضية الثالثة: الضرائب تلعب دور مهم في الإيرادات الإجمالية للدول النامية على عكس الدول المتقدمة. صحيحة، بحيث تبين لنا من الدراسة أن نسبة الضرائب إلى الإيرادات الإجمالية في مصر كانت طيلة مدة الدراسة تفوق 50%، بينما في الولايات المتحدة الأمريكية كان هناك اعتماد على الضرائب لكن ليس بنفس الحجم الذي هو عليه في مصر.

■ **الفرضية الرابعة:** تمارس السياسة المالية تأثيرات قوية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في نيويورك، في حين تمارس تأثيرات ضعيفة على مصر. **صحيحة**، فحسب الدراسة القياسية كان التأثير في نيويورك يفوق 90% بينما في نيويورك كان أقل من 90%.

■ **الفرضية الخامسة:** تأثير سياسة الإنفاق العام على أداء سوق الأوراق المالية في نيويورك أكبر منه في مصر. **صحيحة**.

■ **الفرضية السادسة:** سياسة الإيرادات العامة لها تأثير كبير على أداء سوق الأوراق المالية في مصر على عكس نيويورك. **خاطئة**.

- **الفرضية السابعة:** تأثير الإيرادات العامة على أداء سوق الأوراق المالية أكبر من تأثير النفقات العامة عليها في كل من مصر ونيويورك. **صحيحة**.

- **الفرضية الثامنة:** أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر ضعيف جدا، وأدوات السياسة المالية لا تساهم في تطوير هته السوق. **صحيحة** فمن خلال الدراسة تبين أن مؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية متدهورة جدا

وأن أدوات السياسة المالية لم تؤدي إلى زيادة نشاط وتداول الأوراق المالية في البورصة.

نتائج الدراسة:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى ما يلي:

- كفاءة سوق الأوراق المالية تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية، حيث نعني بها استجابة أسعار هته الأوراق لأي معلومة جديدة، ولتحقيقها يجب توفر مجموعة من المتطلبات من أهمها: الكفاءة التسعيرية، التشغيلية، التخصيصية، الهيكلية والفنية.

- من أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية: المؤشر العام لأسعار الأسهم، حجم السوق، سيولة السوق ومؤشر درجة التركيز.

- تختلف مؤشرات سوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة من جهة والتي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف تبعا لأساليب بنائها، من أمثلة المؤشرات الدولية مؤشر "داوجونز" الصناعي ومؤشر "ستاندر أندبور" في الولايات المتحدة الأمريكية، ومؤشر EGX 30، EGX 70، EGX 100 في مصر.

- تمارس السياسة المالية دورا هاما في جذب طالبي وعارضي الأوراق المالية من خلال محاولتها تهيئة المناخ المناسب والمحفز لهم عن طريق مختلف أدواتها من إيرادات (ضرائب) ونفقات.

- تؤثر السياسة المالية على سوق الأوراق المالية في عدة مراحل هي:
- مرحلة تعبئة المدخرات أو عرض الأموال القابلة للإقراض عن طريق تشجيع وحفز مدخرات القطاع العائلي من خلال التأثير على الدخل والفائدة وزيادة ربحية الشركات بقطاع الأعمال.
 - مرحلة تشجيع الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض من خلال التأثير على عوائد ونمط الاستثمار.
 - مرحلة توجيه المدخرات والموارد المالية إلى الاستثمارات من خلال التأثير على معدلات عوائد الأدوات المالية وحجم التعاملات فيها وكذلك أداء الوسطاء الماليين.

- تمارس السياسة المالية تأثيراتها على سوق الأوراق المالية من خلال مختلف أدواتها من نفقات وإيرادات فمن جانب الإيرادات يؤثر زيادة حجم ونوع الضرائب بالسلب على العوائد المتوقعة من الأوراق المالية كما أن عدم مساعدة النظام الضريبي على التعامل مع الخسائر من شأنه أيضا أن يؤثر بالسلب على سوق الأوراق المالية، أما من جانب النفقات العامة فزيادتها يمكن أن تعتبر كمنافس للقطاع الخاص وهذا ما يعود بالسلب على السوق هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فتستطيع الدولة أن توجه إنفاقها إلى تهيئة البنية التحتية من إنشاء للطرق وتهيئة للمرافق العامة وكذا توفير مختلف طرق الاتصال.... التي من شأنها منح نوع من الاستقرار، التنظيم والتسهيل للأموار، الذي يجلب متعاملي سوق الأوراق المالية.

- يؤدي تزايد الاعتماد على الاقتراض الخارجي في تمويل العجز المالي إلى تزايد أعباء الدين الخارجي وتزايد العجز في الحساب الجاري، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة الخارجية للعملة الوطنية. ويؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة الأوراق المالية الوطنية، وقد يدفعهم ذلك إلى التصرف فيها بالبيع، وتأخذ حركة التعامل في سوق الأوراق المالية إتجاها واحدا هو البيع، الأمر الذي يؤدي في نهاية الأمر إلى انهيارها.

✓ توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أنه يمكن للسياسة المالية أن تمارس دورها في تطوير أداء سوق

الأوراق المالية من خلال المحاور التالية:

■ السياسة الضريبية من خلال الآتي:

- تخفيض الأسعار الضريبية بشكل يساهم في رفع ربحية شركات المساهمة، ومن ثم يزيد من قيمة التوزيعات المقررة لحملة الأسهم، الأمر الذي يؤدي - مع بقاء العوامل الأخرى على حالها - إلى زيادة الطلب على الأسهم ويخفض أيضا من تكلفة الأموال بالنسبة للشركات المصدرة للأسهم ويرفع من قدرتها على تنفيذ المزيد من الاستثمارات.

- تؤثر المعاملة الضريبية لعوائد الأصول المالية على تخصيص الموارد المالية فيما بينها، إذ من شأن إعفاء عوائد الأسهم والسندات من الضرائب أو إخضاعها لأسعار تمييزية مقارنة بالأصول الأخرى أن ينشط من الطلب عليها، الأمر الذي يساهم في ازدهار سوق الأوراق المالية.

- تلعب المعاملة الضريبية لمؤسسات الوساطة المالية دورا هاما في تشجيع أسواق الأوراق المالية، إذ أن تخفيض أعباء الضرائب على هذه المؤسسات يعمل على خفض تكلفة التعامل في أسواق الأوراق المالية، ومن ثم يسهم ذلك في تنشيط حركة التداول بها.

■ سياسة الإنفاق العام من خلال الآتي:

- تخفيض حجم ونطاق القطاع العام من خلال تخلي الحكومة عن دورها كمنافس للقطاع الخاص، وهذا يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية وبالتالي توسيع نطاق سوق الأوراق المالية.

- تركيز جهود الحكومة في توفير وتطوير خدمات البنية الاقتصادية بصورة كفئة يخفض من التكاليف التي تتحملها المشروعات ومن ثم تزيد ربحيتها.

■ يؤدي تغطية عجز الموازنة من خلال التمويل المحلي إلى ارتفاع أسعار الفائدة، حيث يمارس تأثير غير مباشر على عوائد الأصول المالية، الأمر الذي ينعكس أيضا على سوق الأوراق المالية.

■ إلى جانب الدور الذي تمارسه السياسة المالية، فإن مساهمة الحكومة في توفير استقرار سياسي، من شأنه أن يشجع من الاتجاه المتنامي لسوق الأوراق المالية، حيث يؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

الإقتراحات:

على ضوء كل هذه النتائج يمكننا تقديم مجموعة من الإقتراحات التي تصب مجملها في سبيل تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية، تتمثل هذه الإقتراحات فيما يلي:

- توفير مناخ ملائم للتعامل في سوق الأوراق المالية، بحيث يتميز بالاستقرار السياسي والاقتصادي.

- وضع أدوات السياسة المالية بإتجاه يخدم سوق الأوراق المالية.

- إقامة نظام ضريبي محفز للدخول في مجال التعامل بالأوراق المالية.

- تخفيض الأسعار الضريبية بشكل يسهم في رفع ربحية الأوراق المالية.

- تقوية البنية التحتية التي تعتبر عامل لجذب المستثمرين، وهذا يتم عن طريق الإنفاق الحكومي.

- وضع المعدلات الضريبية التي تتماشى عكسيا مع حجم المشروع أو مدى مساهمته في تحقيق التنمية الاقتصادية، فتنخفض المعدلات تدريجيا كلما ارتفعت نتائج عمليات الاستثمار والعكس صحيح.

- السماح بترحيل الخسائر سواء إلى الأمام أو الخلف، إذ من شأن هذا أن يسهم في تخفيض حدة التفاوت بين عوائد المشروعات على مدار السنوات ويقلل من أثر الخطر.

- تخفيف الأعباء الضريبية على الوسطاء الماليين، وهذا من شأنه أن يسهم في خفض تكاليف المعاملات وهامش الوساطة المالية ويخفض من أسعار الخدمات المالية، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على أنشطة التداول في سوق الأوراق المالية.

-
- تطوير أساليب الحكومة لتمويل عجز الموازنة، كالاتجاه نحو إعادة جدولة الديون الحكومية من خلال استبدال الديون قصيرة الأجل والديون غير المتداولة بسوق الأوراق المالية بأخرى طويلة الأجل يمكن تداولها في السوق، عن طريق إصدار سندات حكومية يسمح بطرحها للإكتتاب العام في سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى تنمية وتنشيط هته السوق بصفة عامة وسوق السندات بصفة خاصة.
 - القضاء على القيود التنظيمية والإدارية لتيسير التداول، بحيث يجب تسهيل الإجراءات على المستثمر لتجنب هروبه بسبب التعقيدات البيروقراطية.

آفاق الدراسة:

- في الأخير نشير إلى أنه على غرار جميع البحوث والدراسات من جهة وشساعة الموضوع من جهة ثانية فإن دراستنا لا تخلو من النقائص، إذ تبقى هناك نقاط تستحق التوضيح والدراسة بشكل أعمق وبكثير من التحليل، وعليه نقول أنه من بين المواضيع التي تقدم كأفاق لدراستنا نجد:
- أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية.
 - التكامل بين السياستين النقدية والمالية للنهوض بسوق الأوراق المالية.
 - السياسة المالية وكفاءة الأسواق المالية.
 - سوق الأوراق المالية والأزمات المالية.
 - سبل تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.



المراجع

المراجع:

أولاً: باللغة العربية

♦ الكتب

- 1- أحمد سعد عبد اللطيف، " بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 2- أحمد مجذوب أحمد علي، " السياسة المالية في الاقتصاد الإسلامي دراسة مقابلة مع الاقتصاد الرأسمالي "، الطبعة الثانية، هيئة الأعمال الفكرية، السودان، 2003.
- 3- أحمد محمد لطفي أحمد، " معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية "، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، 2006.
- 4- أحمد محي الدين أحمد، " أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي "، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995.
- 5- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، " الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة "، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر، الأردن، 2004.
- 6- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، " اقتصاديات البنوك والأسواق المالية "، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 7- الزبيدي حمزة محمود، " الاستثمار في الأوراق المالية "، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001.
- 8- السيد عبد المولى، " المالية العامة "، دار الفكر العربي، مصر، 1972.
- 9- السيد عطية عبد الواحد، " الموازنة العامة للدولة "، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- 10- السيد عليوه، " تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية "، دار الأمين، مصر، 2006.
- 11- المرسي السيد حجازي، " مبادئ الاقتصاد العام (النفقات والقروض العامة) "، الدار الجامعية، لبنان، 2000.
- 12- أميرة حسب الله محمد، " محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر "، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 13- بلعوز بن علي، " محاضرات في النظريات و السياسات النقدية "، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
- 14- جورج كلارك، " موجز في الاقتصاد الأمريكي "، مكتب الإعلام الخارجي، وزارة الخارجية الأمريكية، 2002.
- 15- حازم البيلاوي، " دور الدولة في الاقتصاد "، دار الشروق، مصر، 1998.
- 16- حامد عبد المجيد دراز وسميرة إبراهيم أيوب، " مبادئ المالية العامة "، الدار الجامعية، مصر، 2002.

- 17- حامد عبد المجيد دراز، " السياسات المالية، الدار الجامعية "، مصر، 2003.
- 18- حسن بن هاني، " الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة) "، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، 2001.
- 19- خالد شحادة الخطيب وأحمد زهير شامية، " أسس المالية العامة "، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2005.
- 20- خبايا عبد الله، " أساسيات في اقتصاد المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009.
- 21- خيرى علي الجزيري، " إدارة المنشآت والأسواق المالية "، مطابع الولاء الحديثة، مصر، 2001.
- 22- زينب حسين عوض الله، " أساسيات المالية العامة "، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006.
- 23- سالم توفيق النجفي، " سياسات الثبيت والتكييف الهيكلي "، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002.
- 24- سعيد عبد العزيز عثمان وشكري رجب العشماوي، " اقتصاديات الضرائب (سياسات - نظم - قضايا معاصرة) "، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 25- سعيد عبد العزيز عثمان، " مقدمة في الاقتصاد العام "، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 26- سلوى سليمان، " السياسة الاقتصادية "، الطبعة الأولى، وكالة المطبوعات، الكويت، 1973.
- 27- سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى "، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.
- 28- سهير محمود معتوق وأمينه عز الدين عبد الله، " المالية العامة "، مصر، 2000.
- 29- سوزي عدلي ناشد، " أساسيات المالية العامة "، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008.
- 30- سوزي عدلي ناشد، " أساسيات المالية العامة "، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الجامعية، لبنان، 2008.
- 31- سوزي عدلي ناشد، " الوجيه في المالية العامة "، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2000.
- 32- سيد طه وبدوي محمد، " عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية "، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 33- شعبان محمد إسلام البرواري، " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، 2002.
- 34- شمعون شمعون، " بورصة الجزائر "، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 35- صلاح الدين السييسي، " الأسواق المالية "، دار الفكر العربي، مصر، 2008.

- 36- صلاح الدين حسن السيبي، " بورصات الأوراق المالية "، عالم الكتب، مصر، 2003.
- 37- صلاح السيد جودة، " بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا "، الطبعة الأولى، الإشعاع الفنية، مصر، 2002.
- 38- ضياء مجيد الموسمي، " الاقتصاد النقدي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2002.
- 39- ضياء مجيد الموسوي، " البورصات، أسواق المال وأدواتها "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- 40- ضياء مجيد موسوي، " البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات "، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
- 41- طارق الحاج، " المالية العامة "، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 1999.
- 42- طارق الحاج، " المالية العامة "، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 1999.
- 43- طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة) "، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 44- عادل أحمد حشيش، " أصول الفن المالي في الاقتصاد العام "، دار النهضة العربية، لبنان، 1984.
- 45- عادل العلي، " المالية العامة والقانون المالي والضريبي (الجزء الأول) "، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 46- عادل العلي، " المالية العامة والقانون المالي والضريبي "، الطبعة الأولى، دار الإثراء، الأردن، 2009.
- 47- عاطف السيد، " العولمة في ميزان الفكر "، مطبعة الانتصار، مصر، 2002.
- 48- عاطف وليد أندراوس، " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها "، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 49- عاطف وليد أندراوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- 50- عبد العزيز فهمي هيكل، " موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية "، دار النهضة العربية، لبنان، 1986.
- 51- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، " أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات استثمار "، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 52- عبد الغفار حنفي، " استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات "، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 53- عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم،سندات،وثائق الاستثمار والخيارات) "، الدار الجامعية، مصر، 2000.

- 54- عبد الغفار حنيفي وسمية قرياقص، " أسواق المال وتمويل الشركات "، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 55- عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية (تحليل جزئي و كلي) "، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997.
- 56- عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية (تحليل جزئي وكلي) "، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997.
- 57- عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي (تحليل كلي) "، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.
- 58- عبد المطلب عبد الحميد، " السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي (تحليل كلي) "، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.
- 59- عبد النافع الزري وغزي فرح، " الأسواق المالية "، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2001.
- 60- عصام حسين، " أسواق الأوراق المالية "، دار أسامة، الأردن، 2008.
- 61- عطية عبد الواحد، " الموازنة العامة للدولة "، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- 62- علي زغدود، " المالية العامة "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 63- علي كنعان، " المالية العامة والإصلاح المالي "، الطبعة الأولى، دار الرضا، سوريا، 2003.
- 64- عماد العاني، " اندماج الأسواق المالية الدولية "، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002.
- 65- غازي عبد الرزاق النقاش، " المالية العامة "، الطبعة الثالثة، دار وائل، الأردن، 2003.
- 66- فوزت فرحات، " المالية العامة "، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2001.
- 67- قيصر عبد الكريم الهيتي، " أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات) "، الطبعة الأولى، دار رسلان، سوريا، 2006.
- 68- مؤيد عبد الرحمان الدوري وطاهر موسى الجنابي، " إدارة الموازنات العامة "، دار زهران، الأردن، 1999.
- 69- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة "، الطبعة الأولى، كنوز اشبيليا، السعودية، 2005.
- 70- مثنى عبد الإله ناصر، " ندوة دورة الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية "، ليبيا، 11-12-2005.
- 71- مجدي شهاب، " أصول الاقتصاد العام "، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004.
- 72- محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، " مقدمة في الأسواق المالية والنقدية "، الطبعة الأولى، الأردن، 2000.
- 73- محمد الصغير بعلي ويسرى أبو العلا، " المالية العامة "، دار العلوم، الجزائر، 2003.

- 74- محمد الصيرفي، " البورصات "، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 75- محمد المبروك أبوزيد، " التحليل المالي شركات وأسواق مالية "، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009.
- 76- محمد حافظ الرهوان، " النقود والبنوك والأسواق المالية "، بدون دار نشر، مصر، 2005.
- 77- محمد حلمي الطوابي، " أثر السياسات المالية الشرعية في تحقيق التوازن المالي العام في الدولة الحديثة"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 78- محمد سويلم، " إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية "، الشركة العربية، مصر، بدون سنة نشر.
- 79- محمد شاكر عصفور، " أصول الموازنة العامة "، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2008.
- 80- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 81- محمد عباس محرز، " اقتصاديات المالية العامة "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 82- محمد عباس محرز، " اقتصاديات المالية العامة "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 83- محمد عباس محرز، " اقتصاديات المالية العامة (النفقات العامة- الإيرادات العامة-الميزانية العامة للدولة) "، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2005.
- 84- محمد عبد العزيز عجمية وإيمان عطية ناصف، " التنمية الاقتصادية (دراسة نظرية وتطبيقية) "، مصر، 2003.
- 85- محمد عبد المنعم وأحمد فريد مصطفى، " الاقتصاد المالي الوضعي والإسلامي بين النظرية والتطبيق "، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، بدون سنة نشر.
- 86- محمد عبده ومحمد مصطفى، " تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة "، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 87- محمد فرحي، "التحليل الاقتصادي الكلي (الجزء الأول)"، دار أسامة، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 88- محمد مبارك حجير، " السياسة المالية والنقدية لخطط التنمية الاقتصادية "، الدار الجامعية، مصر، بدون سنة نشر.
- 89- محمد محمود عبد ربه محمد، " طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية "، الدار الجامعية، مصر.
- 90- محمد مدحت مصطفى وسهير عبد الظاهر أحمد، " النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية "، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1999.
- 91- محمد مطر وفايز تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2005.
- 92- محمد مطر، " إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية) "، الطبعة الخامسة، دار وائل، الأردن، 2009.

- 93- محمد يوسف ياسين، " البورصة -عمليات البورصة تنازع القوانين-اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 94- محمد يوسف ياسين، " البورصة-تنازع القوانين-اختصاص المحاكم"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 95- محمود أمين زوبل ويونس البطريق، " بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 96- محمود حسين الوادي و زكريا أحمد خزام، " مبادئ المالية العامة"، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2007.
- 97- محمود حسين الوادي وزكريا أحمد عزام، " المالية العامة والنظام المالي في الإسلام"، دار المسيرة، الأردن، 2000.
- 98- محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق-بورصات)"، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، 2005.
- 99- مروان شموط وكنجو عبود كنجو، " أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- 100- مروان عوض، " المالية الدولية، الطبعة الأولى"، دار الحامد، الأردن، 2004.
- 101- مصطفى الفار، " الإدارة المالية العامة"، الطبعة الأولى، دار أسامة، الأردن، 2007.
- 102- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، " الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، مصر، 1993.
- 103- منصور ميلاد يونس، " مبادئ المالية العامة"، منشورات الجامعة المفتوحة، لبنان، 1991.
- 104- منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، المعارف للطباعة والنشر، مصر، 2002.
- 105- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، مصر، 2002.
- 106- منير إبراهيم هندي، " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 107- نصر علي أحمد طاحون، " شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
- 108- نوزاد عبد الرحمن ومنجد عبد اللطيف، " اقتصاديات المالية العامة"، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2006.
- 109- هشام مصطفى الجمل، " دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاجتماعية"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

- 110- هوشيار معروف، " الاستثمارات والأسواق المالية "، الطبعة الأولى، دار صفاء، الأردن، 2003.
- 111- هوشيار معروف، " الاستثمارات والأوراق المالية، الطبعة الأولى "، دار صفاء، الأردن، 2009.
- 112- وليد صافي وأنس البكري، " الأسواق المالية والدولية "، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009.

◆ المذكرات والأطروحات:

- 1- إبراهيم رسول هاني، " أثر الأسواق المالية في النمو الاقتصادي-دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة "، أطروحة دكتوراه، جامعة القادسية، العراق، 2005.
- 2- براق محمد، " بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية "، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.
- 3- بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005.
- 4- جمال الدين سحنون، " شروط بروز أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- 5- حيدر يونس كاظم الموسوي، " أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2007 "، أطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
- 6- دراوسي مسعود، " السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 7- لطرش سميرة، " كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية - "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2009.
- 8- فاطمة محمد عبد الحافظ حسونة، " أثر كل من الزكاة والضريبة على التنمية الاقتصادية"، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2009.

◆ المجلات:

- حسان حضر، " تحليل الأسواق المالية "، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون (27)، الكويت، مارس 2004.
- حسين قبلان، " مؤشرات أسواق الأوراق المالية "، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الحادي عشر، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2011.

- سمير عبد الغني محمود، " المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية "، مجلة البنوك، العدد الخامس، الأردن، 1989.
- طالي محمد، " أثر الحوافز الضريبية وسبل تفعيلها في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر "، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، جامعة الشلف، الجزائر.
- عيسى محمد الغزالي، " تحليل الأوراق المالية "، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، مارس 2004.
- فائق جبر النجار، " مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها "، مجلة البنوك، العدد الرابع، الأردن، أكتوبر 2000.
- فحطان السيوفي، " دور أدوات السياسة المالية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية "، مجلة الإقتصادية، العدد 325، سوريا.
- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - "، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010.

◆ الملتقيات والمؤتمرات:

- 1- حسن عطا غنيم، " المشتقات المالية "، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 6-10 مارس، 2005.
- 2- عراب فاطمة الزهراء وعلالي فتيحة، " خصوصية السياسة المالية في معالجة عجز الميزانية في الاقتصاد الإسلامي "، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع...ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2010.
- 3- يعقوب علي جانقي، " تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاسها على الوضع الاقتصادي "، ورقة بحث ضمن مؤتمر التمويل والاستثمار (تجارب عربية في جذب الاستثمار الأجنبي)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006.
- 4- دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري، " أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي "، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع (استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16/03/2005.

♦ التقارير:

- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، "الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الأسكوا"، العدد الثاني، الأمم المتحدة، نيويورك، 2005.

♦ المطبوعات:


- 1- محمد راتول، مطبوعة الإقتصاد الدولي، الشلف، الجزائر، 2005.
- 2- مطبوعات البنك المركزي المصري للسنوات 1990 إلى 2011.

ثانيا: باللغة الأجنبية

- 1-Alain Martinet, " **lexiques de gestion** ", 5^{eme} édition, dalloz, France, 2000.
- 2-Bernard laget, " **Les nouveaux outils financiers**", Top édition, France, 1990.
- 3-Bertrand Jaquillat et Bruno Sonlik, " **marché financier, gestion de portefeuille et des risques** ", dunod, France, 2002.
- 4-Claude Sobry et Jean-Claude, " **éléments de macroéconomie**", ellipses, France, 1996.
- 5-Daniel Goyeau et Amin Tarazi, " **La Bourse** ", 2^e édition, France, 2006.
- 6-Francis Clarch, " **Management Of Investment** ", McGraw, JAPAN, 1983.
- 7-François Deruel et Jacques Buisson, " **finances publiques (budget et pouvoir financier)**", 13^e édition, édition dalloz, France, 2001.
- 8-Guy Goudamine et Jean Monitier, " **banque et les marches financiers** " , édition fconomica, France, 1998.
- 9-Jacques Genereux, " **politiques économique** ", édition seuil, France, 1996 .
- 10-Janine Bremoud et Alain Geledan, " **dictionnaire economique et social** ", Hatier, France, 1981.
- 11-Jaque Muller, " **economie manuel d'application** ", 3^{eme} édition, dunod, France, 2002.
- 12-Jean-Marie Gagnon et Nabil Khoury, " **Traite de Gestion Financière** ", 2^{eme} édition, G. Morile, CANADA, 1981.
- 13-Josette Peyrard, " **La bourse**", 2^{éme} édition, vuibert entreprise, France, 1993.
- 14-Olivier Picon, " **la bourse** " , 14^{eme} édition, delmas, France, 2000.
- 15-Olivier Picon, " **la bourse : ses mécanisme-géré son portef euille-réussir ses placements** ", Encyclopédie Delmas, 14^{eme} édition, France, 2000.
- 16-Patrick Topscalian, " **Les indices boursières sur action** " , Economica, France, 1996.
- 17-Paul Lowenthal, " **économie et finances publiques** " , 2^{eme} édition, de boeck, France, 1996.
- 18-Pierre Conso et Farouk Hemici, " **gestion financière de l entreprise** " , 10^e édition, Dunod, France, 2002.
- 19-Raymond Muzellec, " **finances publiques** " , 13^e édition, éditions dalloz , France, 2004.
- 20-Régis Bourbonnais, " **économétrie** " , 5 édition , édition Dunod , paris, France, 2004.
- 21-Roger Miller et David Van Hoose, " **Money, Banking and Financial Markets** " Publishing Thomson laerning, U.S.A, 2001.
- 22-Thomas et Jean Paul, " **les politiques économiques au XX^e siècle** " , armand colin, France, 1994.

ثالثا: المراجع الإلكترونية:

- 1-<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/SP500/downloaddata>
- 2-<http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/rapports-de-presentation-des-lois-de-finances> وزارة
المالية
- 2-<http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx> بورصة مصر
- 3-International Financial Statistics years book /International Monetary Fund. Vol LXIII.N0.07
july 2010
- 4-[International Monetary Fund /Data and Statistics http://elibrary-data.imf.org/DataReport](http://elibrary-data.imf.org/DataReport)
[صندوق](#) النقد الدولي
- 5-www.bi.com البنك الدولي
- 6-www.sgbv.dz بورصة الجزائر



الملاحق

الملاحق:

دراسة الاستقرارية:

الملحق رقم 01

1. السلسلة: DPR_EGY

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: DPR_EGY has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.146904	0.0219
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(DPR_EGY)				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 13:13				
Sample (adjusted): 1994 2011				
Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY(-1)	-0.800730	0.193091	-4.146904	0.0014
D(DPR_EGY(-1))	0.589859	0.190843	3.090808	0.0093
D(DPR_EGY(-2))	0.194397	0.192479	1.009964	0.3324
D(DPR_EGY(-3))	0.566578	0.200866	2.820669	0.0154
C	0.546402	0.142614	3.831338	0.0024
@TREND("1990")	0.036152	0.009180	3.938149	0.0020
R-squared	0.644968	Mean dependent var		0.025416
Adjusted R-squared	0.497038	S.D. dependent var		0.121000
S.E. of regression	0.085813	Akaike info criterion		-1.812096
Sum squared resid	0.088366	Schwarz criterion		-1.515305
Log likelihood	22.30886	Hannan-Quinn criter.		-1.771173
F-statistic	4.359957	Durbin-Watson stat		2.060860
Prob(F-statistic)	0.017064			

النموذج الثاني:

Null Hypothesis: DPR_EGY has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.265948	0.6252
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPR_EGY)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:14
Sample (adjusted): 1991 2011
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY(-1)	-0.118731	0.093788	-1.265948	0.2208
C	0.183933	0.117812	1.561238	0.1350
R-squared	0.077787	Mean dependent var	0.038777	
Adjusted R-squared	0.029250	S.D. dependent var	0.125874	
S.E. of regression	0.124019	Akaike info criterion	-1.246365	
Sum squared resid	0.292235	Schwarz criterion	-1.146887	
Log likelihood	15.08683	Hannan-Quinn criter.	-1.224776	
F-statistic	1.602624	Durbin-Watson stat	1.454756	
Prob(F-statistic)	0.220835			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: DPR_EGY has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.066069	0.9192
Test critical values:		
1% level	-2.679735	
5% level	-1.958088	
10% level	-1.607830	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPR_EGY)

Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:14
Sample (adjusted): 1991 2011
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY(-1)	0.023779	0.022305	1.066069	0.2991
R-squared	-0.040521	Mean dependent var	0.038777	
Adjusted R-squared	-0.040521	S.D. dependent var	0.125874	
S.E. of regression	0.128399	Akaike info criterion	-1.220902	
Sum squared resid	0.329726	Schwarz criterion	-1.171163	
Log likelihood	13.81947	Hannan-Quinn criter.	-1.210107	
Durbin-Watson stat	1.484604			

النتيجة: السلسلة من نوع TS

Dependent Variable: DPR_EGY
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:22
Sample: 1990 2011
Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.039116	0.005428	7.206838	0.0000
C	-77.01174	10.85793	-7.092672	0.0000
R-squared	0.721985	Mean dependent var	1.239208	
Adjusted R-squared	0.708084	S.D. dependent var	0.298932	
S.E. of regression	0.161510	Akaike info criterion	-0.721986	
Sum squared resid	0.521712	Schwarz criterion	-0.622800	
Log likelihood	9.941845	Hannan-Quinn criter.	-0.698621	
F-statistic	51.93851	Durbin-Watson stat	0.607399	
Prob(F-statistic)	0.000001			

الملحق رقم 02: السلسلة : RPR_EGY

النموذج الثالث:

Null Hypothesis: RPR_EGY has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.631453	0.2716
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RPR_EGY)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:23
 Sample (adjusted): 1992 2011
 Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPR_EGY(-1)	-0.411152	0.156245	-2.631453	0.0181
D(RPR_EGY(-1))	0.588997	0.199342	2.954707	0.0093
C	0.379561	0.142190	2.669399	0.0168
@TREND("1990")	0.006327	0.005323	1.188513	0.2520
R-squared	0.457249	Mean dependent var	0.010671	
Adjusted R-squared	0.355483	S.D. dependent var	0.124422	
S.E. of regression	0.099889	Akaike info criterion	-1.592665	
Sum squared resid	0.159644	Schwarz criterion	-1.393518	
Log likelihood	19.92665	Hannan-Quinn criter.	-1.553789	
F-statistic	4.493141	Durbin-Watson stat	2.131475	
Prob(F-statistic)	0.018063			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: RPR_EGY has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.419457	0.1492
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RPR_EGY)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:23
 Sample (adjusted): 1992 2011
 Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPR_EGY(-1)	-0.290064	0.119888	-2.419457	0.0270
D(RPR_EGY(-1))	0.487606	0.182338	2.674182	0.0160
C	0.320354	0.134784	2.376798	0.0295
R-squared	0.409332	Mean dependent var	0.010671	
Adjusted R-squared	0.339841	S.D. dependent var	0.124422	
S.E. of regression	0.101093	Akaike info criterion	-1.608062	
Sum squared resid	0.173738	Schwarz criterion	-1.458702	
Log likelihood	19.08062	Hannan-Quinn criter.	-1.578905	
F-statistic	5.890478	Durbin-Watson stat	1.979543	
Prob(F-statistic)	0.011387			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: RPR_EGY has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.273954	0.7558
Test critical values:		
1% level	-2.679735	
5% level	-1.958088	
10% level	-1.607830	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_EGY)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:24
Sample (adjusted): 1991 2011
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPR_EGY(-1)	0.006981	0.025481	0.273954	0.7869
R-squared	-0.021063	Mean dependent var		0.019739
Adjusted R-squared	-0.021063	S.D. dependent var		0.128194
S.E. of regression	0.129537	Akaike info criterion		-1.203258
Sum squared resid	0.335595	Schwarz criterion		-1.153519
Log likelihood	13.63421	Hannan-Quinn criter.		-1.192463
Durbin-Watson stat	1.006947			

السلسلة : DRPR_EGY

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: D(RPR_EGY) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.744487	0.2312
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_EGY,2)

Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:25
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPR_EGY(-1))	-0.594962	0.216784	-2.744487	0.0138
C	0.032316	0.061499	0.525482	0.6060
@TREND("1990")	-0.002807	0.004687	-0.599004	0.5571
R-squared	0.307932	Mean dependent var	-0.015593	
Adjusted R-squared	0.226512	S.D. dependent var	0.131891	
S.E. of regression	0.115996	Akaike info criterion	-1.333045	
Sum squared resid	0.228735	Schwarz criterion	-1.183686	
Log likelihood	16.33045	Hannan-Quinn criter.	-1.303889	
F-statistic	3.782030	Durbin-Watson stat	1.908483	
Prob(F-statistic)	0.043779			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: D(RPR_EGY) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.733386	0.0860
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_EGY,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:25
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPR_EGY(-1))	-0.558515	0.204331	-2.733386	0.0136
C	-0.000924	0.026031	-0.035499	0.9721
R-squared	0.293325	Mean dependent var	-0.015593	
Adjusted R-squared	0.254065	S.D. dependent var	0.131891	
S.E. of regression	0.113911	Akaike info criterion	-1.412159	
Sum squared resid	0.233563	Schwarz criterion	-1.312586	
Log likelihood	16.12159	Hannan-Quinn criter.	-1.392721	
F-statistic	7.471399	Durbin-Watson stat	1.934975	
Prob(F-statistic)	0.013647			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: D(RPR_EGY) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.877527	0.0064
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_EGY,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:25
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPR_EGY(-1))	-0.560011	0.194615	-2.877527	0.0096
R-squared	0.293276	Mean dependent var	-0.015593	
Adjusted R-squared	0.293276	S.D. dependent var	0.131891	
S.E. of regression	0.110877	Akaike info criterion	-1.512089	
Sum squared resid	0.233579	Schwarz criterion	-1.462302	
Log likelihood	16.12089	Hannan-Quinn criter.	-1.502370	
Durbin-Watson stat	1.932208			

النتيجة: السلسلة RPR_EGY مستقرة من الدرجة الاولى من نوع DS بدون مشتق

الملحق رقم 03: السلسلة : DPR_USA

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: DPR_USA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.665134	0.9627
Test critical values:		
1% level	-4.467895	
5% level	-3.644963	
10% level	-3.261452	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPR_USA)

Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:27
Sample (adjusted): 1991 2011
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA(-1)	-0.065939	0.099136	-0.665134	0.5144
C	5.30E-06	2.01E-05	0.263140	0.7954
@TREND("1990")	9.27E-07	3.70E-07	2.504375	0.0221
R-squared	0.258429	Mean dependent var	1.75E-06	
Adjusted R-squared	0.176032	S.D. dependent var	1.09E-05	
S.E. of regression	9.93E-06	Akaike info criterion	-20.06948	
Sum squared resid	1.78E-09	Schwarz criterion	-19.92027	
Log likelihood	213.7296	Hannan-Quinn criter.	-20.03710	
F-statistic	3.136394	Durbin-Watson stat	1.636096	
Prob(F-statistic)	0.067823			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: DPR_USA has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.103655	0.6932
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPR_USA)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:28
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA(-1)	-0.141447	0.128162	-1.103655	0.2851
D(DPR_USA(-1))	0.526767	0.273775	1.924084	0.0713
C	3.01E-05	2.64E-05	1.140701	0.2698
R-squared	0.178829	Mean dependent var	1.88E-06	
Adjusted R-squared	0.082221	S.D. dependent var	1.12E-05	
S.E. of regression	1.07E-05	Akaike info criterion	-19.90745	
Sum squared resid	1.96E-09	Schwarz criterion	-19.75809	
Log likelihood	202.0745	Hannan-Quinn criter.	-19.87830	
F-statistic	1.851076	Durbin-Watson stat	2.162736	
Prob(F-statistic)	0.187363			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: DPR_USA has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.726682	0.8641
Test critical values:		
1% level	-2.679735	
5% level	-1.958088	
10% level	-1.607830	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPR_USA)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:28
Sample (adjusted): 1991 2011
Included observations: 21 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA(-1)	0.008281	0.011396	0.726682	0.4758
R-squared	-0.000527	Mean dependent var		1.75E-06
Adjusted R-squared	-0.000527	S.D. dependent var		1.09E-05
S.E. of regression	1.09E-05	Akaike info criterion		-19.96045
Sum squared resid	2.40E-09	Schwarz criterion		-19.91071
Log likelihood	210.5847	Hannan-Quinn criter.		-19.94966
Durbin-Watson stat	1.291719			

السلسلة : DDPR_USA

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: D(DPR_USA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.257451	0.1050
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(DPR_USA,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:29
Sample (adjusted): 1994 2011
Included observations: 18 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DPR_USA(-1))	-1.860731	0.571223	-3.257451	0.0062
D(DPR_USA(-1),2)	0.850182	0.467122	1.820041	0.0918
D(DPR_USA(-2),2)	0.492196	0.447240	1.100520	0.2911
C	-2.12E-05	1.01E-05	-2.101040	0.0557
@TREND("1990")	1.98E-06	8.49E-07	2.336078	0.0362
R-squared	0.543477	Mean dependent var	4.20E-07	
Adjusted R-squared	0.403009	S.D. dependent var	1.26E-05	
S.E. of regression	9.71E-06	Akaike info criterion	-20.01722	
Sum squared resid	1.23E-09	Schwarz criterion	-19.76989	
Log likelihood	185.1550	Hannan-Quinn criter.	-19.98312	
F-statistic	3.869032	Durbin-Watson stat	1.855584	
Prob(F-statistic)	0.027724			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: D(DPR_USA) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.877630	0.0658
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPR_USA,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:29
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DPR_USA(-1))	-0.647492	0.225009	-2.877630	0.0100
C	1.10E-06	2.47E-06	0.447270	0.6600
R-squared	0.315088	Mean dependent var	-3.30E-07	
Adjusted R-squared	0.277038	S.D. dependent var	1.27E-05	
S.E. of regression	1.08E-05	Akaike info criterion	-19.93825	
Sum squared resid	2.10E-09	Schwarz criterion	-19.83868	
Log likelihood	201.3825	Hannan-Quinn criter.	-19.91881	
F-statistic	8.280756	Durbin-Watson stat	1.934305	
Prob(F-statistic)	0.010017			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: D(DPR_USA) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.907812	0.0059
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPR_USA,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:30
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DPR_USA(-1))	-0.627169	0.215684	-2.907812	0.0090
R-squared	0.307476	Mean dependent var	-3.30E-07	
Adjusted R-squared	0.307476	S.D. dependent var	1.27E-05	
S.E. of regression	1.06E-05	Akaike info criterion	-20.02720	
Sum squared resid	2.13E-09	Schwarz criterion	-19.97741	
Log likelihood	201.2720	Hannan-Quinn criter.	-20.01748	
Durbin-Watson stat	1.951192			

النتيجة: السلسلة DPR_USA مستقرة من الدرجة الاولى

الملحق رقم 04: السلسلة : RPR_USA

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: RPR_USA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.323434	0.0911
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_USA)
Method: Least Squares

Date: 04/17/14 Time: 13:31
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPR_USA(-1)	-0.489136	0.147178	-3.323434	0.0043
D(RPR_USA(-1))	0.615944	0.193418	3.184521	0.0058
C	9.37E-05	2.79E-05	3.354891	0.0040
@TREND("1990")	-4.43E-07	3.02E-07	-1.464413	0.1625
R-squared	0.498900	Mean dependent var	-4.43E-07	
Adjusted R-squared	0.404943	S.D. dependent var	9.62E-06	
S.E. of regression	7.42E-06	Akaike info criterion	-20.60683	
Sum squared resid	8.82E-10	Schwarz criterion	-20.40768	
Log likelihood	210.0683	Hannan-Quinn criter.	-20.56795	
F-statistic	5.309908	Durbin-Watson stat	2.017865	
Prob(F-statistic)	0.009874			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: RPR_USA has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.938253	0.0586
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_USA)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:31
Sample (adjusted): 1992 2011
Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPR_USA(-1)	-0.429058	0.146025	-2.938253	0.0092
D(RPR_USA(-1))	0.617845	0.199819	3.092033	0.0066
C	7.77E-05	2.66E-05	2.926163	0.0094
R-squared	0.431736	Mean dependent var	-4.43E-07	
Adjusted R-squared	0.364882	S.D. dependent var	9.62E-06	
S.E. of regression	7.67E-06	Akaike info criterion	-20.58105	
Sum squared resid	1.00E-09	Schwarz criterion	-20.43169	
Log likelihood	208.8105	Hannan-Quinn criter.	-20.55189	
F-statistic	6.457844	Durbin-Watson stat	1.901235	
Prob(F-statistic)	0.008197			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: RPR_USA has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.313219	0.5592
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*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 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_USA)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:32
Sample (adjusted): 1993 2011
Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPR_USA(-1)	-0.003485	0.011127	-0.313219	0.7582
D(RPR_USA(-1))	0.531419	0.226571	2.345489	0.0322
D(RPR_USA(-2))	-0.419981	0.227491	-1.846142	0.0835
R-squared	0.292775	Mean dependent var	-2.96E-07	
Adjusted R-squared	0.204372	S.D. dependent var	9.86E-06	
S.E. of regression	8.80E-06	Akaike info criterion	-20.29992	
Sum squared resid	1.24E-09	Schwarz criterion	-20.15080	
Log likelihood	195.8492	Hannan-Quinn criter.	-20.27468	
Durbin-Watson stat	2.005847			

السلسلة : DRPR_USA

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: D(RPR_USA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.575564	0.0596
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*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 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RPR_USA,2)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:33
 Sample (adjusted): 1993 2011
 Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPR_USA(-1))	-0.943731	0.263939	-3.575564	0.0028
D(RPR_USA(-1),2)	0.451986	0.233152	1.938591	0.0716
C	3.47E-06	4.98E-06	0.696325	0.4969
@TREND("1990")	-3.31E-07	3.83E-07	-0.865471	0.4004
R-squared	0.460606	Mean dependent var	2.59E-07	
Adjusted R-squared	0.352727	S.D. dependent var	1.10E-05	
S.E. of regression	8.88E-06	Akaike info criterion	-20.24046	
Sum squared resid	1.18E-09	Schwarz criterion	-20.04164	
Log likelihood	196.2844	Hannan-Quinn criter.	-20.20681	
F-statistic	4.269665	Durbin-Watson stat	2.051450	
Prob(F-statistic)	0.022865			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: D(RPR_USA) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.496897	0.0199
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*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 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RPR_USA,2)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:33
 Sample (adjusted): 1993 2011
 Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPR_USA(-1))	-0.890265	0.254587	-3.496897	0.0030
D(RPR_USA(-1),2)	0.421257	0.228618	1.842623	0.0840
C	-4.60E-07	2.03E-06	-0.226128	0.8240
R-squared	0.433671	Mean dependent var	2.59E-07	
Adjusted R-squared	0.362880	S.D. dependent var	1.10E-05	
S.E. of regression	8.81E-06	Akaike info criterion	-20.29700	
Sum squared resid	1.24E-09	Schwarz criterion	-20.14788	

Log likelihood	195.8215	Hannan-Quinn criter.	-20.27176
F-statistic	6.126065	Durbin-Watson stat	2.005952
Prob(F-statistic)	0.010582		

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: D(RPR_USA) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.593949	0.0012
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*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 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RPR_USA,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:34
Sample (adjusted): 1993 2011
Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPR_USA(-1))	-0.884323	0.246059	-3.593949	0.0022
D(RPR_USA(-1),2)	0.416129	0.221051	1.882505	0.0770
R-squared	0.431861	Mean dependent var		2.59E-07
Adjusted R-squared	0.398441	S.D. dependent var		1.10E-05
S.E. of regression	8.56E-06	Akaike info criterion		-20.39907
Sum squared resid	1.25E-09	Schwarz criterion		-20.29966
Log likelihood	195.7912	Hannan-Quinn criter.		-20.38225
Durbin-Watson stat	2.001998			

النتيجة: السلسلة RPR_USA مستقرة من الدرجة الاولى

الملحق رقم 05 السلسلة EGX:

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: EGX has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.151456	0.0005
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(EGX)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:39
Sample (adjusted): 1994 2011
Included observations: 18 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX(-1)	-1.267356	0.206025	-6.151456	0.0000
D(EGX(-1))	0.788029	0.209464	3.762119	0.0027
D(EGX(-2))	2.090301	0.316441	6.605648	0.0000
D(EGX(-3))	1.369144	0.375675	3.644492	0.0034
C	-833.9330	478.4105	-1.743133	0.1069
@TREND("1990")	152.1148	53.11218	2.864028	0.0142
R-squared	0.827163	Mean dependent var	104.9444	
Adjusted R-squared	0.755147	S.D. dependent var	1143.539	
S.E. of regression	565.8529	Akaike info criterion	15.77575	
Sum squared resid	3842274.	Schwarz criterion	16.07254	
Log likelihood	-135.9817	Hannan-Quinn criter.	15.81667	
F-statistic	11.48589	Durbin-Watson stat	2.089213	
Prob(F-statistic)	0.000307			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: EGX has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.562175	0.9837
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(EGX)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:41
Sample (adjusted): 1995 2011
Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX(-1)	0.484406	0.861665	0.562175	0.5853
D(EGX(-1))	-0.540948	0.832300	-0.649943	0.5291
D(EGX(-2))	0.697746	0.919589	0.758758	0.4639
D(EGX(-3))	-1.066525	1.449231	-0.735925	0.4772
D(EGX(-4))	-2.483341	1.578517	-1.573211	0.1440
C	159.1299	303.1758	0.524877	0.6101
R-squared	0.765576	Mean dependent var	105.8824	
Adjusted R-squared	0.659020	S.D. dependent var	1178.726	
S.E. of regression	688.2991	Akaike info criterion	16.17689	
Sum squared resid	5211313.	Schwarz criterion	16.47096	
Log likelihood	-131.5036	Hannan-Quinn criter.	16.20612	
F-statistic	7.184714	Durbin-Watson stat	2.423895	
Prob(F-statistic)	0.003242			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: EGX has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.319513	0.9459
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(EGX)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:41
Sample (adjusted): 1995 2011
Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX(-1)	0.796848	0.603896	1.319513	0.2116

D(EGX(-1))	-0.798500	0.651659	-1.225334	0.2440
D(EGX(-2))	0.412588	0.719201	0.573676	0.5768
D(EGX(-3))	-1.560346	1.068524	-1.460282	0.1699
D(EGX(-4))	-3.010268	1.180804	-2.549336	0.0255
R-squared	0.759705	Mean dependent var	105.8824	
Adjusted R-squared	0.679607	S.D. dependent var	1178.726	
S.E. of regression	667.1975	Akaike info criterion	16.08398	
Sum squared resid	5341830.	Schwarz criterion	16.32904	
Log likelihood	-131.7138	Hannan-Quinn criter.	16.10834	
Durbin-Watson stat	2.519498			

النتيجة : السلسلة EGX من نوع TS

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: D(EGX) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.384707	0.0164
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(EGX,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:52
Sample (adjusted): 1996 2011
Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX(-1))	-5.414893	1.234950	-4.384707	0.0018
D(EGX(-1),2)	3.771748	1.051858	3.585797	0.0059
D(EGX(-2),2)	4.830443	1.036762	4.659161	0.0012
D(EGX(-3),2)	5.656276	1.527730	3.702406	0.0049
D(EGX(-4),2)	3.788125	1.564000	2.422075	0.0385
C	-798.1677	583.4740	-1.367957	0.2045
@TREND("1990")	118.6181	55.06971	2.153962	0.0597
R-squared	0.940929	Mean dependent var	-132.0625	
Adjusted R-squared	0.901549	S.D. dependent var	1696.529	
S.E. of regression	532.3182	Akaike info criterion	15.69200	
Sum squared resid	2550264.	Schwarz criterion	16.03000	
Log likelihood	-118.5360	Hannan-Quinn criter.	15.70930	
F-statistic	23.89333	Durbin-Watson stat	2.252561	
Prob(F-statistic)	0.000048			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: D(EGX) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.284271	0.0335
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(EGX,2)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:53
 Sample (adjusted): 1996 2011
 Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX(-1))	-3.929449	1.196445	-3.284271	0.0082
D(EGX(-1),2)	2.511263	1.020783	2.460135	0.0337
D(EGX(-2),2)	3.830607	1.082680	3.538080	0.0054
D(EGX(-3),2)	4.837113	1.728046	2.799180	0.0188
D(EGX(-4),2)	3.418355	1.815535	1.882836	0.0891
C	396.0642	212.2978	1.865606	0.0917
R-squared	0.910478	Mean dependent var	-132.0625	
Adjusted R-squared	0.865717	S.D. dependent var	1696.529	
S.E. of regression	621.6864	Akaike info criterion	15.98275	
Sum squared resid	3864940.	Schwarz criterion	16.27247	
Log likelihood	-121.8620	Hannan-Quinn criter.	15.99758	
F-statistic	20.34091	Durbin-Watson stat	1.901960	
Prob(F-statistic)	0.000060			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: D(EGX) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.841831	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(EGX,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:53
Sample (adjusted): 1995 2011
Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX(-1))	-1.398917	0.364128	-3.841831	0.0020
D(EGX(-1),2)	0.398826	0.345349	1.154851	0.2689
D(EGX(-2),2)	1.702077	0.369034	4.612253	0.0005
D(EGX(-3),2)	1.500806	0.300922	4.987365	0.0002
R-squared	0.858318	Mean dependent var	-131.0000	
Adjusted R-squared	0.825622	S.D. dependent var	1642.663	
S.E. of regression	685.9520	Akaike info criterion	16.10182	
Sum squared resid	6116892.	Schwarz criterion	16.29787	
Log likelihood	-132.8654	Hannan-Quinn criter.	16.12130	
Durbin-Watson stat	2.157117			

النتيجة : السلسلة EGX مستقرة من الدرجة الاولى

الملحق رقم 06 : السلسلة : SP

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: SP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.837506	0.2013
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(SP)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:54
 Sample (adjusted): 1992 2011
 Included observations: 20 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SP(-1)	-0.401583	0.141527	-2.837506	0.0119
D(SP(-1))	0.616582	0.210054	2.935354	0.0097
C	203.0628	84.23943	2.410544	0.0283
@TREND("1990")	17.67458	8.759034	2.017869	0.0607
R-squared	0.446667	Mean dependent var	44.57250	
Adjusted R-squared	0.342917	S.D. dependent var	157.3367	
S.E. of regression	127.5382	Akaike info criterion	12.71157	
Sum squared resid	260255.8	Schwarz criterion	12.91071	
Log likelihood	-123.1157	Hannan-Quinn criter.	12.75044	
F-statistic	4.305224	Durbin-Watson stat	1.764199	
Prob(F-statistic)	0.020885			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: SP has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.220520	0.2066
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(SP)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:55
 Sample (adjusted): 1995 2011
 Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SP(-1)	-0.236610	0.106556	-2.220520	0.0483
D(SP(-1))	0.656991	0.220403	2.980857	0.0125
D(SP(-2))	-0.694295	0.282373	-2.458785	0.0317
D(SP(-3))	0.463030	0.304065	1.522800	0.1560
D(SP(-4))	-0.556493	0.275600	-2.019206	0.0685
C	309.1621	112.9421	2.737351	0.0193
R-squared	0.684518	Mean dependent var	47.48353	

Adjusted R-squared	0.541118	S.D. dependent var	171.1757
S.E. of regression	115.9559	Akaike info criterion	12.61486
Sum squared resid	147903.4	Schwarz criterion	12.90894
Log likelihood	-101.2263	Hannan-Quinn criter.	12.64409
F-statistic	4.773466	Durbin-Watson stat	2.225073
Prob(F-statistic)	0.014526		

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: SP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.558157	0.8277
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*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 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(SP)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:55
Sample (adjusted): 1993 2011
Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SP(-1)	0.018211	0.032627	0.558157	0.5845
D(SP(-1))	0.618298	0.224227	2.757465	0.0140
D(SP(-2))	-0.492786	0.230793	-2.135188	0.0486
R-squared	0.322413	Mean dependent var	44.83632	
Adjusted R-squared	0.237715	S.D. dependent var	161.6436	
S.E. of regression	141.1293	Akaike info criterion	12.88117	
Sum squared resid	318679.7	Schwarz criterion	13.03029	
Log likelihood	-119.3711	Hannan-Quinn criter.	12.90641	
Durbin-Watson stat	1.859273			

DSP : السلسلة

- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: D(SP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.899227	0.0360
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(SP,2)
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 13:58
Sample (adjusted): 1995 2011
Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SP(-1))	-1.642983	0.421361	-3.899227	0.0025
D(SP(-1),2)	1.191437	0.341247	3.491422	0.0050
D(SP(-2),2)	0.290199	0.312145	0.929693	0.3725
D(SP(-3),2)	0.694222	0.287610	2.413763	0.0344
C	238.9722	101.6712	2.350441	0.0385
@TREND("1990")	-12.07426	6.792575	-1.777567	0.1031
R-squared	0.702572	Mean dependent var	6.991765	
Adjusted R-squared	0.567377	S.D. dependent var	186.9940	
S.E. of regression	122.9936	Akaike info criterion	12.73271	
Sum squared resid	166401.8	Schwarz criterion	13.02678	
Log likelihood	-102.2280	Hannan-Quinn criter.	12.76194	
F-statistic	5.196738	Durbin-Watson stat	2.251854	
Prob(F-statistic)	0.010833			

- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: D(SP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.731010	0.0123
Test critical values: 1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*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 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(SP,2)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:59
 Sample (adjusted): 1993 2011
 Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SP(-1))	-0.907873	0.243332	-3.731010	0.0018
D(SP(-1),2)	0.501062	0.221360	2.263563	0.0379
C	38.11703	32.67571	1.166525	0.2605
R-squared	0.465929	Mean dependent var	4.637368	
Adjusted R-squared	0.399170	S.D. dependent var	176.4836	
S.E. of regression	136.7981	Akaike info criterion	12.81883	
Sum squared resid	299419.5	Schwarz criterion	12.96795	
Log likelihood	-118.7789	Hannan-Quinn criter.	12.84407	
F-statistic	6.979280	Durbin-Watson stat	1.884202	
Prob(F-statistic)	0.006619			

- النموذج الاول:

Null Hypothesis: D(SP) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.509711	0.0014
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*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 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(SP,2)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 13:59
 Sample (adjusted): 1993 2011
 Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SP(-1))	-0.829421	0.236322	-3.509711	0.0027
D(SP(-1),2)	0.468036	0.221859	2.109607	0.0500
R-squared	0.420507	Mean dependent var	4.637368	
Adjusted R-squared	0.386419	S.D. dependent var	176.4836	
S.E. of regression	138.2421	Akaike info criterion	12.79519	
Sum squared resid	324884.8	Schwarz criterion	12.89460	
Log likelihood	-119.5543	Hannan-Quinn criter.	12.81202	
Durbin-Watson stat	1.838214			

النتيجة : السلسلة SP مستقرة من الدرجة الاولى

الملحق رقم 07: النموذج الاول الخاص بمصر:

Date: 04/17/14 Time: 19:55
 Sample (adjusted): 1992 2011
 Included observations: 20 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: EGX DPR_EGY RPR_EGY
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.453836	18.48579	29.79707	0.5303
At most 1	0.270588	6.389061	15.49471	0.6495
At most 2	0.003929	0.078729	3.841466	0.7790

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.453836	12.09673	21.13162	0.5381
At most 1	0.270588	6.310332	14.26460	0.5737
At most 2	0.003929	0.078729	3.841466	0.7790

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'S11*b=l):

EGX	DPR_EGY	RPR_EGY
0.000374	-5.775571	11.86458
-0.001288	14.57914	-13.67667
-0.000683	19.30685	-21.92612

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(EGX)	D(DPR_EGY)	D(RPR_EGY)
28.04442	-0.030653	-0.007714
469.3446	-0.029024	0.004326
31.81254		

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -113.9922

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

EGX	DPR_EGY	RPR_EGY
1.000000	-15458.42	31755.75
	(7756.52)	(10813.8)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(EGX)	D(DPR_EGY)
0.010478	-1.15E-05
(0.09991)	

D(RPR_EGY) (1.1E-05)
 -2.03E-05
 (8.9E-06)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -110.8370

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

EGX	DPR_EGY	RPR_EGY
1.000000	0.000000	-47203.66 (13865.9)
0.000000	1.000000	-5.107858 (1.14861)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(EGX)	-0.593970 (0.31965)	6680.667 (3738.11)
D(DPR_EGY)	2.59E-05 (3.7E-05)	-0.246111 (0.43206)
D(RPR_EGY)	-1.04E-05 (3.2E-05)	0.201737 (0.37295)

النموذج البسيط:

ar(1) dpr_egy(1) rpr_egy(1) ar(2) dpr_egy(2) rpr_egy(2)

Dependent Variable: EGX
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 20:06
 Sample: 1990 2011
 Included observations: 22

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY	8322.067	1973.946	4.215954	0.0005
RPR_EGY	-6864.598	2792.562	-2.458172	0.0237
C	-1327.563	1514.795	-0.876397	0.3918
R-squared	0.559844	Mean dependent var	1521.890	
Adjusted R-squared	0.513512	S.D. dependent var	1882.282	
S.E. of regression	1312.867	Akaike info criterion	17.32394	
Sum squared resid	32748775	Schwarz criterion	17.47272	
Log likelihood	-187.5633	Hannan-Quinn criter.	17.35899	
F-statistic	12.08328	Durbin-Watson stat	1.065647	
Prob(F-statistic)	0.000411			

:P=1

Dependent Variable: EGX
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 20:25
Sample (adjusted): 1991 2010
Included observations: 20 after adjustments
Convergence achieved after 28 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY	3683.225	4153.320	0.886815	0.3902
RPR_EGY	-4169.758	5043.585	-0.826745	0.4222
C	274.8203	2143.330	0.128221	0.8998
DPR_EGY(1)	6922.682	3815.512	1.814352	0.0911
RPR_EGY(1)	-6713.506	4366.573	-1.537477	0.1465
AR(1)	0.331748	0.314228	1.055757	0.3090
R-squared	0.795887	Mean dependent var	1567.930	
Adjusted R-squared	0.722990	S.D. dependent var	1947.053	
S.E. of regression	1024.768	Akaike info criterion	16.94565	
Sum squared resid	14702094	Schwarz criterion	17.24436	
Log likelihood	-163.4565	Hannan-Quinn criter.	17.00396	
F-statistic	10.91792	Durbin-Watson stat	1.838890	
Prob(F-statistic)	0.000196			

p=2 : التاخير الامثل هو

Dependent Variable: EGX
Method: Least Squares
Date: 04/17/14 Time: 20:04
Sample (adjusted): 1992 2009
Included observations: 18 after adjustments
Convergence achieved after 25 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_EGY	6432.625	4063.649	1.582967	0.1479
RPR_EGY	-12764.77	4607.395	-2.770495	0.0217
C	3854.749	1269.775	3.035774	0.0141
DPR_EGY(1)	-822.8869	5336.958	-0.154187	0.8809
RPR_EGY(1)	5901.202	6322.085	0.933426	0.3750
DPR_EGY(2)	9557.729	3916.459	2.440401	0.0373
RPR_EGY(2)	-12478.15	4644.640	-2.686570	0.0249
AR(1)	-0.523144	0.320518	-1.632182	0.1371
AR(2)	0.135825	0.297763	0.456153	0.6591
R-squared	0.895926	Mean dependent var	1505.033	
Adjusted R-squared	0.803416	S.D. dependent var	1924.726	
S.E. of regression	853.3816	Akaike info criterion	16.64314	
Sum squared resid	6554341.	Schwarz criterion	17.08833	
Log likelihood	-140.7883	Hannan-Quinn criter.	16.70453	
F-statistic	9.684618	Durbin-Watson stat	1.990932	
Prob(F-statistic)	0.001296			

الملحق رقم 08: النموذج الثاني الخاص بالولايات:

Date: 04/17/14 Time: 19:58				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: SP RPR_USA DPR_USA				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.593574	22.96676	29.79707	0.2477
At most 1	0.219544	4.959686	15.49471	0.8131
At most 2	0.000108	0.002153	3.841466	0.9593
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.593574	18.00708	21.13162	0.1296
At most 1	0.219544	4.957533	14.26460	0.7472
At most 2	0.000108	0.002153	3.841466	0.9593
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'S11*b=I):				
	SP	RPR_USA	DPR_USA	
	0.001971	68940.79	18638.36	
	0.002783	-75474.55	-8810.888	
	0.001564	9455.691	66504.87	
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):				
	D(SP)	-73.70915	-15.21437	0.873367
	D(RPR_USA)	-5.58E-06	6.46E-07	1.47E-08
	D(DPR_USA)	4.00E-06	3.20E-06	1.92E-08
1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 307.1191				
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
	SP	RPR_USA	DPR_USA	
	1.000000	34970078	9454270.	
		(1.1E+07)	(6758072)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)				

D(SP)	-0.145312		
	(0.05543)		
D(RPR_USA)	-1.10E-08		
	(2.6E-09)		
D(DPR_USA)	7.88E-09		
	(4.0E-09)		
2 Cointegrating Equation(s):	Log likelihood	309.5979	
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
SP	RPR_USA	DPR_USA	
1.000000	0.000000	2346132.	
		(5959348)	
0.000000	1.000000	0.203263	
		(0.18070)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
D(SP)	-0.187660	-3933269.	
	(0.09497)	(2846157)	
D(RPR_USA)	-9.21E-09	-0.433628	
	(4.4E-09)	(0.13154)	
D(DPR_USA)	1.68E-08	0.033807	
	(6.3E-09)	(0.18817)	

تقدير النموذج الاول الخاص بالولايات:

Dependent Variable: SP				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 20:13				
Sample: 1990 2011				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA	-693178.3	4098072.	-0.169147	0.8675
RPR_USA	4415230.	7997205.	0.552097	0.5873
C	296.8873	2069.269	0.143474	0.8874
R-squared	0.033802	Mean dependent var	947.9491	
Adjusted R-squared	-0.067903	S.D. dependent var	371.6127	
S.E. of regression	384.0224	Akaike info criterion	14.86540	
Sum squared resid	2801991.	Schwarz criterion	15.01418	
Log likelihood	-160.5194	Hannan-Quinn criter.	14.90045	
F-statistic	0.332350	Durbin-Watson stat	0.116437	
Prob(F-statistic)	0.721323			

النموذج الديناميكي:
P=1 (النموذج الامثل)

Dependent Variable: SP
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 20:15
 Sample (adjusted): 1991 2010
 Included observations: 20 after adjustments
 Convergence achieved after 18 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA	-1037789.	1947751.	-0.532814	0.6020
RPR_USA	10651377	2427234.	4.388278	0.0005
DPR_USA(1)	-1654331.	1960053.	-0.844023	0.4119
RPR_USA(1)	3759722.	2491804.	1.508835	0.1521
AR(1)	0.954088	0.027891	34.20818	0.0000
R-squared	0.958376	Mean dependent var	962.6305	
Adjusted R-squared	0.947277	S.D. dependent var	356.6912	
S.E. of regression	81.90185	Akaike info criterion	11.86124	
Sum squared resid	100618.7	Schwarz criterion	12.11017	
Log likelihood	-113.6124	Hannan-Quinn criter.	11.90983	
Durbin-Watson stat	1.356369			

p=2

Dependent Variable: SP
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/14 Time: 20:15
 Sample (adjusted): 1992 2009
 Included observations: 18 after adjustments
 Convergence achieved after 14 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPR_USA	-3050846.	2042866.	-1.493415	0.1662
RPR_USA	6186227.	3314124.	1.866625	0.0915
DPR_USA(1)	-1760863.	1690321.	-1.041733	0.3221
RPR_USA(1)	6288783.	2340353.	2.687109	0.0228
DPR_USA(2)	3105587.	2445923.	1.269700	0.2329
RPR_USA(2)	-2353609.	2435770.	-0.966269	0.3567
AR(1)	1.373183	0.274839	4.996321	0.0005
AR(2)	-0.412427	0.258384	-1.596179	0.1415
R-squared	0.970251	Mean dependent var	985.3583	
Adjusted R-squared	0.949427	S.D. dependent var	345.7884	
S.E. of regression	77.76231	Akaike info criterion	11.84629	
Sum squared resid	60469.77	Schwarz criterion	12.24201	
Log likelihood	-98.61664	Hannan-Quinn criter.	11.90086	
Durbin-Watson stat	1.465053			