



الموضوع

أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة: السوق المالي السعودي -الفترة من 2000 إلى 2018-

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه للطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد مالي تطبيقي

إشراف الأستاذة الدكتورة:

❖ راييس حدة

إعداد الطالبة:

❖ بن عيشي جميلة

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الجامعة	الصفة
بن سماعيل حياة	أستاذ	جامعة بسكرة	رئيسا
رايس حدة	أستاذ	جامعة بسكرة	مقرا
شويخي إسماعيل	أستاذ محاضر أ	جامعة بسكرة	ممتحنا
حدانة أسماء	أستاذ محاضر أ	جامعة بسكرة	ممتحنا
عبد اللاوي عقبة	أستاذ	جامعة الوادي	ممتحنا
خروبي مراد	أستاذ	جامعة باتنة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025/2024



الموضوع

أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة: السوق المالي السعودي -الفترة من 2000 إلى 2018-

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه للطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد مالي تطبيقي

إشراف الأستاذة الدكتورة:

❖ راييس حدة

إعداد الطالبة:

❖ بن عيشي جميلة

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الجامعة	الصفة
بن سماعيل حياة	أستاذ	جامعة بسكرة	رئيسا
رايس حدة	أستاذ	جامعة بسكرة	مقرا
شويخي إسماعيل	أستاذ محاضر أ	جامعة بسكرة	ممتحنا
حدانة أسماء	أستاذ محاضر أ	جامعة بسكرة	ممتحنا
عبد اللاوي عقبة	أستاذ	جامعة الوادي	ممتحنا
خروبي مراد	أستاذ	جامعة باتنة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025/2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

الحمد لله الذي تتم بنعمته الصالحات...

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه... الحمد لله حتى يبلغ الحمد منتهاها... الحمد لله الذي هدانا لهذا وأنا كنا لنادرب العلم والمعرفة وأعاننا على إنجاز هذا العمل ووقفنا فيه...

اللهم صل وسلم وبارك على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم

أما بعد

تتسابق العبارات ويتزاحم الكلام لأتقدم بعظيم الشكر والامتنان وبالغ التقدير والاحترام إلى كل من كان له الفضل في إتمام هذا العمل:

إلى من كانت الأخت الحنونة قبل أن تكون المشرفة... إلى من كانت معي في بداية حلمي وها هي الآن معي عند تحقيقه

... إلى الأستاذة الدكتورة " راييس حدة " ...

لك مني عظيم الشكر والامتنان لمجهوداتك القيمة ولما تفضلت به من إرشادات وتوجيهات لإثراء هذا العمل...
شكرا لقلبك الطيب وشخصك الكريم... أدامك الله فيضا من العلم العطاء...

إلى الذي لم ييخل علي بجهده ودعمه وإرشاداته السديدة... إلى الدكتور الفاضل " شويخي إسماعيل " ...
لك مني عظيم الشكر والتقدير والاحترام ... بارك الله في علمك وعمرك... وجزاك الله عني كل الخير...

والشكر موصول إلى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بقبول مناقشة وإثراء هذا العمل بملاحظاتهم
وتوجيهاتهم القيمة...

إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل أقول لكم شكرا

الإهداء

إلى من تمنيت وجوده معي في نجاحي اليوم ... إلى من كان لي خير القدوة وخير السند...

" أبي الغالي ... رحمك الله وطيب ثراك "

إلى من دعاؤها وصلواتها سر نجاحي ... إلى من لا يمكن للعبارات أن توفي حقها وتحزي وصفها...

إلى أغلى من في الوجود ... " أمي الغالية ... أطال الله عمرك ورزقني برك "

إلى والدي زوجي...رحمهم الله وطيب ثراهم

إلى من قاسمني عناء هذا الإنجاز ... إلى رفيق دربي وسندي في الحياة ...

" زوجي العزيز ... سدد الله خطاك "

إلى زينة حياتي الدنيا ... إلى قرّة عيني وزادي في الحياة ...

" صغيراي العزيزين ... محمد ومجد ... حفظكم الله ورعاكم "

إلى من بوجودهم نكتسب القوة والمحبة ...

" إخوتي وأخواتي، زوجاتهم وأزواجهن، أبنائهم وبناتهم "

"إلى كل الأصدقاء والأحباب"

إلى كل من أناروا بعلمهم عقول غيرهم... إلى من كانوا معي على طريق النجاح...

" أساتذتي الكرام "

"إلى كل من يقرأ هذه السطور"

ملخص الدراسة

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى قياس وتحليل أثر تقلبات أسعار البترول على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية، من خلال التعرف على طبيعة هذه الأسواق وتحليل تطورها خلال الفترة من 2000 إلى 2018، والتعرف على أهم التقلبات الحاصلة في أسعار البترول العالمية، ومكانة الصناعة البترولية في الدول العربية، ومن ثمة التعرف على أهم مداخل وأليات الانتقال النظرية التي يمكن من خلالها لتقلبات أسعار البترول أن تؤثر في سلوك وأداء الأسواق المالية العربية، ولقياس هذا الأثر تم القيام بدراسة قياسية لتقلبات أسعار البترول على أداء السوق المالية العربية السعودية، وشملت الدراسة على المتغير المستقل الرئيسي "سعر البترول العربي الخفيف السعودي" كمتغير لأسعار البترول العالمية - كون أنه سعر إشارة لسلة أوبك والتي تعتبر أهم مرجع لتسعير البترول في العالم-، وإضافة متغيرات اقتصادية كلية أخرى كمتغيرات مستقلة مفسرة إضافية للنموذج والمتمثلة في (معدل التضخم، أسعار الفائدة على الودائع (3شهور)، وعرض النقود بمفهومه الواسع، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي)، بالإضافة إلى اختيار المتغيرات التابعة المتمثلة في "المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر قيمة الأسهم المتداولة، مؤشر معدل دوران الأسهم"، كمؤشرات معبرة على أداء السوق المالية السعودية، وحتى تكون نتائج الدراسة أكثر دقة تم استخدام البيانات الفصلية للفترة من 2000 إلى 2018 لجميع متغيرات الدراسة.

وتم اختيار نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لاختبار العلاقة بين المتغيرات في الأجلين الطويل والقصير، حيث أن اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية بينت أن متغيرات الدراسة مستقرة إما عند المستوى، أو عند الفرق الأول، ومن خلال نموذج (ARDL)، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك أثراً إيجابياً للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على أداء المؤشر العام ومؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، وهناك أثراً سلبياً معنوياً في الأجل القصير للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على أداء كلا المؤشرين، بينما لم يكن هناك أي أثر معنوي لا في الأجل القصير ولا في الأجل الطويل للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على قيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية، أي أن تقلبات السعر الفوري للبترول العربي الخفيف لا تفسر التغيرات الحاصلة لا في مؤشر قيمة الأسهم المتداولة ولا في معدل دوران الأسهم، ويمكن القول أن مؤشري قيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم لا يعبران عن حالة السوق المالية السعودية في ظل تقلبات أسعار البترول.

بينما تباينت تأثيرات المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، أسعار الفائدة على الودائع (3شهور)، وعرض النقود بمفهومه الواسع، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية بين عدم التأثير نهائياً، أو التأثير الإيجابي أو السلبي خلال الأجلين القصير والطويل.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية العربية، السوق المالية السعودية، أسواق البترول، أسعار البترول، البترول العربي الخفيف، الاقتصاد السعودي، نموذج (ARDL).

Abstract

This study aimed to measure and analyze the impact of oil price fluctuations on the performance indicators of Arab financial markets, by identifying the nature of these markets and analyzing their development during the period from 2000 to 2018, identifying the most important fluctuations in global oil prices, and the status of the petroleum industry in Arab countries, and then identifying the most important theoretical approaches and mechanisms through which oil price fluctuations can affect the behavior and performance of Arab financial markets. To measure this impact, a standard study of oil price fluctuations on the performance of the Saudi Arabian financial market was conducted. The study included the main independent variable "Saudi Arabian Light Crude Oil Price" as a standard for global oil prices - since it is a reference price for the OPEC basket, which is considered the most important reference for pricing oil in the world - and adding other macroeconomic variables as additional independent variables that explain the model, represented by (inflation rate, interest rates on deposits (3 months), money supply in its broad sense, and real gross domestic product), in addition to choosing the dependent variables represented by "the general index of the Saudi financial market TASI, the market value index, the index of the value of traded shares, "Stock Turnover Index" as indicators expressing the performance of the Saudi financial market, and in order for the study results to be more accurate, quarterly data for the period from 2000 to 2018 were used for all study variables.

The autoregressive distributed lag (ARDL) model was chosen to test the relationship between the variables in the long and short term, as the time series stability tests showed that the study variables are stable either at the level or at the first difference. Through the (ARDL) model, the study concluded that there is a positive effect of the spot price of Arab Light crude oil on the performance of the general index and the market value index of the Saudi financial market in the long term, and there was a significant negative effect in the short term of the spot price of Arab Light crude oil on the performance of both indices, while there was no significant effect in either the short term or the long term of the spot price of Arab Light crude oil on the value of traded shares and the stock turnover rate in the Saudi financial market, meaning that the fluctuations in the spot price of Arab Light crude oil do not explain the changes that occurred in the index of the value of traded shares or the stock turnover rate. It can be said that the indexes of the value of traded shares and the stock turnover rate do not express the state of the Saudi financial market in light of the fluctuations in oil prices.

While the effects of macroeconomic variables (inflation rate, interest rates on deposits (3 months), broad money supply, and real GDP) on the performance indicators of the Saudi financial market varied between no effect at all, or positive or negative effect in the short and long term.

Keywords: Arab financial markets, Saudi financial market, oil markets, oil prices, Arab light crude, Saudi economy, ARDL model.

الفهارس

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الشكر والعرفان
II	الإهداء
III	ملخص الدراسة باللغة العربية
IV	ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية
XVI-VII	الفهارس
VIII	فهرس المحتويات
XII	فهرس الجداول
XIV	فهرس الأشكال
XVI	فهرس الملاحق
أ-ي	المقدمة
ب	تمهيد
ب	الإشكالية الرئيسية
ج	التساؤلات الفرعية
ج	الفرضيات
د	حدود الدراسة
د	أهداف الدراسة
د	أهمية الدراسة
د	منهجية الدراسة
هـ	هيكل الدراسة
هـ	الدراسات السابقة
73-01	الفصل الأول: التأسيس النظري للأسواق المالية العربية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية

الفهارس

05	المطلب الثاني: أركان الأسواق المالية ووظائفها
10	المطلب الثالث: أهمية وخصائصها الأسواق المالية
13	المطلب الرابع: أقسام الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها
20	المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات أدائها
20	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها
23	المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية
25	المطلب الثالث: التحليل الأساسي والتحليل الفني للأوراق المالية
29	المطلب الرابع: مؤشرات أداء الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية المؤثرة فيها
45	المبحث الثالث: ماهية الأسواق المالية العربية
45	المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية العربية
49	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية
51	المطلب الثالث: معوقات نمو الأسواق المالية العربية
53	المطلب الرابع: مؤشرات الأسواق المالية العربية
56	المبحث الرابع: تحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2018
56	المطلب الأول: تحليل تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في الأسواق المالية العربية في الفترة (2000-2018)
60	المطلب الثاني: تحليل تطور مؤشر القيمة السوقية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)
65	المطلب الثالث: تحليل تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)
70	المطلب الرابع: تحليل تطور مؤشر عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)
73	خلاصة الفصل الأول
160-75	الفصل الثاني: التأسيس النظري للأسواق البترول
75	تمهيد
76	المبحث الأول: ماهية أسواق البترول
76	المطلب الأول: مفهوم أسواق البترول وتطورها التاريخي
79	المطلب الثاني: أنواع أسواق البترول
80	المطلب الثالث: خصائص أسواق البترول العالمية
81	المطلب الرابع: المنظومة المؤسسية وشركات البترول العالمية الفاعلة في أسواق البترول
98	المبحث الثاني: أسعار البترول وتقلباتها
98	المطلب الأول: مفهوم تقلبات أسعار البترول

الفهارس

100	المطلب الثاني: التطور التاريخي لأسعار البترول خلال الفترة (1973-2018)
107	المطلب الثالث: مراحل تطور النظام العالمي لتسعير البترول
112	المطلب الرابع: المحددات والعوامل المؤثرة على أسعار البترول
122	المبحث الثالث: الصدمات البترولية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي
122	المطلب الأول: مفهوم الصدمات البترولية وتسلسلها الزمني
126	المطلب الثاني: آليات وقنوات انتقال الصدمات البترولية إلى الاقتصاد الكلي الدول
128	المطلب الثالث: أثر الصدمات البترولية على اقتصاديات الدول المصدرة للبترول
132	المطلب الرابع: أثر الصدمات البترولية على اقتصاديات الدول المستوردة للبترول
135	المبحث الرابع: صناعة البترول في الدول العربية
135	المطلب الأول: تحليل تطور الاكتشافات والاحتياطيات البترولية في الدول العربية خلال الفترة (2000-2018)
148	المطلب الثاني: تحليل تطور إنتاج واستهلاك البترول الخام في الدول العربية خلال الفترة (2000-2018)
154	المطلب الثالث: تحليل تطور صادرات البترول في الدول العربية خلال الفترة (2000-2018)
157	المطلب الرابع: تحليل تطور الإيرادات البترولية في الدول العربية خلال الفترة (2000-2018)
160	خاتمة الفصل الثاني
178-161	الفصل الثالث: قياس أثر تقلبات أسعار البترول على أداء السوق المالية السعودية
162	تمهيد
163	المبحث الأول: السوق المالية السعودية
163	المطلب الأول: نشأة السوق المالية السعودية وتطورها التاريخي
169	المطلب الثاني: أهداف وخصائص السوق المالية السعودية والأدوات المالية المتداولة فيه
172	المطلب الثالث: الإطار التشريعي والهيكلي التنظيمي للسوق المالية السعودية
180	المطلب الرابع: المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI
184	المبحث الثاني: مكانة البترول في اقتصاد المملكة العربية السعودية
184	المطلب الأول: طبيعة الاقتصاد السعودي واكتشاف البترول في المملكة
187	المطلب الثاني: تطور إنتاج البترول الخام واحتياطاتها في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (2000-2018)
191	المطلب الثالث: تطور مساهمة صادرات البترول في الصادرات الإجمالية للمملكة العربية السعودية (2000-2018)
194	المطلب الرابع: مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية (2000-2018)
197	المبحث الثالث: تحليل تطور متغيرات الدراسة وقراءة في الأدبيات والدراسات المفسرة للعلاقة بينها

الفهارس

197	المطلب الأول: تحليل تطور مؤشر أسعار البترول السعودي -العربي الخفيف- خلال الفترة (2000-2018)
208	المطلب الثاني: تحليل تطور المؤشر العام "TASI" ومؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية (2000-2018)
217	المطلب الثالث: تحليل تطور مؤشري قيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم (2000-2018)
220	المطلب الرابع: قراءة في الأدبيات والدراسات المفسرة للعلاقة بين تقلبات أسعار البترول وأداء الأسواق المالية
230	المبحث الرابع: نموذج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)
230	المطلب الأول: تحديد النموذج القياسي للدراسة والأساليب القياسية المستخدمة
241	المطلب الثاني: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على المؤشر العام السوق المالية السعودية
255	المطلب الثالث: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية
264	المطلب الرابع: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على قيمة الأسهم المتداولة بالسوق المالية السعودية
271	المطلب الخامس: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على معدل دوران الأسهم في السوق السعودية
278	خلاصة الفصل الثالث
279	الخاتمة
280	الاستنتاجات
282	نتائج اختبار الفرضيات
286	التوصيات
287	آفاق الدراسة
288	قائمة المراجع
305	الملاحق

فهرس الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
(1-1)	تأثير أسعار الفائدة على الأسهم والسندات	43
(2-1)	تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2000 - 2018)	56
(3-1)	تطور مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000 - 2018)	61
(4-1)	تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية (2000-2018)	65
(5-1)	تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية (2000-2018)	70
(1-2)	تاريخ عضوية دول الأوبك في المنظمة وحجم إنتاجها من البترول	83
(2-2)	الشركات العالمية الكبرى (الشقيقات السبع)	95
(3-2)	أنواع أسعار البترول	99
(4-2)	أسعار البترول الخام الاسمية والحقيقية 1980-2000 (دولار/ برميل)	101
(5-2)	أسعار البترول الخام الاسمية والحقيقية 2000-2013 (دولار/ برميل)	103
(6-2)	أسعار البترول الخام الاسمية والحقيقية 2014-2018 (دولار/ برميل)	104
(7-2)	نمو الطلب العالمي على البترول خلال الفترة (2000-2018)	115
(8-2)	نمو العرض العالمي للبترول خلال الفترة (2000-2018)	117
(9-2)	مقارنة تغير أسعار سلة أوبك بالشهر السابق، والتغير بالشهر المماثل من العام 2014	126
(1-3)	القطاعات الرئيسية في اليوم الأول للتداول الرسمي في سوق الأسهم السعودية	164
(2-3)	نموذج عن الهيكل والمنهجية المتبعة في تطبيق معيار (GICS)	178
(3-3)	قطاعات السوق المالية السعودية وفق المستوى الثاني من تصنيف (GICS)	180
(4-3)	تطور متوسط الإنتاج البترول الخام في المملكة العربية السعودية (2000-2018)	187
(5-3)	احتياطات البترول المؤكدة في المملكة العربية السعودية (2000-2018)	190
(6-3)	تطور قيمة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية في المملكة العربية السعودية (2000-2018)	192
(7-3)	تطور مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للمملكة العربية السعودية (2000-2018)	195
(8-3)	نتائج اختبار جذر الوحدة لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF)	242
(9-3)	نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الأول للدراسة باستخدام فيليبس بيرون (PP)	244

الفهارس

246	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الأول	(10-3)
247	نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات المدى القصير للنموذج الأول	(11-3)
250	اختبار الحدود (BoundsTest) للنموذج الأول	(12-3)
250	نتائج تقدير علاقة طويلة الأجل للنموذج الأول.	(13-3)
253	اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الأول	(14-3)
253	اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الأول	(15-3)
256	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الثاني	(16-3)
257	نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات المدى القصير للنموذج الثاني	(17-3)
259	اختبار الحدود (BoundsTest) للنموذج الثاني	(18-3)
260	نتائج تقدير علاقة طويلة الأجل للنموذج الثاني.	(19-3)
262	اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الثاني	(20-3)
262	اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الثاني	(21-3)
265	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الثالث	(22-3)
266	نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات المدى القصير للنموذج الثالث	(23-3)
268	اختبار الحدود (BoundsTest) للنموذج الثالث	(24-3)
268	نتائج تقدير علاقة طويلة الأجل للنموذج الثالث	(25-3)
269	اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الثالث	(26-3)
270	اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الثالث	(27-3)
273	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الرابع	(28-3)
274	نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات المدى القصير للنموذج الرابع	(29-3)
275	اختبار الحدود (BoundsTest) للنموذج الرابع	(30-3)
276	اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الرابع	(31-3)
276	اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الرابع	(32-3)

فهرس الأشكال

الصفحة	الشكل	الرقم
09	تمويل الأسواق المالية بالمدخرات	(1-1)
29	الإطار العام للتحليل الأساسي	(2-1)
60	تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2000-2018)	(3-1)
65	تطور مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)	(4-1)
69	تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية (2000-2018)	(5-1)
72	تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية (2000-2018)	(6-1)
88	الهيكل التنظيمي لمنظمة الأوابك	(1-2)
113	نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي والطلب على البترول (2000 - 2018)	(2-2)
136	تطور اكتشافات البترول في الدول العربية خلال 2000-2018	(3-2)
142	تطور احتياطي البترول عالميا وعربيا خلال الفترة 2000-2018	(4-2)
147	نسبة مساهمة كل دولة عربية من إجمالي احتياطات البترول العربية لسنة 2018	(5-2)
148	نسبة إجمالي احتياطي البترول العربي إلى إجمالي الاحتياطي العالمي 2000-2018	(6-2)
149	تطور إنتاج البترول عالميا وعربيا خلال الفترة (2000-2018)	(7-2)
153	تطور استهلاك البترول في الدول العربية خلال 2000-2018	(8-2)
154	تطور قيمة صادرات البترول إلى إجمالي الصادرات في الدول العربية 2000-2018	(9-2)
157	تطور الإيرادات البترولية والإيرادات الإجمالية للدول العربية (2000-2018)	(10-2)
159	نسبة مساهمة الإيرادات البترولية في إجمالي الإيرادات العربية (2000-2018)	(11-2)
174	الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية	(1-3)
179	مثال عن تصنيف الشركات وفق معيار التصنيف (GICS)	(2-3)
190	تطور متوسط إنتاج المملكة السعودية من البترول الخام (2000-2018)	(3-3)
194	نسبة مساهمة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية في المملكة العربية السعودية (2000-2018)	(4-3)
196	تطور عائدات البترول مقابل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (200-2018)	(5-3)
197	تطور مؤشر أسعار البترول العربي الخفيف خلال الفترة (2000-2018)	(6-3)

الفهارس

208	تطور المؤشر العام للسوق المالية السعودية "TASI" خلال الفترة (2000-2018)	(7-3)
214	حركة المؤشر العام للسوق المالية السعودية مع مؤشر أسعار البترول (2014-2018)	(8-3)
215	تطور مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2018)	(9-3)
117	تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة للسوق المالية السعودية (2000-2018)	(10-3)
220	تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2018)	(11-3)
245	تحديد فترات التباطؤ المناسبة للنموذج الأول	(12-3)
254	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الأول	(13-3)
254	اختبار Cusum للنموذج الأول	(14-3)
254	اختبار Cusum OF Squares للنموذج الأول	(15-3)
255	تحديد فترات التباطؤ المناسبة للنموذج الثاني	(16-3)
263	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الثاني	(17-3)
263	اختبار Cusum للنموذج الثاني	(18-3)
263	اختبار Cusum OF Squares للنموذج الثاني	(19-3)
264	تحديد فترات الإبطاء المناسبة للنموذج الثالث	(20-3)
270	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الثالث	(21-3)
271	اختبار Cusum للنموذج الثالث	(22-3)
271	اختبار Cusum OF Squares للنموذج الثالث	(23-3)
272	تحديد فترات الإبطاء المناسبة للنموذج الرابع	(24-3)
277	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الرابع	(25-3)
277	اختبار Cusum للنموذج الرابع	(26-3)
277	اختبار Cusum OF Squares للنموذج الرابع	(27-3)

فهرس الملاحق

الصفحة	الملحق	الرقم
306	تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000 - 2018)	(01)
307	أسعار البترول الخام الاسمية والحقيقية خلال الفترة (1980-2018)	(02)
308	إحصائيات صناعة البترول في الدول العربية -1- (اكتشاف، إنتاج، احتياطي) خلال (2000-2018)	(03)
309	إحصائيات صناعة البترول في الدول العربية -2- (استهلاك، صادرات) خلال الفترة (2000-2018)	(04)
310	إحصائيات صناعة البترول في الدول العربية -3- (إيرادات) خلال الفترة (2000-2018)	(05)
311	اكتشافات البترول الخام في الدول العربية منفردة (اكتشاف في السنة) خلال الفترة 2000-2018	(06)
312	احتياطيات البترول الخام في الدول العربية منفردة (مليار برميل في السنة) خلال الفترة (2000-2018)	(07)
313	إحصائيات البترول في المملكة العربية السعودية -1- (إنتاج، احتياطيات) خلال الفترة (2000-2018)	(08)
314	إحصائيات صناعة البترول في المملكة العربية السعودية -2- (صادرات) خلال الفترة (2000-2018)	(09)
315	إحصائيات صناعة البترول في لمملكة العربية السعودية-3- (مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) (2000-2018)	(10)
316	تطور المتغيرات الاقتصادية الكلية السعودية المستخدمة في الدراسة خلال الفترة (2000-2018)	(11)
317	تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2018)	(12)

مقدمة

يعتبر البترول من أهم المتغيرات التي تتحكم في استقرار الاقتصاد العالمي، حيث يحتل مكانة هامة في التحليل الاقتصادي نظرا لمكانته الكبيرة في الأسواق العالمية، وتعرف أسعار البترول تقلبات كثيرة من شأنها أن تؤثر على مختلف الجوانب الاقتصادية وعلى العديد من المتغيرات الكلية، فمنذ نهاية الحرب العالمية الثانية وأسعار البترول تشهد تذبذبا كبيرا أكثر من أي سلعة أخرى، حيث تعد تقلبات أسعار البترول المصدر الرئيسي للأسباب المؤدية إلى الاختلالات في اقتصاديات الدول خاصة المنتجة منها، وتعتبر فترات ارتفاع أسعار البترول على أنها فترة رخاء للدول المنتجة للبترول خاصة الدول العربية نتيجة لزيادة العوائد البترولية، كما يرافق ذلك تضخم في الأسعار ومعدلات الأجور والاعتماد على القوى العاملة الأجنبية، وبعبارة أخرى فإن زيادة مساهمة القطاع البترولي في نمو الدخل القومي أدى إلى التأثير على مختلف القطاعات الاقتصادية البترولية وغير البترولية لأغلب هذه الدول، بالتالي أي تقلب يحدث في أسعار البترول قد يؤثر على باقي القطاعات الاقتصادية، وبما أن البترول يلعب دورا بارزا في الاقتصاد، فإنه يمكن القول أن التغيرات التي تحصل في أسعاره ستكون لها علاقة ارتباط مع التغيرات في أداء الأسواق المالية من خلال تأثيرها على الأنشطة الحقيقية، كالتأثير في أرباح الشركات، وعوائدها المتوقعة، وأسعار أسهمها المالية.

ففي الدول العربية المنتجة للبترول تشكل الموارد المالية للبترول الخام أهمية كبيرة، حيث تعتمد هذه أغلب هذه الدول على عائدات البترول كمصدر رئيسي لتمويل اقتصادها وبرامجها التنموية، ويصنف اقتصادها ضمن اقتصادات الدول النامية على الرغم من أنها تدخل في إطار الدول البترولية التي تتميز بدرجة عالية من الطاقة التمويلية وارتفاع متوسط دخل الفرد فيها، لذا فإنه من الطبيعي أن يعتمد أداء اقتصادها الكلي وأسواقها المالية على ما يتعرض له قطاع البترول من تغيرات.

والقراءة التاريخية في الأدبيات والدراسات المفسرة لعلاقة تقلبات أسعار البترول بأداء الأسواق المالية تبرز مدى أهمية هذه العلاقة، لأن تقلبات أسعار البترول أوجدت لها أثرا في قانون السوق، وواقعا اقتصاديا لدى دول العالم المنتجة للبترول والمستهلكة على حد سواء، ولكن باختلاف حجم هذا الأثر على كل منها، وفي هذا الإطار الفكري قامت العديد من الأطروحات والدراسات بوضع نماذج قياسية لاختبار وقياس أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية في الأجلين القصير والطويل.

II. الإشكالية الرئيسية

تشهد أسعار البترول عدة تغيرات وتقلبات نتيجة لعدم توافرها مع عالم سريع التغير ومعرض للعديد من الأزمات الاقتصادية والمالية والسياسية والجيوسياسية، وإن اعتماد أغلب الدول العربية وعلى رأسها المملكة العربية السعودية، على البترول وعوائدها كسلعة أساسية لتمويل برامجها التنموية جعل اقتصادها يتأثر بتقلبات أسعار البترول التي تشهدها أسواقه العالمية، والذي ينعكس بالتتابع في أداء اقتصاد هذه الدول وأداء أسواقها المالية وهو ما تشهده الفترة الحالية.

وتبعاً لذلك ومع الأخذ بعين الاعتبار أن المملكة العربية السعودية من أكبر الدول المنتجة والمصدرة للبترول عربيا وعالميا، وتملك أكبر سوق مالية عربية، فيعتقد أن التغير في أسعار البترول سيكون له أثرا واضحا في السوق المالية السعودية.

ومن خلال ما سبق تم صياغة الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هو أثر تقلبات أسعار البترول العالمية على أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة من 2000 إلى 2018؟

III. التساؤلات الفرعية

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- 1) كيف يتم انتقال أثر تقلبات أسعار البترول العالمية إلى الأسواق المالية العربية؟
- 2) ما هو أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟
- 3) ما هو أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر القيمة السوقية في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟
- 4) ما هو أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟
- 5) ما هو أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018)؟

IV. الفرضيات

للإجابة على التساؤلات الفرعية ارتأينا طرح الفرضيات التالية:

- 1) هناك عدة مداخل وقنوات اقتصادية من شأنها نقل الأثر من تقلبات أسعار البترول العالمية إلى أداء الأسواق المالية عامة والعربية خاصة.
- 2) لتقلبات أسعار البترول العربي الخفيف أثر إيجابي معنوي على المؤشر العام للسوق المالية السعودية "TASI" في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).
- 3) لتقلبات أسعار البترول العربي الخفيف أثر إيجابي معنوي على مؤشر القيمة السوقية في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).
- 4) لتقلبات أسعار البترول العربي الخفيف أثر إيجابي معنوي على مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).
- 5) لتقلبات أسعار البترول العربي الخفيف أثر إيجابي معنوي على مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).

V. حدود الدراسة

- ✓ الإطار المكاني: السوق المالية محل الدراسة هي السوق المالية السعودية "تداول".
- ✓ الإطار الزمني: بداية من الربع الأول سنة 2000 إلى الربع الرابع من سنة 2018، حيث أنها فترة تميزت ببعض الأزمات والاضطرابات المالية والاقتصادية والجيوسياسية التي أدت بدورها إلى حدوث تقلبات في أسعار البترول على مستوى الأسواق العالمية.

VI. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إثبات فرضياتها والتحقق منها، بتحليل العلاقة بين أسواق البترول والأسواق المالية العربية، من خلال نمذجة وقياس أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية، التي تمكننا من نفي أو إثبات هذه الأثر والتعرف على ماهيته والاستفادة منه في حال ثبوت وجوده، ومعرفة مؤشرات أداء السوق المالية الأكثر تأثراً وتعبيراً عن تقلبات أسعار البترول في هذه الأسواق.

VII. أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية الأسواق المالية ودورها في تمويل الاقتصاد ودعم الاستثمار في الأصول المالية، وتحقيق الاستقرار المالي للدولة، وضرورة الإحاطة بمدى استجابة هذه الأسواق لتقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية، وتأثير مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى عليها، كما تكمن أهمية الدراسة كذلك في استخدام التقنيات الكمية والنماذج القياسية في التحليل الاقتصادي، وإبراز أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية، معبرين عن الأداء بالمؤشر العام "TASI" للسوق المالية السعودية، ومؤشر القيمة السوقية، وقيمة الأسهم المتداولة، ومعدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية، وهذا خلال فترة الدراسة المحددة من 2000 إلى 2018، وذلك باستخدام النماذج القياسية المناسبة لاختبار فرضيات هذه الدراسة.

VIII. منهجية الدراسة

من خلال طبيعة موضوع الدراسة تم الاعتماد على المنهجين الوصفي والتحليلي بالإضافة إلى المنهج القياسي، وتم استخدام المنهج الوصفي في وصف كل ما يخص الجوانب النظرية للأسواق المالية العربية والسوق المالية السعودية والجوانب النظرية لأسواق البترول وتقلبات الأسعار فيها، أما المنهج التحليلي فتم استخدامه في تحليل كل ما يخص تطورات الأسواق المالية العربية وتطورات أسعار البترول العالمية وصناعته في الدول العربية، وتحليل تطور صناعة البترول في المملكة العربية السعودية وتطور متغيرات الجانب القياسي للدراسة (أسعار البترول العربي الخفيف ومؤشرات أداء السوق المالية السعودية)، أما المنهج القياسي فتم الاعتماد عليه في قياس أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية العربية من خلال قياس تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية، وذلك لإعطاء نتائج أكثر دقة وتفسيراً للأثر المراد قياسه من خلال الاستعانة بالبرامج الإحصائية التي تخدم الدراسة لمعالجة البيانات وتحليلها.

تماشياً مع طبيعة وأهداف الدراسة تم تقسيمها إلى ثلاثة فصول كآتي:

✓ الفصل الأول: التأصيل النظري للأسواق المالية العربية

تناول الفصل الأول الإطار النظري والمفاهيمي للأسواق المالية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، وجاء متضمناً لأربعة مباحث، حيث خصص المبحث الأول "لماهية الأسواق المالية" والبعض من جوانبها النظرية كالنشأة والمفهوم، والأركان والخصائص، إلى الأهمية والوظائف، ثم أقسام الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها، بينما خصص المبحث الثاني "لدراسة كفاءة الأسواق المالية ومستوياتها"، بالإضافة إلى التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، وعرض بعض مؤشرات أداء الأسواق المالية وأهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة فيها، أما المبحث الثالث فخصص لمختلف "الجوانب النظرية للأسواق المالية العربية" من نشأتها وتطورها إلى خصائصها ومعوقات نموها ومختلف مؤشرات أدائها، وجاء المبحث الرابع "لتحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)" وذلك من خلال تحليل تطور أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال هذه الفترة.

✓ الفصل الثاني: التأصيل النظري لأسواق البترول.

وتناول الفصل الثاني الإطار النظري والمفاهيمي لأسواق البترول وجاء متضمناً لأربعة مباحث، حيث خصص المبحث الأول منها "لماهية أسواق البترول"، وبعض جوانبها النظرية من مفهوم وتطور، أنواع وخصائص، والمنظومة المؤسسية وشركات البترول الفاعلة في هذه الأسواق، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة "أسعار البترول وتقلباتها"، ومراحل تطورها وتطور نظام التسعير العالمي للبترول، بالإضافة إلى أهم العوامل والمحددات المؤثرة على أسعار البترول، بينما خصص المبحث الثالث "للصدمات البترولية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي" ومفهوماً وتسلسلها الزمني، إلى آليات وقنوات انتقال الصدمات البترولية إلى الاقتصاد الكلي الدول وتداعياتها على اقتصاديات الدول المصدرة والمستوردة للبترول، أما المبحث الرابع فخصص لتحليل "صناعة البترول في الدول العربية خلال الفترة (2000-2018)"، فتناول تحليل تطور الاكتشافات والاحتياطيات البترولية في الدول العربية، بالإضافة إلى الإنتاج والاستهلاك وصادرات البترول الخام فيها خلال هذه الفترة.

✓ الفصل الثالث: قياس أثر تقلبات أسعار البترول على أداء السوق المالية السعودية.

وكان الفصل الثالث خاصاً بالدراسة القياسية، وجاء متضمناً لأربعة مباحث، حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل للتعرف على "السوق المالية السعودية" من نشأتها وتطورها، أهدافها وخصائصها وأدواتها المالية، بالإضافة إلى إطارها التشريعي وهيكلها التنظيمي ومؤشرها العام، أما المبحث الثاني فخصص لمعرفة "مكانة البترول في اقتصاد المملكة العربية السعودية، من خلال التعرف على طبيعة الاقتصاد السعودي واكتشاف البترول في المملكة، بالإضافة إلى تحليل تطور إنتاجها واحتياطياتها من البترول الخام، ثم تحليل تطور مساهمة صادرات البترول في الصادرات الإجمالية للمملكة السعودية، ومساهمة عائدات قطاعها البترولي في ناتجها المحلي الإجمالي خلال

الفترة (2000-2018)، بينما خصص المبحث الثالث "لتحليل تطور متغيرات الدراسة (أسعار البترول العربي الخفيف السعودي، وبعض مؤشرات أداء السوق المالية السعودية)، وقراءة في الأدبيات والدراسات المفسرة للعلاقة بينها"، أما المبحث الرابع فتناول نموذج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، من خلال تحديد النموذج القياسي للدراسة والأساليب القياسية المستخدمة، ثم اختبار الفرضيات الخاصة بتأثير البترول العربي الخفيف على -المؤشر العام للسوق المالية السعودية، ومؤشر القيمة السوقية، وقيمة الأسهم المتداولة فيها، ومعدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية- بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي (ARDL).

X. الدراسات السابقة

حاول الباحثون تتبع وتفسير أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية العربية والعالمية، عن طريق تقديم العديد من الدراسات النظرية والقياسية في هذا الموضوع، ولدعم الدراسة الحالية وأخذ نظرة سابقة عن موضوعها تم الاستعانة بالدراسات السابقة التالية:

◀ دراسة (2011) Mohanty and others

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين تغيرات أسعار البترول وعوائد الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من جوان 2005 إلى ديسمبر 2009، وتشير النتائج التي توصلت إليها الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية هامة بين أسعار البترول وعوائد الأسهم بالأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي باستثناء الكويت، أما نتائج الدراسات القطاعية والتي شملت فقط البحرين، عمان، قطر والكويت فقد بينت أن 12 من أصل 20 قطاع وجدت بها علاقة إيجابية هامة بين أسعار البترول وعوائد الأسهم، توصلت الدراسة لوجود علاقات غير متماثلة بين أسعار البترول وعوائد الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي.

◀ دراسة الهيتي أحمد حسين علي، وبختيار صابر محمد (2011)

سعت هذه الدراسة لتحليل أثر تقلبات الإيرادات البترولية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك بالاعتماد على ثلاثة مؤشرات رئيسية لأداء أسواق الأوراق المالية وهي القيمة السوقية وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم، ومن بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي:

- ✓ تؤثر العوامل الاقتصادية (النشاط الاقتصادي، عرض النقود وسعر الصرف وتقلبات عوائد البترول) بشكل مباشر أو غير مباشر في أداء الأسواق المالية، ويتباين تأثير هذه العوامل على مؤشرات أدائها.
- ✓ في ظل الاعتماد المباشر لاقتصاديات دول الخليج العربي على البترول الخام، فإن أداء أسواق الأوراق المالية من حيث المؤشرات والمتغيرات جاء انعكاسا للتقييم الإيجابي من جانب المستثمرين والمتداولين لسوق البترول، وانتعاش الاقتصاد وزيادة الفرص

الاستثمارية، حيث أن حساسية اقتصادات دول الخليج العربي لتقلبات أسعار البترول التي تحدث بين الحين والآخر ذات تأثير واضح في مؤشرات أداء الأسواق المالية الخليجية.

وعلى غرار النتائج تقترح الدراسة تنوع مصادر الدخل في الدول الخليجية بصورة عامة، لتلافي الآثار الناجمة عن تقلبات أسعار البترول، وإمكانية التراجع في الإنتاج والاحتياطات وفق مستويات سقف النضوب، وزيادة نشاط أسواق الأوراق المالية الناشئة في دول الخليج وذلك من خلال التعاون المشترك بين الأسواق المالية الخليجية داخليا وخارجيا، وتنوع الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق.

دراسة (2013) Samih Antoine Azar, Loucine Basmajian

الغرض من هذه الدراسة هو اختبار تأثير صدمات أسعار البترول على أسواق الأسهم في أكبر أسواق الأسهم الخليجية وأكثرها سيولة وأعلى معدل دوران للأسهم، وهي سوقي الكويت والمملكة العربية السعودية، وأظهرت نتائج الدراسة عدم التجانس في الاستجابات لصدمات أسعار البترول في السوقين، نظرا لوجود ديناميكيات مختلفة لكل سوق، وفي حين أن هناك أدلة ظاهرة على أن أسواق الأسهم تتأثر بشكل إيجابي وخطي بصدمات أسعار البترول، لكن هذا التأثير يختفي عند إضافة متغيرات أخرى إلى الانحدارات (تتضمن هذه المتغيرات الإضافية التأثيرات الإقليمية، وتأثير سوق الأوراق المالية الأمريكية، وحين من الدرجة الثانية) فلا تؤثر صدمات أسعار البترول لا بشكل خطي أو غير خطي، على أسواق الأسهم الكويتية، وعلى النقيض من ذلك، تتفاعل الأسواق السعودية بشكل غير خطي مع صدمات أسعار البترول والصدمات في مؤشر ستاندرد آند بورز 500 الأمريكي، أي أن الآثار الهامشية لصدمات أسعار البترول والصدمات في سوق الأسهم الأمريكية على عوائد الأسهم السعودية تعتمد على أسعار البترول، وعلى سوق رأس المال الأمريكي، والسمة المشتركة الوحيدة لكلا سوقي الأسهم هي العلاقة الإيجابية مع الصدمات في مؤشر ستاندرد آند بورز 500 الأمريكي، وتم تحليل البيانات اليومية عالية التكرار للفترة الممتدة من 2 جانفي 2008 إلى 23 أكتوبر 2012، وهي الفترة التي تتزامن مع تداعيات الأزمة المالية العالمية، ومن المعروف أن الارتباطات بين أسواق الأسهم تزداد في فترات الانكماش، واستخدام البيانات اليومية هنا يعني أن العلاقات التي تتم دراستها هي علاقات قصيرة المدى بطبيعتها.

دراسة منى حسين 2014

سعت هذه الدراسة لتوصيف العلاقة التي تتفاعل من خلالها أسواق المال مع أسواق السلع، حيث تم تتبع هذه العلاقة عبر تسليط الضوء على أثر تقلبات أسعار البترول على عوائد الأسهم في الأسواق المالية، بالاستعانة بالبيانات التاريخية الشهرية لكل من سوق أسهم السعودية وأسعار سلة أوبك ابتداء من سنة 2007 إلى 2011، حيث أن اعتماد السعودية على البترول وعوائده كسلعة أساسية، جعل مؤشرات الاقتصاد الكلي فيها وسوق الأسهم السعودي شديد الحساسية لتقلبات أسعار البترول، ومن هنا تبرز أهمية الدراسة في فهم طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار البترول ومؤشرات الأسواق المالية وذلك من أجل التحوط من الآثار السلبية التي قد تنتج عنها، وبعد القيام بالدراسة القياسية توصلت الباحثة إلى وجود علاقة بين أسواق البترول ومؤشرات أداء السوق المالية السعودية، وتكون قوية عند التحدث عن قطاعات محددة ضمن هذه السوق مثل قطاع الصناعات البتروكيماوية وقطاع الاستثمار الصناعي، وأشارت الدراسة إلى أن

هذه العلاقة ناجمة عن عدة عوامل، منها ارتباط الاقتصاد السعودي بالاقتصاد العالمي وحركته عبر عدة مداخل، وعوامل تتعلق بالقطاعات ذات العلاقة بمؤشر سلة أوبك مثل قطاع الصناعات البتروكيمياوية وقطاع الاستثمار الصناعي، إضافة إلى كون المملكة العربية السعودية من أكبر منتجي ومصدري البترول في العالم، وتملك ثاني أكبر احتياطي بترول في العالم.

دراسة (Marashdeh and Afandi) (2017)

حللت هذه الورقة أثر تغيرات أسعار البترول على عوائد أسواق الأوراق المالية في أكبر ثلاث دول منتجة للبترول في العالم، وهي المملكة العربية السعودية وروسيا والولايات المتحدة، باستخدام نماذج مختلفة لتصحيح الأخطاء في الفترة من فيفري 2000 إلى ماي 2015، تتمثل فرضية الدراسة الرئيسية في أن آثار تغيرات أسعار البترول على أسعار الأسهم لا تعتمد فقط على ما إذا كان مصدر صدمات أسعار البترول من جانب الطلب أو جانب العرض، بل يعتمد أيضا على ما إذا كان البلد قيد الدراسة هو بلد مستورد أم مصدر للبترول، والنتائج تؤكد أن تأثير تغيرات أسعار البترول بسبب صدمات العرض كان تأثيرا إيجابيا واضحا على عوائد سوق الأوراق المالية في روسيا، وهو تأثير سلبي على الولايات المتحدة وأثر غامض على المملكة العربية السعودية، ومع ذلك فإن تغيرات أسعار البترول بسبب صدمات الطلب لها تأثير إيجابي على جميع البلدان الثلاثة.

دراسة (Park and Ratti) (2008)

سعت هذه الدراسة لاختبار تأثير تقلبات أسعار البترول على أسواق الأسهم بالولايات المتحدة وثلاثة عشر دولة أوروبية خلال الفترة 1996-2005، توصلت الدراسة لوجود تأثير إيجابي لتقلبات أسعار البترول على عوائد الأسهم بالأسواق المالية الأمريكية، أما في الدول الأوروبية موضوع الدراسة فقد اختلف التأثير طبقا لكون الدولة مصدرة أو مستوردة للبترول، فالنرويج مثلا أظهر سوقها المالي علاقة إيجابية إلى حد كبير مع أسعار البترول، بينما سجلت الدول المستوردة نتائج غير متماثلة تتراوح بين وجود تأثير سلبي وعدم وجود تأثير لأسعار البترول على عوائد الأسهم.

دراسة (Filis and others) (2011)

تناولت هذه الدراسة الارتباط الديناميكي بين أسعار سوق الأسهم وأسعار البترول للدول المستوردة والمصدرة للبترول، من خلال إجراء مقارنة بين الدول المصدرة والدول المستوردة للبترول، واستخدمت الدراسة نموذج (DCC-GARCH) لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة بناء على بيانات ست دول، دول ثلاث مستوردة للبترول: كندا والمكسيك والبرازيل، وثلاث دول مصدرة للبترول: الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا وهولندا، وقدمت الدراسة أدلة على أن الارتباط المتغير بمرور الوقت بين أسعار البترول والأسهم لا يختلف بين الاقتصادات المستوردة للبترول والمصدرة للبترول، وتم تفسير ذلك بحقيقتين، أولا من المتوقع أن تؤثر صدمات أسعار البترول في جانب الطلب الإجمالي بسبب التقلبات في دورة الأعمال العالمية على جميع أسواق الأسهم بنفس الطريقة، إن النتيجة التي مفادها أن صدمات أسعار البترول الاحترازية في جانب الطلب تميل إلى التأثير على البلدان المستوردة للبترول والمصدرة له بنفس الطريقة، يمكن أن

تعزى إلى حقيقة أن قطاع البترول في البلدان المستوردة التي شملتها الدراسة صغير إلى حد ما بحيث لا تتناسب آثار عدم اليقين أي نقص في إمدادات البترول الخام في المستقبل، مع الأخذ في الاعتبار الطلب المستقبلي على البترول الخام هو الحد الأدنى.

ومع ذلك، فإن تغيرات الارتباط تستجيب لأصل صدمات أسعار البترول في فترات الاضطرابات العالمية أو التغيرات في مرحلة دورة الأعمال العالمية، وعلى وجه الخصوص فإن صدمات الطلب الاحترازية (الطلب الوقائي على البترول)، التي سببتها الحروب أو الهجمات الإرهابية وصدمات جانب الطلب الكلي الناجمة عن تقلبات دورة الأعمال العالمية (كالأزمة الآسيوية، وازدهار سوق الإسكان، والنمو الصيني، والأزمة المالية العالمية) تميل إلى التأثير على الاقتصاد العالمي، وفي هذه الحالة يكون الارتباط بين أسعار البترول وأسعار سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر بكثير مقارنة بالصدمات على جانب العرض الناجمة عن تخفيضات إنتاج أوبك والأعاصير وما إلى ذلك.

وتظهر نتائج الارتباط المتأخر أن أسعار البترول تمارس تأثيرا سلبيا في جميع أسواق الأسهم، بغض النظر عن مصدر صدمة أسعار البترول (صدمة عرض أو طلب)، والاستثناء الوحيد هو الأزمة المالية العالمية عام 2008 حيث أظهرت أسعار البترول المتأخرة علاقة إيجابية مع أسواق الأسهم.

دراسة Boldanova, Degiannakis & Filis (2016)

استخدمت الدراسة البيانات الشهرية من سنة 2000 إلى 2014 بالاعتماد على نموذج GARCH ولوحظ بأن العلاقة بين أسواق البترول وأسواق الأسهم مرتبطة ومتغيرة عبر الزمن وتتأثر بمختلف الأحداث السياسية والاقتصادية والجغرافية، وبالنسبة للعلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار البترول في الدول المستوردة له هي علاقة ديناميكية إيجابية عدا بعض الفترات كانت الارتباط متوسطا، أما العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار البترول في الدول المصدرة له كانت سلبية خلال الغزو الأمريكي للعراق والأعاصير الأطلسية وأحداث الربيع العربي وبعيدا عن هذه الأحداث فإن علاقة الارتباط بينها كانت إيجابية واستطاع الباحث من خلال النتائج التي توصل إليها بأن يصل للاستنتاج القائل بأنه ليس هناك فرق في العلاقات في المؤشرات المالية في الدول المصدرة للبترول والدول المستوردة للبترول، فإذا كانت الدولة مصدرة أو مستوردة فإن علاقة الأسواق المالية فيها تكون إيجابية، حيث أن السبب غير مرتبط بأسعار البترول فقط وإنما بعامل المضاربة في الأسواق، والمضاربة هي من أهم العوامل التي تؤدي إلى زيادة الترابط بين الأسواق، وخلال الأزمات تزداد علاقة الارتباط بين الأسواق عن باقي الفترات.

دراسة منشد مازن حمد 2017

تهدف هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين أسعار البترول وأسواق الأسهم، بالاعتماد على مؤشرات أسواق البترول ومؤشرات الأسواق المالية محور الدراسة، حيث تم اختبار العلاقة بين أسعار البترول وأسعار أسواق الأوراق المالية، واختبار العلاقة البينية للأسواق المالية للدول المصدرة للبترول، وللأسواق المالية للدول المستوردة للبترول، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين الأسواق المالية للدول المصدرة للبترول والأسواق المالية للدول المستوردة للبترول، وأجريت هذه الاختبارات باستخدام منهجية التكامل المشترك، Co-integration ومتجهات تصحيح الخطأ وبحث العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل بتطبيق نموذج تصحيح الخطأ VECM بالاعتماد على بيانات

مقدمة

الإغلاق اليومية لمؤشرات الأسعار خلال فترة الدراسة من 2005/01/02 وحتى 2015/01/31، ومن أهم نتائج الدراسة أن أسعار البترول تؤثر على أسواق الأسهم في الدول المصدرة للبترول على الأجل القصير والطويل، بينما لا توجد علاقة تكامل مشترك بين أسعار البترول وأسواق الأسهم في الدول المستوردة للبترول، كما تتفاوت نتائج العلاقة بين أسواق الأسهم في الدول المصدرة للبترول والدول المستوردة له.

وبناء على الدراسات السابقة يظهر عدم وجود إجماع حول النتائج الخاصة بالعلاقة بين تقلبات أسعار البترول والأسواق المالية، وقد تنسب هذه النتائج المتداخلة إلى اختلاف الفترة الزمنية أو المؤشرات المختارة أو الطرق القياسية المتبعة، إلا أنه يمكن القول أن الدراسات السابقة المذكورة أعلاه وفرت قاعدة صلبة في تكوين رؤية قبلية بشأن تقلبات أسعار البترول وتأثيرها على أداء الأسواق المالية، كما أنها تعطي فكرة عن النتائج والاستنتاجات المتوصل إليها من تلك الأبحاث التي أجريت بالفعل في بلدان وبيئات متنوعة ومختلفة.

وجاءت الدراسة الحالية لمحاولة معرفة العلاقة بين تقلبات أسعار البترول وأداء الأسواق المالية العربية بالتركيز على السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000 إلى 2018، وما يميز هذه الدراسة هو اعتماد مدة زمنية طويلة نوعاً ما (2000-2018) ببيانات ربع سنوية، مع إضافة مجموعة من المتغيرات الكلية للاقتصاد السعودي كمتغيرات مستقلة مفسرة إضافة إلى تقلبات أسعار البترول السعودي العربي الخفيف، كالتضخم، العرض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الفائدة...، ودراسة أثرها على مختلف المؤشرات المعبرة عن الأداء للسوق المالي السعودية كالمؤشر العام للسوق المالية، ومؤشر القيمة السوقية، بالإضافة إلى مؤشرات حجم السوق ممثلة بقيمة الأسهم المتداولة، ومعدل دوران الأسهم، في حين أن أغلب الدراسات اعتمدت على دراسة أثر تقلبات أسعار البترول على المؤشر العام للسوق ومؤشرات القطاعات الرئيسية فيه فقط.

الفصل الأول
التأصيل النظري للأسواق
المالية العربية

تمهيد

تعتبر الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، نظرا لما تقوم به من وظائف ومهام والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفئات الاقتصادية بقطاعات العجز حيث تمثل حلقات نمو القطاع المالي في الدولة، مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفئات ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها، فسوق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق تتوفر على أدوات مالية مختلفة تعمل على تحريكها وتنشيطها، وذلك لما تمتاز به من خصائص تسمح لها بأن تكون ملاذا آمنا لحماية مدخرات الأفراد والشركات.

ومن خلال هذا الفصل سيتم الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية بصفة عامة مع التركيز على الأسواق المالية العربية بصفة عامة، حيث سيتم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كالآتي:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات أدائها

المبحث الثالث: ماهية الأسواق المالية العربية

المبحث الرابع: تحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2018

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

عند إنشاء الأسواق المالية كان التعامل فيها يتم بالكمبيالات والسندات الأذنية والمعادن النفيسة، وتمثلت في أسواق (البندقية وجنوه في إيطاليا، وسوق فرانكفورت)، وكانت تلك الأسواق من أكبر الأسواق المالية الأوربية تعاملًا مع منطقة الشرق الأوسط التي شهدت في تلك الفترة نشاطًا تجاريًا هائلًا باعتبارها مركز اتصال بين الشرق الأقصى وأوروبا.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية

في مايلي سيتم التعرف على نشأة الأسواق المالية وأهم مراحل تطورها عبر التاريخ، بالإضافة إلى أهم المفاهيم الخاصة بها:

الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق وعلى حجم الانتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الانتاج تبعًا للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبشكل أدق على تطورات في سوق الأوراق المالية، مما ترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية، (الهيبي، 1998، الصفحات 14-16) وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق، ومرت الأسواق المالية خلال تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل التي ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي، والتي يمكن تلخيصها في المراحل التالية:

أولاً: المرحلة الأولى

تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، (السيسي، 2003، صفحة 07) الأمر الذي قاد إلى اتساع نطاق التعامل التجاري، وأدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، فأصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض.

ثانياً: المرحلة الثانية

وتتميزت هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد ان كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي ويزداد قبول خصم الكمبيالات وزيادة دورها في الائتمان طبقاً للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، وتحاول مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لا تستطيع منح القروض إلا لآجال محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد في هذه المرحلة. (الناشف و هندي، 2000)

ثالثا: المرحلة الثالثة

وفيها ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة، كما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة. (رمسيه، 2005، صفحة 10)

رابعا: المرحلة الرابعة

وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، وازداد الاهتمام بسعر الفائدة، بإصدار سندات الخزانة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة لنمو نشاط الأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدية في السوق المالية، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق بالإضافة إلى وجود سوق نقدية متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيها. (السيسي، 2003، صفحة 08)

خامسا: المرحلة الخامسة

وهي مرحلة اندماج الأسواق النقدية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وتمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المالي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية والعامة فيها، وقد تتحول بعض المؤسسات أو الأسواق المالية المحلية إلى أسواق دولية، وفي هذه المرحلة تنتقل منها وإليها رؤوس الأموال المختلفة، كما أن التطور المالي بلغ في هذه المرحلة أقصى مداه إذ يتفرغ الوسطاء الماليون ويتخصص كل منهم في واحدة أو أكثر من الأوراق المالية. (الناشف و هندي، 2000، صفحة 27)

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

يعد السوق المالي الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها. (ناصر و البكري، 2009، صفحة 16)

وهناك عدة تعاريف للسوق المالي نذكر منها:

التعريف 1: " يعرف السوق المالي بأنه المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، وتضبطه قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام مبادلات البيع والشراء بسرعة وأمان". (رمسيه، 2005، صفحة 11)

التعريف 2: " هو مكان التقاء بين عارضي الأموال طويلة الأجل والطالين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية". (العمارة و رايس، 21 و 22 نوفمبر 2006)

التعريف 3: " هو وسيلة (لا يشترط فيها المكان) يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء المتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصراف الأجنبي، بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محليا أو دوليا)". (هوشيار، 2003، صفحة 58)

التعريف 4: تعرف السوق المالية من منظور علم الاقتصاد "على أنها الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء" (السيد، 2010، صفحة 67)

من خلال ما تقدم من تعاريف سابقة يمكن صياغة التعريف التالي: "الأسواق المالية هي عبارة عن الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة - أصول مالية قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل- في شكل مدخرات إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بهدف استثمارها، وعملية تدفق الأموال هذه تتم بطرق عديدة تناسب مع متطلبات التمويل لهذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أو ما يسمى بالحقوق المالية، والتي تعرضها لوحدات الفائض المالي فتشترتها هذه الأخيرة مقابل تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، أما إذا تم تحويل الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالي (بنوك، شركات تأمين...) فإن عملية التمويل تأخذ شكل التمويل غير المباشر.

المطلب الثاني: أركان الأسواق المالية ووظائفها

تعتبر الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي في وقتنا الحاضر، وهي تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مسارها الصحيح، إضافة إلى أنه سوق منظم يقام في مكان ثابت، يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، وتعقد جلساته في أوقات محددة، وفيما يلي سنتطرق لأهم أركان ووظائف الأسواق المالية.

الفرع الأول: أركان الأسواق المالية ووظائفها

لمعرفة أركان السوق المالي سنبدأ بتحليل دوره كوسيلة تسهل عملية انسياب الأموال من يملكونها ويرغبون في استثمارها إلى من هم بحاجة لهذه الأموال ويرغبون في الحصول عليها، لكن سنتعرف أولا على أركان السوق بصفة عامة وهي: (رمضان و شموط، الأسواق المالية، 2007، صفحة 06)

- 1) وجود سلعة أو خدمة أو أصول مالية أو إمكانية وجودها.
- 2) وجود راغبين في الحصول عليها (المشترين).
- 3) وجود الراغبين في بيعها (البائعين).
- 4) وجود وسطاء يسهلون عملية التبادل (ولكن هذا الأمر ليس ضروريا) ويشكلون همزة الوصل بين المتعاملين في السوق.
- 5) وجود أعراف وقواعد تحكم التعامل في السوق.

وبعد التعرف على أركان السوق بصفة عامة سنتطرق لأركان السوق المالية بصفة خاصة وهي ثلاثة أركان رئيسية وهي:

أولاً: المقرضون أو المستثمرون

وهي الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي وتمثل الأفراد والمؤسسات التي تفوق دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي، إما في عمليات إقراض مباشرة أو في المتاجرات بالأوراق المالية.

كما بإمكان المؤسسات المالية كالبنوك التجارية والمتخصصة، وشركات التأمين وشركات الاستثمارات أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر لأنهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيفها في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة، (براق، 8 و9 ماي 2004، صفحة 05) إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمارات، ذلك أن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة مدخرات الأفراد فيها. (محمد، 2004، صفحة 188)

ثانياً: المقترضون أو المصدرون

تتكون هذه الفئة من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية، وإذا اتخذ الدين الصورة المباشرة لابد من إثبات ذلك في العقد المبرم ما بين المقرض والمقترض وبما يشمل من بنود، كالقيمة الاسمية، وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض، أما إذا كان الإصدار غير مباشر فقد يتخذ صورة السندات أو الأسهم العادية أو الممتازة والتي تصدر من قبل مؤسسات حكومية أو أهلية. (رسميه، 2005، الصفحات 37-38)

ثالثاً: الوسطاء أو الوكلاء

ويقصد بالوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق حيث يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي، ويقوم الوسطاء بمجموعة من الخدمات والأعمال يمكن حصرها بشكل عام في ثلاثة أنواع وهي: (محمد، 2004، صفحة 188)

1) أعمال السمسرة

السمسار هو وسيط في سوق الأوراق المالية، ويعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات الباعين وبين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة. (الناق، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، 1991، صفحة 27)

إذا يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة، فيكفي على العميل أن يصدر أمراً لسمساره، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقاً للقانون الداخلي للبورصة، فسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة، والعمل على تنفيذها من جهة أخرى، حيث يقوم السمسار بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، لحساب عملائه في البورصة، وفي المواعيد الرسمية، ويعد مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية يتمها، كما ينحصر عمل السمسار في تقريب وجهتي نظر شخصين ليتعاقدوا مقابل عمولة متفق عليها، تكون غالباً نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها، لذلك فإنه وإن كانت الصفقة تتم على يديه، فهو لا يعتبر ممثلاً لأي من الطرفين، وإنما يربط بينهما فقط، ونظراً للدور الفعال الذي يلعبه السمسار في سوق الأوراق المالية، فقد اشترط فيه بعض القواعد لحماية المتعاملين والمصلحة العامة، أهمها ما يلي: (شمعون، 1999، الصفحات 35-36)

- ✓ أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية والتأهيل العلمي، وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بالإدانة في جنابة أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة، إضافة إلى التزوير أو مخالفة قوانين النقد، إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.
- ✓ أن لا يكون قد حكم عليه بالتوقيف أو الغرامة بصفته ملحقاً بأحد مكاتب السمسرة، وأن لا يعمل بأنشطة تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما لا يجب أن يكون عضواً بمجلس إدارة إحدى الشركات.

ويمكن تلخيص الأوامر التي يقوم بها السمسار فيما يلي: (رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، 2005، الصفحات 130-140)

- ✓ **الأمر السوقي**: ويتضمن قيام العميل بمنح السمسار صلاحية شراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسب وبما يتلائم مع السوق.
- ✓ **الأمر المحدد**: ويتضمن هذا الأمر إعطاء العميل أسعار محددة يتم بموجبها قيام العميل ببيع أو شراء الأوراق المالية ويتطلب من السماسرة في هذه الحالة تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد.
- ✓ **أمر التوقف**: ويعتبر هذا الأمر مزيج من النوعين السابقين وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة إنقضاء ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.
- ✓ **الأمر الفوري**: ويتضمن هذا الأمر تنفيذ ما يطلب العميل من السمسار فوراً وإلا اعتبار هذا الأمر لاغياً.
- ✓ **الأمر الحر أو المطلق**: في هذا النوع من الأوامر وهو نادراً ما يطبق يكون للوسيط حرية مطلقة في تنفيذه في الوقت والسعر الذي يراه مناسباً.

2) صناعة الأسواق

من أعمال الوسطاء أو الوكلاء القيام بدور صانع السوق وذلك لممارسة مهمته ببيع وشراء الأوراق المالية وذلك بوجود ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق وبالتالي يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في السوق الثانوي أو الموازي وذلك لصالحه أو لصالح عملائه وفي هذه الحالة على الوسيط المحافظة على:

- ✓ المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه وذلك لمصلحة السوق المالي.
- ✓ توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

3) قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان في صورة أسهم أو سندات، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى يمكنه القيام بهذا العمل، حيث أنه إذا لم يستطيع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار.

4) تقليل المخاطر والنفقات

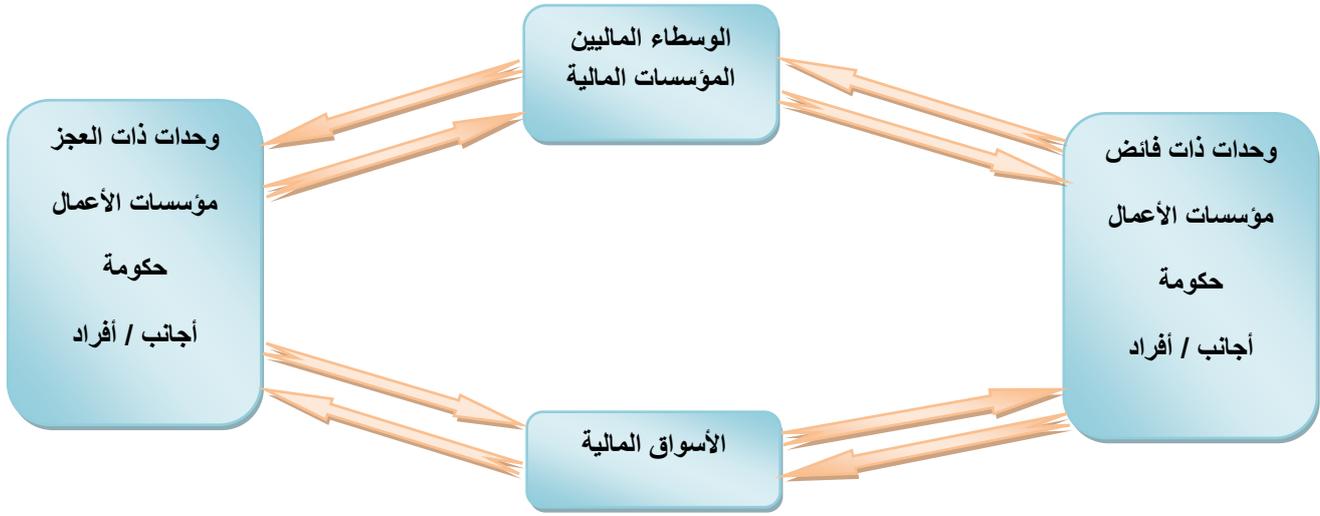
ويكون الوسيط مؤسسات أو شركات استثمارية وذلك راجعاً لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالبا ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي تقع على عاتق المستثمر.

الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات المالية ذات الفائض إلى وحدات العجز، حيث تقوم بتعبئة المدخرات (الوظيفة الادخارية)، وتوجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة (الوظيفة التمويلية).

والشكل التالي يوضح طرق تمويل العجز أو طرق تحويل المدخرات من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.

الشكل رقم (1-1): تمويل الأسواق المالية بالمدخرات.



المصدر : (الناق، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، 1991، صفحة 10)

1) التمويل المباشر: يحصل هذا النوع من التمويل عند قيام المقترضين باقتراض الأموال مباشرة من المقترضين في الأسواق المالية وذلك ببيع الأوراق المالية للمقترضين، (الرفاعي و معري، 2002، صفحة 35) أين يتم الاتصال مباشرة بين فتي العجز والفائض دون اللجوء إلى أي وسيط مالي.

2) التمويل غير المباشر: ويتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز عن طريق مؤسسات مالية لأسواق المال، مقابل هذا التحويل تحصل وحدات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء على أنفسهم وتسمى أصولاً غير مباشرة مثل شهادات الادخار وشهادات الاستثمار، ثم يقوم الوسطاء بتحويل هذه الموارد إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصول مباشرة إلى المؤسسات المالية. (الناق، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، 1991، صفحة 01)

وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال، حيث يتم التطوير إما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. (قرياقص و حنفي، 2005، صفحة 05)

عموماً يمكن تلخيص وظائف الأسواق المالية فيما يلي:

- ✓ سهولة إتمام العمليات المالية بين البائع والمشتري للأصول المالية، مما يساعد على تشجيع الادخار والاستثمار.
- ✓ توفير التمويل المتوسط والطويل للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من تكلفة الاقتراض من البنوك.
- ✓ يمثل السوق المالي وسيطاً مالياً بين الأفراد والمؤسسات المالية وشركات الأعمال والخدمات وهي مرحلة من مراحل نمو النظام المصرفي.
- ✓ تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية إذا ما تحول السوق المالي لسوق إقليمي دولي.
- ✓ تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية مثل الأسهم والسندات.

- ✓ تعتبر الأوراق المالية في السوق المالي من الضمانات الجيدة والمقبولة عن منح القروض لدى البنوك.
- ✓ تنظم الأسواق المالية اللقاء بين مالكي القواعد المالية، أي المدخرين وأولئك الذين يبحثون عن تلك القواعد ويطلبونها، خاصة المؤسسات الدولية والتنظيمات العمومية، وتوجيهها تدفق الادخار المتوفر والذي يرغب حائزوه في رفع قيمته، فإنها تولد إمكانية إصدار قروض ورؤوس أموال المؤسسات التي تبحث عن التوسع والاستثمار.
- ✓ السماح للمؤسسات المدرجة بتعديل هيكلها المالي، أي تحويل توزيع رأسمالها بين مختلف حملة الأسهم، باعتبار المؤسسات عنصرا حيا عليها التأقلم الأمثل مع التغيرات السائدة في محيطها الاقتصادي. (شوكال و إبراهيم، 23 و 24 فيفري 2011)
- ✓ يعتبر الهدف الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد القومي هو تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية، التي تتوفر فيها أموال فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية. (آل فواز، 2010، صفحة 05)

المطلب الثالث: أهمية وخصائصها الأسواق المالية

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها، فهي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاجتماعي ومجالاته وتتأثر به، كما تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل حامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل تتمثل فيما يلي:

- ✓ تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة لا بد من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، فتقوم بطرح مشاريعها النقدية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك باشتراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها (رسميه، 2005، صفحة 12).
- ✓ عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة والطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- ✓ كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

- ✓ تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
- ✓ تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن السلامة المالية للدولة وحماية صغار المدخرين.
- ✓ المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويله مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية. (بن هاني، 2002، الصفحات 11-12)
- ✓ تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات والمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية عن طريق الوسطاء.
- ✓ تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية الأسواق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد فيها على المبادرة.
- ✓ تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين آدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم الشركات، وكلما كانت الأسواق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:
- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العالي للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في الأسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي. (حسين، 2008، الصفحات 84-85)
- المحافظة على الثروة وتنميتها، فالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل، فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل قيمتها بمرور الزمن بل العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.
- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية عن طريق البنك المركزي، حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة، فإذا أراد مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها سحب جزء من الكتلة النقدية من الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات، أذون خزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود يضع في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق مالية أخرى. (رمضان و شموط، الأسواق المالية، 2007، الصفحات 10-11)

- تعد الأسواق المالية مجالاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية، ذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن. (هوشيار، 2003، صفحة 86)

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية

تعتبر الخصائص أو الميزات التي يتمتع بها كل سوق هي المعيار الذي يعرف من خلاله مدى تميز هذه السوق، ومن أهم خصائص الأسواق المالية ما يلي: (هوشيار، 2003، الصفحات 184-185)

- ✓ ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.
- ✓ ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
- ✓ اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها، ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية.
- ✓ تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلوكية واللاسلكية.
- ✓ إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.
- ✓ مصدر تمويل للاقتصاد الوطني.
- ✓ أداة لقياس قيمة الأصول، وللمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية.
- ✓ مكان للتعاملات الخطرة.
- ✓ سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل.
- ✓ الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا أن مخاطرها كبيرة.
- ✓ السوق النقدي يعتبر سوق جملة ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جداً ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة.
- ✓ أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق النقدية تعتبر عالية السيولة.

بصورة عامة تقسم الأسواق المالية في العالم حسب الخصائص بين ثلاث مجموعات رئيسية:

- ✓ أسواق متقدمة تشمل أسواق أمريكية وأوروبية ويابانية.
- ✓ أسواق ناهضة متقدمة كأسواق أستراليا ونيوزلندا وكندا.
- ✓ أسواق ناهضة نامية في آسيا وأمريكا اللاتينية.

ويمكن تلخيص خصائص الأسواق المالية فيما يلي: (هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 1997، الصفحات 55-56)

- 1) **كفاءة التشغيل:** وهي قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد التي يحتاجون إليها بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات، وهي ما تسمى بتكلفة المعاملات ونظم تكلفة الوساطة المالية، وتكلفة تحويل الورقة المالية، لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف بدرجة كبيرة على هذه التكلفة.
- 2) **كفاءة تخصيص الموارد:** إن المهمة الأساسية للأسواق المالية هي تحويل فائض الأموال من أصحاب فائض المال إلى أصحاب العجز، وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تهتم بكفاءة التخصيص.
- 3) **توفير السيولة:** من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، كما أنه يمكن لحملتها إعادتها إلى الشركة المصدرة، كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن السوق المالي في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه وتحويلها إلى نقدية.

المطلب الرابع: أقسام الأسواق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها

هناك عدة تصنيفات للأسواق المالية والتي تقوم على أسس مختلفة، وتم اعتماد تقسيم الأسواق المالية على أساس المدة أو فترة استحقاق أدوات التمويل المتداولة فيها، حيث يوجد سوق تتداول فيه الأدوات المالية قصيرة الأجل يسمى بالسوق النقدي، وسوق تتداول فيه الأدوات المالية طويلة الأجل ويسمى سوق رأس المال.

الفرع الأول: سوق النقد

فيما يلي سيتم التطرق إلى تعريف سوق النقد والأدوات المالية المتداولة فيها:

أولاً: تعريف سوق النقد

ترتبط نشأة أسواق النقد بنشأة الوديعة والبنوك التجارية، لذلك فهي تعد من أقدم أسواق المال وتمثل المؤسسات المالية والمصرفية هي الأطراف الأكثر تعاملًا في هذه الأسواق، حيث توجد أسواق النقد لتحويل الأموال من الأفراد والشركات والوحدات الحكومية التي تمتلك فائض أموال قصيرة الأجل إلى الوحدات الاقتصادية التي لها احتياجات قصيرة الأجل للحصول على الأموال، ففي الأسواق النقدية يتم إصدار أدوات الدين قصيرة الأجل ويتم شراؤها من قبل الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض الأموال قصيرة الأجل فور صدورها.

كما تعرف سوق النقد أنها سوق تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل الودائع والقروض وأذون الخزانة وشهادات الإيداع القابلة للتداول والقبولات المصرفية والأوراق التجارية وغيرها، ومن أهم المنشآت المالية التي تعمل في أسواق النقد نجد البنوك التجارية. (جودة، 2000، صفحة 21)

وتعرف سوق النقد أيضا بأنها السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، والتي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء كان ذلك من خلال عقد القرض المباشر أو من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، والتي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة كشهادات الإيداع القابلة للتداول.

ويتم استخدام سوق النقد ليشمل جميع الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تقوم على سعر الفائدة، (Steiner, 2002, p. 25) وسميت بسوق النقد لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود.

ثانيا: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد

تعتبر السوق النقدية جزء من الأسواق المالية ولها أدوات تتداول فيها تتمثل فيما يلي:

1) أذونات الخزينة

وتتميز بسعر فائدة مميز وسهولة وتنوع في تواريخ الاستحقاق زيادة عن ضمانها من الدول، (بخراز يعدل، 2000، صفحة 122) حيث تقوم الخزينة المركزية بإصدار أذونات قابلة للتداول في الأسواق المالية ولفترات قصيرة تتراوح ما بين 3 أشهر و120 يوما على أساس الخصم مقابل عدم دفع الفوائد على هذه الأذونات فيكون العائد التعويضي عن الفوائد عبارة عن الفرق بين سعر الشراء والسعر الاسمي للأذونات، ومنه فإن الفائدة مدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع. (شكري و عوض، 2004، صفحة 73)

2) القبولات المصرفية

وتعتبر من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية أي وعدا بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويقوم البنك بحتم الحوالة بعبارة "قبول". (شكري و عوض، 2004، صفحة 90)

3) الأوراق التجارية

وهي عبارة عن أوراق تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية، ويكون أجل استحقاق هذه الإصدارات قصيرا وفي العادة يفضل حائزوها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى أجل السداد فضلا عن أن يقوموا ببيعها، ولذلك يكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيفا نسبيا، الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها لتقلبات كبيرة.

4) اتفاقيات إعادة الشراء

وهي عبارة عن قروض قصيرة الأجل يقل أجلها عن أسبوعين تستعملها المصارف لضمان أذونات الخزينة التي تملكها، حيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقا يصبح المقرض مالكا لأذونات الخزينة الضامنة للقرض. (يونس و آخرون، 2004، الصفحات 85-91)

5) القروض المصرفية قصيرة الأجل

وهي القروض التي تمنحها المصارف والمؤسسات المالية المشابهة وتكون مدتها أقل من سنة، وتكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة، وتستخدم لأغراض تمويل رأس المال التشغيلي للمشاريع وهي أداة دين قصيرة الأجل تتراوح مدتها من 3 إلى 12 شهرا. (أل شبيب، 2009، الصفحات 232-233)

6) الودائع المصرفية بعملات أجنبية

يتم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو- دولار ويستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك في خارج الو.م.أ، حيث يتكون هذا السوق من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي تعتمد في تعاملاتها على الدولار الأمريكي، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من الودائع بغرض إعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، وقد يكون بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها. (عبده و مصطفى، 1998، صفحة 210)

7) شهادات الإيداع القابلة للتداول

وهي شهادات شخصية يصدرها البنك ولا يعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل هذا التاريخ فليس لحامل هذه الشهادة سوى عرضها للبيع في السوق الثانوية والذي يتضمن البنوك التجارية وبنوك السمسرة والتجارة التي تتعامل في مثل تلك الشهادات.

مع العلم أن تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة يتحددان بواسطة البنك دون تدخل العملاء وأهم ما يميز هذا النوع من الشهادات التي يمكن تداولها أن سعر الفائدة عليها يتم تحديده دون تدخل البنك المركزي ومنه فإنه لا يخضع في ظل بعض التشريعات للحد الأقصى للفوائد، وهذا يعني يمكن رفع سعر الفائدة عليها كوسيلة لزيادة الطلب. (أرشيد و آخرون، 1999، صفحة 36)

الفرع الثاني: سوق رأس المال

فيما يلي سيتم التطرق إلى تعريف سوق رأس المال وأهم الأدوات المالية المتداولة فيه:

أولاً: تعريف سوق رأس المال:

هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال نذكر منها: (بوكساني، 2006/2005، صفحة 42)

" يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين."

" كما يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال" ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

✓ **أسواق حاضرة:** ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها الأسواق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

✓ **أسواق آجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، ويتم التعامل فيها أيضاً بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

بعد التعرف على شقي السوق المالية، نستنتج أن المدى الزمني للأصول المالية هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال، إذ أن الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاماً واحداً أو أقل تنتمي لسوق النقد، أما الأصول المالية التي يزيد عمرها عن سنة فهي تنتمي لسوق رأس المال، وعلى هذا الأساس يتم تداول أذونات الخزينة في سوق النقد، بينما يتم تداول سندات الخزينة في سوق رأس المال.

ثانيا: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

1) أدوات الملكية "الأسهم":

تشكل الأسهم الرأسمال المكتتب فيه من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم.

أ) مفهوم الأسهم:

يعتبر السهم نوع من أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية (حماد، 1997، صفحة 200)، وهو عبارة عن قيمة منقولة ممثلة بسند ملكية يمتلكها الشخص، وتسمح لصاحبها بأن يكون مساهم وشريك في المؤسسة ويمكنه أن يقوم بتبادلها (بن سليمان، 2000، صفحة 28)، مما يعطي له الحق في الأرباح والحق في التسيير أو مراقبة التسيير وأيضا الحق في حصة معينة في حالة التصفية (شمعون، 1999، الصفحات 35-36).

ب) أنواع الأسهم :

هناك نوعان من الأسهم وهما كالتالي:

✓ **أسهم عادية:** ويقصد بها أداة ملكية ذات صيغة مالية قابلة للتداول، مما يعطيها مرونة كبيرة في تسييله تصدرها شركات مساهمة، والتي تعتبره أداة تمويل رئيسية لرأس مالها، وأداة ادخارية واستثمارية في آن واحد من وجهة نظر المستثمرين طبقا للإستراتيجية المتبعة من قبلها (التميمي، 2004، الصفحات 28-30).

✓ **أسهم ممتازة:** وهي عبارة عن شهادات تصدرها الشركات للترود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما مجزته من تلك الأسهم (عليوه، 2006، صفحة 27)، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، وقيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق.

2) أدوات الدين "السندات":

تعد السندات من أدوات سوق رأس المال، وهي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة، وتضم أنواعا عديدة تتباين في مصادرها وفتراتها وتأثيرها (الحلاق و العجلوني، 2010، صفحة 74).

أ) تعريف السند:

السند هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) بتقلم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) وهي الفائدة التي تدفع خلال عدد محدود من السنوات وحتى تسديد القرض في وقت مستقبلي بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية (هوشيار، 2003، صفحة 109).

ب) أنواع السندات:

توجد عدة أنواع للسندات ومن بينها ما يلي (البرواري، 2001، صفحة 131):

- ✓ السندات المضمونة.
- ✓ السندات ذات الدخل.
- ✓ سندات بكوبونات الافتتاح.
- ✓ سندات ذات معدل فائدة متحركة.
- ✓ السندات غير المضمونة.
- ✓ السندات الرديئة.
- ✓ سندات المشاركة في الأرباح.
- ✓ سندات الحكومة (الربوع).
- ✓ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
- ✓ سندات ذات العائد الصفري.
- ✓ سندات لا تحمل معدل كوبون.

رابعاً: الأدوات الحديثة لسوق رأس المال:

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، هناك أدوات أخرى مستحدثة على مستوى السوق المالي التي لم تكن معروفة من قبل، فهذه المستحدثات تجمع بين صفات كل من الأسهم والسندات والمقصود بالمستحدثات هي المشتقات المالية.

1) تعريف المشتقات المالية:

" المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار العقود المالية محل التعاقد (خان و أحمد، 2003، صفحة 57)، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تعادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد يصبح أمراً غير ضروري" (عطية، 2003، صفحة 211)، ومن أبرز أشكالها عقود الخيار، العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

أ) العقود الآجلة :

وهي التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، حيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتري وبياع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد (رضوان، 2005، صفحة 208)، حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية.

ب) العقود المستقبلية:

ويقصد بالعقود المستقبلية تلك العقود الآجلة التي يتم التعامل فيها من خلال أحد الأسواق المنظمة أي البورصة، فالعقود المستقبلية هي عبارة عن " اتفاق على شراء أو بيع كميات نمطية من أدوات مالية سواء أسهم أو سندات أو عملات... الخ لتاريخ محدد في

المستقبل وبسعر متفق عليه بين المتعاملين" (مطاوع، 2001، صفحة 395)، ويتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو مضاعفتها، وهي مجموعة من الالتزامات يجب أن يلتزم بها كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، ويسمى الهامش المبدئي وقيمته من 5% إلى 18% من قيمة العقد (بن هاني، الأسواق المالية الإسلامية، 1992، صفحة 179).

ت) عقود المبادلة:

وهي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محددة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالباً ما يتخيله الطرفان (هوشيار، 2003، صفحة 167)، وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعمولات (أل شبيب، 2009، صفحة 416)، ويتصف بالإلزامية عكس عقد الخيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية يتم تسويتها يومياً كما هو في العقود المستقبلية، ولا يتم أيضاً تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، وهي عقود تستعمل عادة لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة.

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات أدائها

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أصبحت هناك ضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، وباعتبار الأسواق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدر كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، ومن فترة لفترة وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعودا أو نزولا مع مختلف المعلومات.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها

فيما يلي عرض لأهم المفاهيم ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

هناك عدة مفاهيم لكفاءة الأسواق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد، ويعتبر الاقتصادي الشهير Paul Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار.

ويعود الفضل في اكتشاف فكرة الحركة العشوائية للأسعار إلى الفرنسي L.Bachelier سنة 1900 في رسالة الدكتوراه الخاصة به (غراية، 2015، صفحة 38)، ويعد السوق الكفاء حسب كل من Samuelson و Francis هو سوق يحقق تخصصا كفوًا للموارد الإنتاجية، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية (حنفي ع.، 2000، صفحة 213).

ويرى كل من 'Fama' 'Lorie' 'Brealey' أن السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما أن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بأقل تكلفة وبشكل سريع وواسع للمستثمرين، وأن هذه المعلومات تضم ما هو معروض ومناسب لتقديم الأوراق المالية.

بالإضافة إلى ذلك فقد أشار كل من 'Rose' 'Demong' 'Kolb' 'Keane' 'Gup' 'Archer' إلى أن السوق المالي الكفاء هو الذي يتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقدم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة لجميع المقترضين-المدخرين وبأقل تكلفة (هاني، 2000، الصفحات 69-70).

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 تماما (أبو زيد، 2009، صفحة 273)، ويتم تقييم الأسهم من خلال الاعتراف الكامل بأثر كل البيانات العامة التي أمكن التوصل إليها عن الشركة (حماد، التقارير المالية أسس الإعداد والعرض والتحليل، 2002، صفحة 626).

ويرى Vailhen أن السوق المالي الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه حركة الأسهم في كل لحظة المعلومات المعطاة من المؤسسة وفي أي سوق معبرة عن أسس العوائد (Vailhen, 1981, p. 92)، وهو ما توصل إليه Maurice Kendall 1953 في ورقة بحثية تحت عنوان التحليل الاقتصادي، وهو أن الأسعار تتحرك عشوائيا.

حيث تمثلت الأدبيات التي عاجلت موضوع الكفاءة في ثلاثة تيارات أو مدارس هي (غراية، 2015، الصفحات 39-40):

- المدرسة الأمبيرية أو النفعية.
- المدرسة النظرية أو مقارنة التضخيم الحصري.
- تيار عدم تماثل المعلومات.

1) يمثل Fama المدافع الأول عن المدرسة النفعية، بينما رائد التيار الأول والثاني هو Louis Bachelier، حيث يقدم هذا التيار تعريفا تطوريا للكفاءة.

2) التيار الثاني الذي يمثله Paul Samuelson الذي يدافع عن مدلول التوقعات الرشيدة.

3) التيار الثالث وهو نظري وقد بدأ مع مقال Grossman وتطور في منتصف التسعينات مع ما يعرف بـ Paradoxes de Grossman-Stiglitz 1980.

إذ تعرف كفاءة الأسواق المالية بأنها ذلك السوق الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة، أو هو السوق الذي يكون فيه أفضل توقع لقيمة السهم ممثلا في السعر الحالي (السيد، 2010، صفحة 96)، مما يسمح بتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وبالتالي يعتبر السوق كفوًا عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية (موسوي، 2003، صفحة 08).

وهي تعني قدرة السوق المالي على تحديد أسعار الأوراق المالية بحيث تكون أسعار هذه الأوراق قريبة أو مساوية للقيمة الحقيقية لها وذلك عن طريق تزويد المستثمر أو المضارب في السوق بالمعلومات الخاصة بالأوراق المالية بسرعة وبدون تكلفة إلى كافة المستثمرين ومن خلال هذه المعلومات يستطيع المستثمر تحديد السعر فإذا كان يساوي القيمة الحقيقية يكون السوق كفوًا كفاءة تامة (المومني، 2009، صفحة 143).

وتستجيب أسعار الأوراق المالية في ظل الأسواق الكفوّة للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل كفاءة السوق سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر (الحناوي و آخرون، 2003، صفحة 127)، كما تعتبر الأسواق المالية كفوّة إذا كانت الأوراق المالية المتداولة فيها مقيمة بقيمتها العادلة، وهذا بافتراض أن كل المعلومات المتوفرة تنعكس

بالكامل وفورا في أسعار الأوراق المالية (Dmontier, 2001, p. 857)، بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ المستثمرين بأن هناك فرقا بين القيمة الحقيقية للاستثمارات المالية وسعرها الحالي في السوق (الشاورة، 2008، صفحة 48).

ومنه فإن كفاءة الأسواق المالية تتميز بالتخصيص الأمثل للموارد المتاحة وأسعار الأوراق المالية فيها تستجيب إلى نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة وهذه الاستجابة تضمن تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للورقة المالية.

الفرع الثاني: مقومات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية

لتحقيق كفاءة الأسواق المالية يجب على الهيئات المنظمة لهذه الأسواق توفير مجموعة من المتطلبات والمقومات، والمتتملة في (صاطوري، 2006/2005، الصفحات 262-263):

أولا: المعلومات

تقوم الأسواق المالية بتوفير المعلومات عن مختلف القطاعات الاقتصادية والمؤسسات المسجلة بها، وتوفر المعلومات فرصا لتقييم المخاطر والعائد لقطاعات السوق والمؤسسات، ومن ثم التفرقة بين القطاعات والمؤسسات التي تعمل بكفاءة والأخرى التي لا تعمل بكفاءة في نشاطها وكذلك يوضح نظام المعلومات فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين، كما يضغط تغير الأسعار في سوق الأوراق المالية على المؤسسات للقيام بتحسين أوضاعها لكي ترتفع أسعار أوراقها المالية المتداولة في السوق، وذلك لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية يعني وجود فرص لإصدار أوراق مالية جديدة تباع بسعر مرتفع، مما يوفر تمويلا أوسع لنشاط المؤسسة وتكلفة منخفضة.

ثانيا: السيولة

تشير السيولة إلى إمكانية إبرام الصفقات بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، وتوفر السيولة فرصا أوسع للشراء والبيع مما ييسر زيادة الفرص الاستثمارية وكذا إتاحة فرصة أكبر للاختيار أمام البدائل المختلفة سواء من الأنشطة أو المنشآت.

ثالثا: عدالة السوق

تتحقق عدالة السوق عندما يخضع الجميع للنظام وتكون المعلومات متاحة لكل أطراف السوق أفرادا وشركات، وخضوع الجميع للأنظمة واللوائح دون تمييز، كما تعني عدالة السوق إتاحة فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في التعامل في الأسواق المالية إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية، مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد.

وتعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسية لإدارة الأسواق المالية لمتابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين، وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل بأي ورقة مالية كما يتطلب هذا عدم وجود خلل في التوازن بين الطلب والعرض لأسباب غير اقتصادية.

رابعاً: رشادة سلوك المستثمر

يتطلب تحقيق كفاءة الأسواق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، بسعيهم إلى تعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر، ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق كفاءة الأسواق المالية من خلال:

- تكوين محفظة مالية كفؤة بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليلها.
- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة.
- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة لاختيار التوليفة الأكفء وعدم العمل بالشائعات.

خامساً: درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين

ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم بالأوراق المالية الخاصة بزبائنهم.

سادساً: الهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي

من أهم متطلبات كفاءة الأسواق المالية وتطويرها هو وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة للسوق، فنشاط الأسواق المالية يستند إلى عدة قوانين وقواعد تنظمه وتوفر الحماية للمستثمر فضلاً عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية

ونظراً للدور الذي تؤديه المعلومات سواء المحاسبية منها أو غيرها في الحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية فقد تم تقسيم السوق الكفاء في ضوء المعلومات المتاحة إلى ثلاث مستويات هي:

أولاً: المستوى الضعيف للكفاءة

وفقاً لهذا الشكل فإن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية أي التطور التاريخي للتغيرات الطارئة على أسعار الأسهم وعلى حجم التعاملات في الماضي، مما يترتب عليها عدم قدرة أي مستثمر تحقيق أية أرباح غير عادية عن طريق التنبؤ بالأسعار المستقبلية بناء على هذه المعلومات التاريخية، لأن تلك المعلومات انعكست بالأسعار الحالية للأسهم كما أنها متوفرة لدى أغلب المتعاملين في سوق الأوراق المالية بتكلفة منخفضة جداً وبالتالي لن تفيد في تحقيق أي ربح غير عادي، ويرتكز الشكل الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية

على نظرية الحركة العشوائية للأسعار، التي تفترض عدم إمكانية التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات التاريخية المتاحة، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض (Jian & Khoa, 2014, p. 62).

إذن تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات وعوائد الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديمة الجدوى للمستثمر (بن حاسين و آخرون، 2013، صفحة 252).

وبما أن الأسعار في المستقبل مستقلة عن الأسعار التاريخية بحيث تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة إلى السوق وليس بوجود معلومات تاريخية، فإنه لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار.

ثانياً: المستوى الشبه قوي للكفاءة

تقترح هذه الصيغة أن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس بالإضافة للمعلومات التاريخية وبشكل وافي جميع المعلومات العامة والمتاحة للجمهور، مثل الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والبيانات المالية المنشورة من قبل الشركات، أي أن المعلومات التاريخية فرع من فروع المعلومات العامة لذلك عندما يعمل السوق المالي بهذه الصيغة يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات التي تعتمد عليها هذه الصيغة ويحللها بصورة جيدة من أجل أن تعكس في الورقة المالية المتداولة فيه، ويتبين من ذلك أنه بموجب هذه الصيغة يكون السعر السوقي للورقة المالية مستوعب لكافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني سواء كانت هذه المعلومات تتضمن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية المحلية، أو الظروف الصناعية للشركة ذات العلاقة وما يعلن من تقارير وتحليلات مالية، لذلك فإنه من غير المجدي أن يعتمد المتعاملون في السوق على هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية وما مدى قابليتها لتحقيق عوائد غير اعتيادية، إلا أنه تجدر الإشارة هنا إلى أنه قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات (الدسوقي، 2000، صفحة 31).

ثالثاً: المستوى القوي للكفاءة

في هذه السوق تكون كافة المعلومات وبأنواعها الثلاثة سواء كانت تاريخية، حالية أو خاصة متاحة لجميع المتعاملين في السوق وبالتالي ستنعكس على سعر الورقة وبسرعة عالية، لا يمكن لأي متعامل في السوق استغلال أي معلومة تتاح له وبصورة خاصة في تحقيق الأرباح غير العادية على حساب باقي المتعاملين، ويتطلب ذلك شرطين هامين:

- يجب أن تكون كل معلومة (تاريخية، حالية أو خاصة) متاحة لجميع المتعاملين في توقيت واحد وعلى قدر المساواة.
- تحديد تحليل الآثار المترتبة على هذه المعلومات بسرعة عالية وبواسطة السوق، وتكون نتائج هذا التحليل متاحة للجميع مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات في سعر الورقة بصورة آنية (بن حاسين و آخرون، 2013، صفحة 31).

ولقد اختبرت هذه الصيغة بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، وهم المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية من بينهم صناع السوق، إضافة إلى المديرين وكبار العاملين اللذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم المنشآت التي يعملون بها، وحسب ما سبق يبدو أن الدراسات السابقة لم تؤيد في معظمها فرضية السوق الكفاء في الشكل القوي (هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، 2004، صفحة 22).

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

المطلب الثالث: التحليل الأساسي والتحليل الفني للأوراق المالية

يستعمل المحللون الماليون مدخلان لتحليل الأوراق المالية، ينطلقان من أساس وفلسفة مختلفة عن بعضهما البعض هما مدخل التحليل الأساسي ومدخل التحليل الفني للأوراق المالية، حيث يستعملان في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وذلك بدعم من التحليل المالي والذي يتطلب معرفة نقاط القوة والضعف وأداء المنشأة كضرورة لتقييم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي من أسهم وسندات ومشتقات مالية.

الفرع الأول: التحليل الفني للأوراق المالية

يساعد التحليل الفني على معرفة التوقيت المناسب والإشارات التي تدل على البيع أو الشراء والتي تظهر قبل الحدث بفترات قصيرة جداً، فبمعرفة هذه الإشارات يتم تحديد أوقات عمليات التداول للأوراق المالية، مما يساعد المتعامل في السوق لتحقيق أقصى ربح ممكن، حيث يركز هذا النوع من التحليل على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي تباع به الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم التحليل الفني

ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، حيث من خلال هذا التحليل يمكن تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل (الحناوي و آخرون، 2003، صفحة 129)، فهو دراسة حركة السوق من الرسوم البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً (المهيلمى، 2004، صفحة 74).

وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم أو حجم الأسهم المباعة، وعليه يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً وليس على مستوى ورقة مالية معينة (الحناوي و مصطفى، مبادئ وأساسيات، 2006، صفحة 1).

ثانياً: مبادئ التحليل الفني

يرتكز التحليل الفني على ثلاث مبادئ أساسية يجب فهمها قبل الاعتماد عليه وتمثل فيما يلي (حوحو، 2015/2014، صفحة 68):

1) حركة الأسعار تعكس كل شيء:

وتعتبر هذه المقولة هي أساس علم التحليل الفني وإن لم يكن هذا المفهوم مقبول بالكامل فلن يكون من السهل التعامل مع أدوات التحليل الفني، كما يعتقد المحلل الفني أن كل شيء يمكنه التأثير على السعر ينعكس على أداء السوق سواء كان ذلك الشيء يتعلق بالأحداث السياسية أو الحالة النفسية للمتعاملين أو غير ذلك.

2) حركة الأسعار تسير في اتجاهات يمكن تحديدها:

يعتبر مفهوم الاتجاه من الركائز الأساسية للتحليل الفني وإن لم تقبل فكرة أن الأسواق تتحرك في اتجاه حقيقي لن تكون هناك فائدة من استخدام التحليل الفني في التنبؤ باتجاه الحركة المستقبلية، أي أن حركة الأسعار تسير بشكل منظم وليس بطريقة عشوائية، ومن ثم يمكن التنبؤ باتجاه تلك الحركة.

3) سلوكيات المتعاملين وأنماط حركة الأسعار تميل للتكرار:

حيث تمثل دراسة حركة السوق دراسة نفسية للمتعاملين، وردود الفعل لبعض المتغيرات تميل للتكرار إضافة إلى أن أسلوب تعاملهم مع الاتجاه التنازلي أو التصاعدي يميل للتشابه، وهذا ما ينعكس على حركة الأسعار بحيث تتجه للتحرك بأنماط وأشكال متكررة، ففي هذه الحالة يمكن القول أن ما يحدث من تحركات في الماضي يتوقع أن يتكرر في المستقبل.

ثالثاً: علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالية

لا يعترف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث تعد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي مؤشراً يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل فحركة أسعار الأوراق المالية تكرر نفسها، ويقوم التحليل الفني على الافتراضات التالية:

- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.

- تتحكم في العرض والطلب عوامل رشيدة كالمعلومات الخاصة بالورقة المالية، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها كالجانب النفسي للمستثمرين.
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى التغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات عاجلا أو آجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.
- تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معين تستمر لفترات طويلة نسبيا، بالرغم من احتمال تقبلها بشكل طفيف من وقت لآخر.

ويمكن القول أن افتراض عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية يعود إلى أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي من شأنها إحداث تغير في العلاقة بين العرض والطلب لا تستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبيا، حيث أن هناك فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات الجديدة قبل غيرها، بمعنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجيا تبعا لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، مما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتا طويلا نسبيا (حوجو، 2015/2014، الصفحات 69-70).

ثانيا: التحليل الأساسي للأوراق المالية

أولا: مفهوم التحليل الأساسي

التحليل الأساسي هو "ذلك التحليل الذي يقوم به رجال مختصون يطلق عليهم اسم المحللون الأساسيون، يعملون على تحليل البيانات والمعلومات الخاصة بالظروف الاقتصادية والصناعية المالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري" (حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، 2003، صفحة 215).

ويقوم المستثمر الذي يتبنى مدخل التحليل الأساسي بمقارنة القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحقيقية لها، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة أقل من قيمتها الحقيقية، فإن المستثمر يقبل على شراء هذه الورقة أو يحتفظ بها إذا كانت ضمن محفظته، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من قيمة الحقيقية فإن المستثمر لا يقبل على شراء هذه الورقة أو يقوم ببيعها إذا كانت ضمن محفظته (غنيم، 2005، صفحة 9).

إذن فالتحليل الأساسي للأوراق المالية هو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المنشأة ذاتها، والهدف من ذلك هو الكشف عن المعلومات التي قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمنشأة والتي تعتبر محددات أساسية للقيمة السوقية للأسهم التي تصدرها.

ثانياً: فرضيات التحليل الأساسي وعلاقتها بكفاءة السوق

يقوم التحليل الأساسي على فرضيات تتعلق بكفاءة السوق المالية والتي نذكر منها الفرضيتين التاليتين (هندي، 2009، الصفحات 248-249):

1) السوق المالية كفؤة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراساتها، ذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة.

2) إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة المتدفقة باستمرار، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

ثالثاً: مناهج التحليل الأساسي

يعتمد التحليل الأساسي على مدخلين أساسيين في تقييم وتحليل أداء الأوراق المالية:

- 1) المدخل الأول: يدعى بالتحليل الكلي فالجزئي أي التحليل من أعلى إلى أسفل، والذي يتبع ثلاث مراحل حيث يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم قطاع الصناعة ثم الشركة، وتستخدم في البحث عادة أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.
- 2) المدخل الثاني: يستند هذا المدخل إلى التحليل الجزئي فالكلي أي من الأسفل إلى الأعلى، حيث يستخدم عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف الصناعة ثم الظروف الاقتصادية.

يمكن توضيح منهج التحليل الأساسي من خلال الشكل التالي:

الشكل (1-2): الإطار العام للتحليل الأساسي



المصدر: (مریمت، 2010/2009، صفحة 62)

المطلب الرابع: مؤشرات أداء الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية المؤثرة فيها

يعتبر المؤشر مرجع للمعلومات المهمة التي يستخدمها الاقتصاديون من مستثمرين ومتعاملين في السوق المالي للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، حيث تساعدهم على معرفة ما يحدث في الأسواق، فهي قيم تعبر عن تحركات واتجاهات حركة السوق بصفة عامة أو قطاع معين أو مؤسسة معينة، ويكون ذلك من خلال تتبع حجم النشاط والتداول على مجموعة من الأسهم والعوائد المحققة منها، حيث يمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية كما تستخدم مؤشرات الأسواق كمعايير للأداء.

الفرع الأول: مفهوم المؤشرات المالية وأقسامها

أولاً: مفهوم المؤشرات المالية

ظهرت مؤشرات الأسواق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير، والفرض الأساسي لتلك المؤشرات يقوم على تقديم مؤشرات يمكن استخدامها في التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته بين حالتي الصعود والهبوط، وقد انعكس ذلك على حجم عينة الأسهم التي تشملها تلك المؤشرات وطريقة الترجيح لأسهم العينة وكيفية حساب المتوسطات، هذا وقد شهدت مؤشرات البورصات العالمية رواجاً هائلاً، ليس بين المتعاملين في بورصات الأوراق المالية فقط بل بين الناس بصفة عامة، حيث يرون أنها مؤشرات للحالة

الاقتصادية العامة، ويتم نشر هذه المؤشرات بصفة منتظمة في كافة الجرائد والمجلات الاقتصادية وعلى الصفحات الاقتصادية الخاصة بالجرائد اليومية وعلى المواقع الإلكترونية لهذه الأسواق في كافة أنحاء العالم وقد حظي العديد من المؤشرات بالانتشار عالمياً (الداغر، 2007، صفحة 298).

ويعرف المؤشر على أنه قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للمتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها (حسين، 2008، صفحة 35).

ويقاس مؤشر الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، وذلك بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المالي المستهدف قياسه (الغزالي، 2004، صفحة 7).

ويمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية أو التغيرات القطاعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، والحاصلة في سوق رأس المال وبشكل رئيسي سوق الأسهم سواء كانت منظمة أو غير منظمة (شموط وكنجو، 2008، صفحة 106).

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح أن مؤشر السوق عبارة عن رقم قياسي أو متوسط يعتمد على التعبير عن سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الوحيد الذي يعكس تحركات السوق واتجاهها، بل هناك عوامل أخرى قد تؤثر في الأسعار.

ثانياً: أقسام المؤشرات المالية

تقسم المؤشرات المالية إلى قسمين، من حيث الوظيفة ومن حيث إمكانية التداول كالتالي (قبلان، 2011، صفحة 94):

1) من حيث الوظيفة: وتقسم إلى:

أ) مؤشرات عامة:

تتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

ب) مؤشرات قطاعية :

وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر ستاندرد اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

2) من حيث إمكانية التداول:

أ) مؤشرات متداولة :

وهي مؤشرات يتم تداولها في الأسواق المالية، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بما 22 مؤشرا سنة 2000، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر Nasdaq 100 ومؤشر Nikkei 225.

ب) مؤشرات غير متداولة :

وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داوجونز وكافة مؤشرات البورصات العربية، ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

الفرع الثاني: بناء وحساب المؤشرات المالية

أولاً: بناء المؤشرات المالية

عند بناء المؤشرات المالية هناك مجموعة من الأسس التي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار في عملية التكوين والبناء، فعلى الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات الأسواق المالية، إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي (خضر، 2004، صفحة 8):

1) ملائمة العينة

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي الحجم والاتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق، أما المصدر فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية.

2) الأوزان النسبية

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي، المدخل الأول هو الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، والمدخل الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وأخيراً مدخل القيمة أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

3) إجراءات حساب قيمة المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر

ثانياً: طرق حساب المؤشرات

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، ومعظم المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الوسط الحسابي، وبعضها يحسب على أساس الوسط الهندسي لأسعار الأسهم المكونة لتلك المؤشرات، وبالتالي تختلف القرارات المتخذة على أساسها وفقاً للطريقة المتبعة (قبلان، 2011، صفحة 104)، وبهذا الصدد سيتم التطرق إلى كيفية حساب المؤشرات فيما يلي:

1) طريقة المتوسطات أو الترجيح بالسعر

ويتم اعتماد هذه الطريقة لحساب المؤشر على أساس المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي:

✓ على أساس الوسط الحسابي: (بن لطرش، 2019/2018، صفحة 220) حيث يؤخذ الوسط الحسابي لمجموعة الأوراق المالية الداخلة في حساب المؤشر، يعاب على هذه الطريقة أن الأسهم ذات الأسعار المرتفعة يكون لها تأثير أكبر مقارنة بالأسهم ذات الأسعار المنخفضة، ولذلك عندما يلاحظ وجود فارق كبير بين أكبر وأصغر قيمة نلجأ إلى المتوسط الهندسي، ويحسب المؤشر وفق الصيغة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار أسهم الشركات المكونة لعينة المؤشر}}{\text{عدد الشركات المكونة لعينة المؤشر}}$$

✓ على أساس المتوسط الهندسي: يحسب بأخذ الجذر النوبي لحاصل ضرب أسعار الأسهم المكونة للمؤشر وفق العلاقة التالية (عبد اللطيف، 1998، صفحة 241):

$$\text{المتوسط الهندسي} = \sqrt[n]{X_1 \times X_2 \times \dots \times X_n}$$

حيث يمثل X : سعر السهم n : حجم العينة أو عدد الأسهم المكونة للمؤشر

ومن عيوب استخدام طريقة حساب المؤشرات على أساس المتوسط الهندسي، هي البطء الشديد في الارتفاع والسرعة في الانخفاض، مما يجعلها تستغرق فترات طويلة لتحسين أداؤها الضعيف، مقارنة مع المؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي، بالإضافة إلى أنه في حالة مقارنة أداء المحافظ الاستثمارية التي يتم تكوينها على أساس المؤشرات المحسوبة بطريقة المتوسط الهندسي، ستظهر دائماً نتائج أفضل، حيث يتم حساب العائد لهذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي، لذا فمن المهم معرفة أساس حساب المؤشر قبل إجراء المقارنة بين أداء المحافظ (كافي، 2009، صفحة 252).

2) طريقة الترجيح بالقيمة السوقية

وهي الطريقة الأكثر استخداماً، وتقوم على منح أوزان للأسهم على أساس القيمة السوقية للشركة، ويمكن حساب هذه الأوزان على أساس القيمة السوقية الكلية المحسوبة على أساس كافة أسهم الشركة أو القيمة السوقية العائمة (الحرّة) أي التي تأخذ بعين الاعتبار فقط الأسهم المتاحة للتداول من طرف الجمهور، ويحسب المؤشر في ظل هذه الطريقة بالصيغة الآتية (بن لطرش، 2019/2018، صفحة 220):

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{قيمة الأساس للمؤشر} \times \frac{\text{القيمة السوقية (الكلية أو الحرّة) للشركات المكونة لعينة المؤشر}}{\text{قيمة الأساس المعدلة}}$$

- ✓ قيمة الأساس = قيمة المؤشر في تاريخ الأساس، وتساوي عادة 100 أو 1000 نقطة.
- ✓ قيمة السوقية (الكلية أو الحرّة) = عدد الأسهم (الكلية أو الحرّة) × سعر السهم.
- ✓ قيمة الأساس المعدلة = قيمة الأساس للمؤشر المعدلة بعمليات زيادة رؤوس أموال الشركات المدرجة أو إضافة أو سحب بعض الشركات إلى أو من العينة.

3) طريقة الأوزان المتساوية

يبني هذا المؤشر على فرضية تساوي قيمة الاستثمار في الأسهم التي يتكون منها المؤشر وتعطي أوزان متساوية من المبالغ المستثمرة لكل سهم مختار في بناء المؤشر وبذلك يلغي التحيز للأسعار منذ بداية بناء المؤشر، وأن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر ستعكس اتجاهها

حقيقيا للتغيرات في أسعار الأسهم التي يتكون منها السوق، وعند بناء المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم استخراجها من قسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم وقسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكافة الأسهم على مجموعة قيمة الاستثمار المفترض، يتم حساب قيمة المؤشر كالتالي (سراي، 2017/2016، صفحة 52):

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع (عدد الأسهم المشتراة} \times \text{سعر السهم)}}{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}} \times 100$$

ثالثا: استخدامات المؤشرات المالية

هناك استخدامات عديدة لمؤشرات الأسواق المالية تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، ويتمثل أهمها فيما يلي (رحال، 2017/2016، صفحة 86):

1) إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بصفته يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت استثمارات المستثمر في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2) الحكم على أداء المديرين المحترفين

يستخدم أغلب المدراء والمسيرين لمحافظ الأوراق المالية أساليب في التنوع، حيث يكون إلزاما عليهم تحقيق عائد أعلى من متوسط عائد السوق، وهو أساسا متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق والذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

3) التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق

إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما 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 عليها، إذا 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 المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية (وهي المخاطر التي يمكن التحكم فيها بواسطة التنوع) وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار لمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

الفرع الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية

تعتبر المؤشرات المالية أحد أهم الأدوات التي يمكن من خلالها قياس أداء الأسواق المالية ومدى تطورها، وفيما يلي أهم هذه المؤشرات:

أولاً: المؤشر العام للسوق

يمثل المؤشر العام مقياس لمستوى الأسعار في السوق المالية في لحظة معينة، وهو متوسط مرجح لأسعار مجموعة من الأسهم المتداولة للشركات المدرجة في السوق المالية، حيث يتم اختيار عينة من الشركات بحيث تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق، فعندما تكون قيمة الأسهم المرتفعة أكثر من قيمة الأسهم المنخفضة داخل المؤشر فإنه يسجل هو الآخر ارتفاعاً في قيمته، والعكس عندما تكون قيمة الأسهم المنخفضة أكثر من قيمة الأسهم المرتفعة فإن المؤشر العام للسوق ينخفض.

فالمؤشر العام للسوق المالية هو مؤشر يقيس الأداء الكلي للسوق، ويسمى كذلك بالرقم القياسي لأسعار الأسهم، ويتكون من أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية (عبد الله و بلحمري، 2015، صفحة 291).

ثانياً: القيمة السوقية

يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، وتقاس درجة تطور سوق الأوراق المالية من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس هذا المعدل مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي يكون انعكاساً لأتساع حجم المعاملات المالية (عبد الله و بلحمري، 2015، صفحة 291).

لكن مؤشر القيمة السوقية لا يعمل وحده للتعبير عن تطور ونشاط السوق المالية، حيث يجب الاستعانة بمؤشرات السيولة كمعدل دوران الأسهم للتعبير أكثر عن حالة السوق.

ثالثا: حجم التداول

وهو أحد مؤشرات سيولة السوق ويقصد به قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ويعكس القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال هذه الفترة، ويقاس كذلك مستوى سيولة الاقتصاد من خلال قسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي، والذي يشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وبالتالي يعكس هذا المؤشر بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني بصفة عامة، وقد نجد أحيانا حجم التداول صغير، إلا أن السوق قد تكون كبيرة، لذا يتعين استخدام حجم التداول ويكمل بمؤشر القيمة السوقية من اجل الحصول على معلومات سليمة.

وقد يمثل حجم التداول عدد الأوراق المالية أو العقود التي تم تداولها في السوق خلال مدة محددة، ويمكن التعبير عن حجم التداول بكمية (عدد) الأوراق المالية التي تم تداولها أو بالقيمة النقدية للأصول المتبادلة، ومن الناحية التطبيقية يستخدم العدد (الكمية) في الأسواق الآجلة، أما في أسواق الأسهم فيفضل التعبير عن حجم التداول بالقيمة النقدية (Béchu & Bertrand, 1999).

رابعا: معدل دوران الأسهم

يعد معدل دوران الأسهم أحد أهم المعايير التي يجب أن يأخذها المستثمر بعين الاعتبار قبل اتخاذ قرار الاستثمار بالسوق المالية، ويعد أحد معايير المفاضلة فيما بين الأسواق المالية المختلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وليس فقط فيما بين الأسهم المدرجة في سوق ما، ويمكن القول إن معدل دوران الأسهم يتيح قياس درجة سيولة سهم ما أو سوق مالي ما دون الآخر، ويقصد بالسيولة هنا هو توافر أوامر البيع والشراء في معظم أيام التداول، أي إمكانية تحويل الأسهم إلى سيولة نقدية بسرعة وبأقل تكلفة أي بسعر يقارب آخر سعر للتداول، حيث كلما زادت معدلات التداول على السهم زادت سيولته، وهو ما يتيح فرصا للمستثمرين شراء وبيع هذا السهم متى أرادوا، وبالتالي انخفاض عامل المخاطرة على الاستثمار فيه، بالتالي زيادة الجاذبية الاستثمارية لهذا السهم أو لهذه السوق، وتعمل السيولة على استقرار الأسعار في السوق وانتظامها، وانخفاض التقلبات الحادة في السعر، ومن ثم انخفاض حدة التذبذب فيه (معدل دوران السهم، 2013).

ويقاس هذا معدل دوران الأسهم النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية، ويتم استخراج هذا المؤشر بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال العام، وعليه يقاس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات (عبد الله و بلحمري، 2015، صفحة 291).

ويكمل معدل دوران الأسهم مؤشر القيمة السوقية لتوضيح مستوى نشاط السوق، فكلما كان معدل دوران الأسهم كبيرا دل ذلك على سيولة السوق ونشاطه وليس بالضرورة أن يكون السوق كبيرا حتى يكون أكثر نشاطا وسيولة.

الفرع الرابع: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية

هناك مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة، ومن بين هذه المؤشرات الشائعة الاستعمال عالميا نذكر:

أولاً: مؤشر داو جونز الصناعي لمتوسط الصناعة **Dow Jones Industrial Average**

يحتل مؤشر داو جونز مركزاً مميّزاً في نظر المستثمرين بالعالم أجمع وقد تحصل على هذا الاهتمام باعتباره أبسط أداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية وهي أكبر سوق مالي في العالم، حيث يعتبر البارومتر الذي يقاس به النبض العام لسوق الأوراق المالية بحيث يعكس للمستثمر العادي صورة واضحة عما يحدث في السوق (المهيلمى، 2004، صفحة 295).

ويعد مؤشر داو جونز من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً في بورصة نيويورك، نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 13 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم.

ويتم حساب المؤشر وفق المعادلة التالية: (حوحو، 2015/2014، صفحة 108)

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

✓ DJIA_t: قيمة المؤشر في الفترة t.

✓ P_{it}: سعر السهم i في الفترة t.

✓ D_{adj}: القاسم المعدل في الفترة t.

ثانياً: مؤشر ستاندر أند بورز (Index 500 S & P)

تتضمن العينة التي يقوم عليها مؤشر ستاندر اند بور S&P 500 من 500 سهم، تمثل 400 منشأة صناعية، 20 منشأة نقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي، 40 منشأة منافع عامة، وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو السوق غير المنظمة، حيث اشتق هذا المؤشر من أربع مؤشرات وهي: مؤشر الصناعة، مؤشر النقل، مؤشر منشآت المنافع العامة، مؤشر المنشأة المالية (هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 2009، صفحة 269).

ثالثا: مؤشر ناسداك (NASDAQ)

وهو مؤشر للسوق المالية الأمريكية المعروفة ببورصة ناسداك وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية، ومقرها نيويورك، ويشتمل هذا المؤشر على أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين، والشركات المالية الأخرى، وشركات النقل، ويتكون من ستة مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة، ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة، كما يتم نشر بيانات هذا المؤشر في جريدة وول ستريت (أل شبيب، 2009، صفحة 106).

رابعا: مؤشر كاك 40 (CAC 40 Paris)

مؤشر الكاك 40 (CAC 40) وهو مؤشر لسوق الاسهم الفرنسية يتتبع أداء أكثر 40 سهم تداولا في بورصة يورو-نكست باريس، هو مؤشر ضيق الانتشار يقيس رؤوس الأموال الموظفة في 40 شركة مسجلة في سوق الأوراق المالية في باريس، وبدأ المؤشر عند مستوى 1000 نقطة في 31 ديسمبر 1987 (شموط و كنجو، 2008، صفحة 108).

ويتم حساب المؤشر بالمعادلة التالية: (حوحو، 2015/2014، صفحة 107)

$$I_t = 1000 + \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=1}^n Q_{i,0} C_{i,0}}$$

- ✓ n: عدد الأسهم العادية في المؤشر.
- ✓ t: الزمن المحسوب فيه.
- ✓ $Q_{i,t}$: عدد الأسهم i في الزمن t.
- ✓ $C_{i,t}$: سعر السهم i في الزمن t.
- ✓ $F_{i,t}$: السعر المعوم للسهم i.
- ✓ $f_{i,t}$: الحد الأقصى للسهم i.
- ✓ $Q_{i,0}$: عدد الأسهم i في مؤشر الأساس في يوم معين.
- ✓ $C_{i,0}$: سعر الأسهم i في مؤشر الأساس في يوم معين.
- ✓ K: معامل تصحيح الرسمة في اليوم.

الفرع الخامس: المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أداء الأسواق المالية

توجد العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يسعى المستثمرون لمعرفة من أجل التحوط وتحسين أداء محافظهم الاستثمارية، حيث أن الإحاطة بهذه العوامل أصبح ضرورة لتقليل المخاطر الاستثمارية المحتملة، من أهم هذه المتغيرات نجد:

أولاً: الناتج المحلي الإجمالي

يمثل الناتج المحلي الإجمالي مؤشر يقيس مستوى نمو النشاط الاقتصادي في الدولة، حيث يمثل القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة في اقتصاد دولة ما خلال فترة زمنية معينة (Blanchard, 2000, p. 33).

وبما أن الناتج المحلي الإجمالي من أهم المقاييس المرتبطة بالنمو الاقتصادي للدولة، فإن الإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي يؤدي إلى زيادة التفاؤل بالمستقبل، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة حركة التعامل في السوق المالية، كما يتأثر التداول في السوق المالية بحجم الناتج المحلي الإجمالي، فانخفاض هذا الأخير يؤدي إلى انخفاض ربحية المنشآت في المستقبل الأمر الذي من شأنه التأثير على مؤشر الأسعار في السوق المالية (أبو زيد، 2009، صفحة 153).

ويبرر التغير في الناتج المحلي الإجمالي بالتغير في أسعار الفائدة، فالانخفاض في أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار، وهذا ما ينعكس على بالإيجاب على النمو الاقتصادي من خلال مضاعف الاستثمار، بالتالي ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي وانعكاسه على زيادة الطلب على الأدوات المالية الاستثمارية كالأسهم، وهذا ما يرفع أسعارها ويزيد حجم تداولها.

حيث أن تحركات الناتج المحلي الإجمالي مهمة في تحديد أسعار الأسهم في الأسواق المالية، فكلما تحسن الأداء الاقتصادي العام تحسنت توقعات التدفقات النقدية للاستثمار وارتفعت قيمتها الحالية، وبذلك يزيد الاستثمار في الموجودات الثابتة والمالية أهمها الأسهم، ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، كما يؤدي تحسن الأداء الاقتصادي العام إلى زيادة دخل الأفراد وزيادة الطلب على الأموال لمختلف الأغراض أهمها شراء الأسهم بالتالي ارتفاع أسعارها، أي أن الأداء الاقتصادي الجيد والذي يظهر من ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي يعمل على زيادة التفاؤل والثقة في الأسواق المالية، ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار والعكس صحيح (لعصامي، 2021/2020، صفحة 204).

إذن يمكن القول أن هناك علاقة طردية بين ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي واتجاه الاقتصاد، مستويات المعيشة، حيث يترتب على ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة القدرة الشرائية، ومن ثم يتجه الاقتصاد نحو الازدهار ويحدث النمو في أداء السوق المالية، والعكس صحيح، حيث يؤثر انخفاض الناتج المحلي الإجمالي على مستوى المعيشة بالانخفاض، وتتاثر القدرة الشرائية، ويكون اتجاه الاقتصاد سالباً، ويتأثر أداء السوق المالية.

ثانياً: التضخم

يعرف التضخم على أنه الارتفاع المستمر في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات التي تهم شريحة واسعة من المواطنين، على المستوى الجزئي، ويؤثر هذا الارتفاع على القوة الشرائية للمواطنين ويضعف من قدرتهم المادية على تلبية احتياجاتهم المعيشية على المستوى الكلي، وتؤثر المعدلات المرتفعة من التضخم سلباً على مستويات الاستهلاك والاستثمار والصادرات، وعلى القوة الشرائية للعملة المحلية ومن ثم على النشاط الاقتصادي (صندوق النقد العربي، 2021، صفحة 4).

ويمثل الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (CPI) المؤشر الأكثر شيوعاً واستخداماً لقياس معدل التضخم، حيث يتتبع مستوى متوسط أسعار السلع والخدمات التي تستهلكها الأسرة، لذا فإن معدل تغير الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في المتوسط وبتكرور الوقت يمثل التضخم.

ويحسب التضخم من الرقم القياسي للأسعار انطلاقاً من المعادلة التالية (الوادي و آخرون، 2010، صفحة 182):

$$\text{التضخم} = \frac{\text{المستوى العام للأسعار للسنة الحالية} - \text{المستوى العام للأسعار للسنة السابقة}}{\text{المستوى العام للأسعار للسنة السابقة}} \times 100$$

ولهذا يعتبر التضخم من بين أهم الموضوعات الاقتصادية التي تشغل صناع السياسات الذين ينصب تركيزهم على تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار والحد من الآثار السلبية للتضخم على مختلف القطاعات الاقتصادية.

يؤثر الارتفاع في المستوى العام للأسعار على القوة الشرائية للمستهلكين، لأنه يعني أساساً انخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية، أي انخفاض كمية السلع والخدمات التي يمكن لوحد واحد من النقود شراؤها في فترة زمنية محددة مقارنة بالفترات السابقة، ويؤدي كذلك إلى انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الدولية الرئيسية.

كما يؤثر أيضاً على قرارات الاستثمار لأن الارتفاع الكبير في معدل التضخم يعني ارتفاع مستوى التكاليف التي سيتحملها المستثمر بالتالي انخفاض مبيعاته المتوقعة، ويمكن تمييز ثلاث حالات لتأثير التضخم على الأسواق المالية (هيئة السوق المالية السعودية، 2022، الصفحات 13-14):

1) الحالة الأولى

تمثل الحالة الأولى ارتفاع معدل التضخم الفعلي عما كان يستهدفه البنك المركزي، أي ارتفاع الأسعار في السوق وزيادتها، بالتالي انخفاض الطلب على السلع والخدمات التي تقدمها معظم الشركات، وانخفاض إيرادات الشركات، وارتفاع تكلفة المدخلات، وينتج عن ذلك زيادة التوقعات بانخفاض هوامش أرباح هذه الشركات مستقبلاً وهذا ما ينعكس سلباً على أسعار أسهم هذه الشركات بالسوق.

2) الحالة الثانية

وهي عكس الحالة الأولى، حيث يحدث انخفاض لمعدل التضخم الفعلي عما كان يستهدفه البنك المركزي، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار منتجات معظم الشركات، وزيادة احتمالية تحقيق خسائر للشركات نتيجة انخفاض أسعار المنتجات والخدمات التي تقدمها، وينجر عن ذلك تباطؤ في نمو النشاط الاقتصادي، بالتالي زيادة التوقعات بانخفاض هوامش أرباح هذه الشركات، وانعكاس ذلك سلباً على أسعار أسهم هذه الشركات بالسوق.

3 الحالة الثالثة

وفي هذه الحالة يتحقق معدل التضخم الفعلي مع معدل التضخم المستهدف من قبل البنك المركزي، وهذا يعني وجود نمو اقتصادي جيد.

ويجدر الإشارة إلى أن هذه الحالات لا تعد قواعد عامة، فقد تستطيع الشركات الاستفادة من موجات التضخم الحاصلة بدرجة أكبر من زيادة أسعار المدخلات لديها، حيث تستطيع بعض الشركات تمرير الزيادة في الأسعار إلى المستهلك النهائي، نظرا لطبيعة المنتجات أو الخدمات التي تقدمها، بالتالي ارتفاع هوامش أرباحها مقارنة بالشركات الأخرى، في حين لا تستطيع الشركات الأخرى أن تمرر هذه الزيادة.

كما تتفاوت درجة تأثير حالات التباطؤ الاقتصادي بين الشركات حسب طبيعة المنتجات أو الخدمات التي تقدمها، وما إذا كانت ضرورية أو كمالية، ومن ثم تختلف التوقعات لأرباحها المستقبلية وأسعار أسهمها تبعا لذلك، كما أن طول مدة التضخم أو الركود الاقتصادي لها دور في التأثير، وبداية دورة التضخم أو الركود ونهايتها تختلفان في طبيعة وحجم التأثير على الأسواق المالية.

ثالثا: العرض النقدي

تساهم التغيرات في العرض النقدي في التأثير على النشاط الاقتصادي بصفة عامة، وعلى أداء الأسواق المالية بصفة خاصة من خلال قناة أسعار الفائدة.

ويقصد بالعرض النقدي مجموع وسائل الدفع المتداولة في المجتمع خلال فترة زمنية معينة (حداد و هذلول، 2005، صفحة 85)، وهو يضم جميع وسائل الدفع المتاحة في التداول والتي بحوزة الأفراد والمشروعات والمؤسسات المختلفة، وقد أخذ مفهوم عرض النقد حيزا واسعا من الجدل بين الاقتصاديين حول إعطائه مفهوم محدد ومتفق عليه وكذلك حول الآلية المناسبة لاحتسابه، وتجدر الإشارة هنا إلى أن عرض النقد يعد بمثابة دينا على الجهاز المصرفي أو الجهة التي تتولى عملية الإصدار إذ أنه التزاما عليها وحقا لحائزيه على التصرف المطلق بالمبالغ التي بحوزتهم (احميدة و محفوظ، 2019، صفحة 366).

ويتمثل العرض النقدي في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقد المحتفظ به لدى الجمهور، حيث أن زيادة العرض النقدي يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد، كما أن زيادة المعروض النقدي تؤدي غالبا إلى تخفيض أسعار الفائدة ما يشجع على الاستثمار في الأسهم والأوراق المالية (هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 2009، صفحة 164).

وهناك عدة أشكال لعرض النقود حسب درجة السيولة إلى: (صاري، 2014، صفحة 23)

- 1) عرض النقود بمفهومه الضيق (M_1) وتشمل النقد المتداول خارج المصارف والودائع الجارية تحت الطلب.
- 2) عرض النقود بمفهومه الواسع (M_2) وتشمل عرض النقود (M_1) إضافة إلى الودائع الزمنية والادخارية (ودائع لأجل).

3) عرض النقود بمفهومه الأوسع (M_3) ويشمل عرض النقود (M_2) إضافة إلى الودائع الأخرى الشبه النقدية (الودائع الادخارية لدى مصارف الادخار، وداائع المقيمين بالعملات الأجنبية، والودائع مقابل اعتمادات مستندية، والتحويلات القائمة، وعمليات إعادة الشراء -الريبو- التي نفذتها المصارف مع متعاملين من القطاع الخاص).

تقوم النظرية النقدية الحديثة التي يمكن استخدامها في التنبؤ بالتغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم على أساس أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بطريقتين (لعصامي، 2021/2020، صفحة 207):

1) الطريقة المباشرة: هي أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى زيادة الإنفاق من طرف الأفراد والمؤسسات وارتفاع الطلب على الأصول المالية بما فيها الأسهم بالتالي ارتفاع أسعارها.

2) الطريقة الغير مباشرة: هي تأثير الزيادة في العرض النقدي على القيمة النقدية للسهم من خلال التأثير على أسعار الفائدة، فعند اعتماد البنك المركزي سياسة نقدية توسعية يعمل على تخفيض أسعار الفائدة الإسمية في الأجل القصير، بالتالي التأثير على أسعار الفائدة الحقيقية، وهذا ما يحسن التوقعات بشأن زيادة التدفقات النقدية المستقبلية وارتفاع قيمتها الحالية نتيجة انخفاض سعر الخصم لانخفاض أسعار الفائدة، بالتالي تحسن توقعات زيادة الناتج الإجمالي المستقبلي، وهذا ما يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات في الأسهم نتيجة توقع ارتفاع القيمة النقدية لها فترتفع أسعارها.

وأيدت المدرسة الكينزية أن التغير في كمية النقود سوف يؤدي إلى قيام الأشخاص ببيع أو شراء الأوراق المالية كالسندات والأسهم، لتحقيق التوازن بين ما يملكونه من النقود السائلة والأصول المالية، أي أن زيادة عرض النقود تؤدي إلى زيادة كمية النقود السائلة لدى الأفراد بالتالي يقومون بشراء أوراق مالية، وذلك لانخفاض أسعار الفائدة بزيادة الكمية المعروضة من النقود، والعكس في حالة انخفاض عرض النقود (بن ابراهيم، 2022، صفحة 312).

ومنه فإن زيادة عرض النقود تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، بالتالي توقع ارتفاع العائد على الأسهم ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها في الأسواق المالية.

رابعا: أسعار الفائدة

سعر الفائدة هو أحد الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية للبنوك المركزية، ويشير إلى ما يفرضه البنك المركزي من تكلفة على القروض والسلفيات التي يئمنحها للبنوك التجارية، والتي تنعكس على تسعير هذه البنوك لتكلفة إقراضها للعملاء الآخرين من الشركات والأفراد، وتشير أسعار الفائدة إلى تكلفة إقتراض الأموال التي تقاس بالعائد حتى الإستحقاق، وهناك نوعان من أسعار الفائدة، أسعار الفائدة الإسمية والحقيقية.

وتعرف أسعار الفائدة على أنها مبلغ من المال يدفعه مقترض رأس المال النقدي زيادة على المبلغ الأصلي الذي تم اقتراضه، وتحسب الفائدة سنويا، وتقدر بنسبة مئوية من أصل المبلغ المقترض، وهو ما يسمى بسعر أو معدل الفائدة (عزت، 1990، صفحة 103).

يعد سعر الفائدة من المتغيرات المهمة في الاقتصاد، فالتغيرات في أسعار الفائدة تؤثر مباشرة على قرارات العديد من الوحدات الاقتصادية سواء ذوات الفوائد المالي فيه او ذات العجز المالي، كما تؤثر في السيولة المحلية بصفة عامة، ومن ناحية اخرى يؤثر سعر الفائدة في قرارات الافراد الخاصة بتوزيع الدخل بين الانفاق والاستهلاك الحاضر والادخار لدى المصارف أو الاستثمار في الأسواق المالية، بالتالي فإن سعر الفائدة يؤثر على قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار بمعنى أنهم يفاضلون مثلاً بين إقامة المشروعات أو وضع الاموال المتاحة لهم في حساباتهم الادخارية بالمصارف، أو شراء الأصول المالية.

حيث تلعب أسعار الفائدة دوراً أساسياً في توجيه قرارات الاستثمار، ويتأثر معدل أسعار الفائدة بحجم الاستهلاك والادخار على مستوى الاقتصاد، وتتأثر اغلب الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي بأسعار الفائدة، فبالنسبة للسندات أو الأسهم كإحدى الأصول المالية في المحفظة الاستثمارية فإنها تتأثر بشكل كبير بتغيرات أسعار الفائدة، أي أن العوائد الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية تنخفض أو ترتفع مع تقلبات أسعار الفائدة، ويعني ذلك أن معدل أسعار الفائدة يعد أحد مصادر المخاطر على الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق المالية وخاصة الأدوات الثابتة الدخل مثل السندات والأسهم الممتازة (أل شبيب، 2009، صفحة 173).

وترتبط أسعار الفائدة بعلاقة عكسية مع أسعار الأصول المالية، حيث أن الزيادة في أسعار الفائدة تؤدي إلى انخفاض أسعار الأصول المالية، بالتالي التأثير سلبي على أسعار الأسهم، بحيث يكون لمعدل النشاط الاقتصادي الحقيقي تأثير إيجابي على التدفقات النقدية المستقبلية، بالتالي التأثير على أسعار الأسهم في الاتجاه ذاته، فعند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق فإن المستثمرين سيرغبون في إيداع أموالهم في البنوك على شكل ودائع، فالبعض يظطر إلى بيع ما يملكه من أسهم للحصول على النقد اللازم، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع عرض الأسهم وانخفاض أسعارها (لعصامي، 2021/2020، صفحة 212).

والجدول الموالي يظهر تأثير أسعار الفائدة على الأسهم والسندات:

الجدول رقم (1-01): تأثير أسعار الفائدة على الأسهم والسندات

اتجاه أسعار الفائدة	الأسهم	السندات
الارتفاع (سياسة توسعية)	حين ترتفع أسعار الفائدة يميل أداء الأسهم إلى الضعف لأن السندات الجديدة ذات العوائد الأعلى تصبح أكثر جاذبية.	ترتفع أسعار السندات لزيادة الطلب عليها بسبب عوائدها المرتفعة نسبياً ومخاطرها الأقل مقارنة بباقي الأصول المالية.
انخفاض (سياسة انكماشية)	حين تنخفض أسعار الفائدة ترتفع أسعار الأسهم ويجد المستثمرون سهولة أكبر في الاقتراض لشراء الأسهم وتكلفة منخفضة.	تنخفض أسعار السندات لانخفاض الطلب عليها، لأن المستثمرين يبحثون عن عوائد أفضل مقارنة بباقي الأصول المالية.

المصدر: (هيئة السوق المالية السعودية، 2022، صفحة 16)

خامسا: سعر الصرف

يعرف سعر الصرف على أنه مقدار العملة التي يحتاجها المرء لشراء وحدة واحدة من عملة أخرى أو أنها مقدار العملة التي يحصل عليها عند بيع وحدة واحدة من عملة أخرى (Bdel & Bernanke, 2008, p. 477)، حيث يمثل سعر الصرف سعر عملة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين مختلفتين، حيث تعتبر إحداها سلعة والأخرى ثمنا لهذه السلعة (سياسة سعر الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، 2010، صفحة 119).

ويعرف كذلك على أنه سعر عملة بلد ما بالنسبة إلى العملات الأخرى وهو أيضا المعدل الذي يمثل تحويل عملة ما إلى العملات الأخرى (Montiel, 2011, p. 370)، فيقيس سعر الصرف قيمة العملة المحلية لدولة ما مقابل العملات الدولية الأخرى في سوق الصرف الأجنبي (الشناوي و السريتي، 2008، صفحة 22).

وتعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر التي تواجه المؤسسات والشركات الدولية المدرجة في الأسواق المالية، حيث تؤثر هذه التقلبات بشكل مباشر على أسعار الأسهم نظرا للحساسية التي تتميز بها أسعار هذه الأسهم، وعليه فالتغير في قيمة العملة سيؤثر حتما على أسعار الأسهم بصفة خاصة وعلى مؤشر السوق المالي بصفة عامة، حيث أن أسعار الصرف تؤثر على أسعار أسهم الشركات وعلى تنافسيتها.

حيث أن ارتفاع قيمة العملة المحلية سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج ومنه ارتفاع أسعار السلع المنتجة، مما يؤدي إلى انخفاض تنافسية هذه المنتجات في السوق، بالتالي انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة مما ينجر عن هذا الانخفاض ارتفاع في أسعار الفائدة وزيادة معدلات التضخم وبالتالي تغير اتجاه مؤشر السوق من الارتفاع إلى الانخفاض (درويش و آخرون، 2019، صفحة 236).

المبحث الثالث: ماهية الأسواق المالية العربية

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية، من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، وانطلاقاً من وعي الدول العربية بهذه الأهمية بادرت جلها بإنشاء وتطوير أسواقها المالية، وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاماً على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والحفاظ على مكانتها أن تولي اهتماماً كبيراً للأسواق المالية، وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات؛ الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو الأسواق المالية وزيادة كفاءتها.

وإن تعدد مزايا الأسواق المالية لا يعني أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية، فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية، لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية الناشئة، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية والإصلاح الاقتصادي، ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، أدركت الدول العربية هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات التي تحول بينها وبين تحقيق مساعيها نحو سوق مالية متطورة.

المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية العربية

لقد تضافرت عوامل ومتغيرات عديدة كان لها وزنها في توفير المناخ والبيئة الملائمة لتدعيم حركة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية، ومن بين هذه المتغيرات التي شهدتها معظم الدول العربية هو ذلك التحول والتوجه نحو إعطاء دور أكبر للمشروعات الخاصة في الحياة الاقتصادية، والذي كان كمحصلة طبيعية للتحول الاقتصادي العالمي وتبني معظم الدول العربية نظام اقتصاد السوق الحر الذي يتعاظم فيه دور القطاع الخاص البديل، وهو ما لا يمكن تحقيقه إلا بإنشاء الأسواق المالية.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

مرت الأسواق المالية العربية منذ نشأتها في بداية القرن الماضي بثلاثة مراحل رئيسية (البساط، 2007، صفحة 80):

أولاً: المرحلة الأولى

كانت بداية المرحلة الأولى بإنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 وبورصة القاهرة عام 1903، حيث تمكنت هذه الأخيرة من احتلال مكانتها كسوق مالية قوية، حتى أصبحت الأولى في أفريقيا والخامسة على مستوى الأسواق المالية العالمية، كما تم إنشاء بورصة لبنان سنة 1920، والتي ظلت معطلة حتى عام 1995 بسبب ظروف الحرب الأهلية في لبنان، يليها بعد ذلك إنشاء بورصة الدار البيضاء بالمغرب سنة 1929.

ثانيا: المرحلة الثانية

بعد توقف دام 40 سنة بدأت المرحلة الثانية بتأسيس بورصة تونس سنة 1969، تليها بورصة الكويت عام 1972، ثم بورصة الأردن سنة 1977، وبورصة السعودية سنة 1984، وبورصة البحرين سنة 1987.

ثالثا: المرحلة الثالثة

أما المرحلة الثالثة فقد كانت بعد توقف دام 13 سنة، حيث تم فيها تأسيس بورصة أبو ظبي، دبي، الدوحة، ثم بورصة الخرطوم وبورصة الجزائر سنة 2003، ثم تأسست بورصة فلسطين سنة 2004.

يتكون هيكل الأسواق المالية العربية من ثمانية عشر 18 سوقا، وتمثل في كل من الأسواق: السعودية، البحرين، أبو ظبي، الكويت، الأردن، مصر، المغرب، تونس، سلطنة عمان، دبي، قطر، لبنان، الجزائر، فلسطين، السودان، سوريا، العراق وليبيا، ويتم رصد تطور أداءها مجتمعة من خلال احتساب مؤشر مركب مرجح بالقيمة السوقية، ويضم المؤشر حاليا 16 سوقا ماليا عربيا باستبعاد ليبيا والعراق سنة 2018.

وعلى الرغم من الجهود المبذولة في سبيل تطوير هذه الأسواق، إلا أنها تعاني من بعض المعوقات التي تحول دون ذلك كمحدودية الأدوات المالية المتداولة بها، ما جعلها تتسم بالضعف وركود الأداء وانخفاض في أحجام التداول، على غرار ما تتسم به أسواق الدول المتقدمة.

الفرع الثاني: تطور الأسواق المالية العربية

في ظل التطورات التي شهدتها النظام المالي العالمي وتحديد الأسواق المالية، سعت الدول العربية إلى تطوير وتحديث أسواقها المالية وترسيخ ودعم قواعد ونظم العمل فيها، كما سعت كذلك إلى تحسين اللوائح والقوانين المنظمة للعمل، وتوفير المعلومات والحوافز المطلوبة لجذب الاستثمارات إلى الأسواق المحلية وتشجيع الاستثمار الأجنبي، وفي هذا الإطار تابعت الأسواق المالية العربية تطوير أطرها التشريعية والمؤسسية بما يتماشى مع المستجدات والتطورات على الساحتين المحلية والدولية، وتهدف هذه التطورات في مجملها إلى زيادة كفاءة السوق المالي وتعزيز الدور الرقابي له وتنشيط التعامل فيه، كما تهدف إلى تطوير الأنظمة الضريبية وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير المناخ الملائم لتلبية احتياجات المتعاملين واستحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى إيجاد فرص استثمارية لمختلف فئات المستثمرين، كما تهدف التطورات إلى تحسين سرعة وسهولة ودقة عمليات التداول وتعزيز الشفافية والإفصاح، هذا بالإضافة إلى الارتقاء بكفاءة العاملين في مجال أسواق الأوراق المالية والتشديد على قواعد السلوك المهني.

ويمكن إنجاز هذه التطورات كما يلي: (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وتطورات أسواق المال في الدول العربية، 2001، الصفحات 23-26)

أولاً: تطور النظم التشريعية والتنظيمية

انتهجت العديد من الدول العربية مختلف الإجراءات بهدف تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية المتعلقة بأسواقها المالية، من بينها القوانين الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية كقانون الأوراق المالية ولوائحه الداخلية، قانون الشركات، بالإضافة إلى قوانين وأنظمة استثمارية وضريبية متعلقة بالأوراق المالية، وفي هذا السياق لوحظ التوجه المتزايد لدى العديد من الدول العربية نحو فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في أسواقها المالية، فقامت كل من الأردن، عمان، الإمارات، مصر، المغرب، تونس، الجزائر، السعودية، فلسطين، قطر والعراق، إلى إعادة هيكلة أسواقها عن طريق فصل هذين الدورين، حيث أوكل الدور الرقابي إلى هيئات مستقلة تابعة للقطاع العام للرقابة على سوق رأس المال، وأوكل الدور التنفيذي إلى القطاع الخاص، في حين ذهبت بعض الأسواق المالية العربية إلى أبعد من ذلك، حيث قامت بخصخصة السوق، فقامت بورصة دبي بالتحويل إلى شركة مساهمة عامة تهدف إلى الربح، حيث طرحت جزءاً من أسهمها للاكتتاب العام، كما بدأت بورصة عمان منذ سنة 2016 بدراسة موضوع الخصخصة من أجل التحويل إلى شركة مساهمة عامة.

ثانياً: مكننة أنظمة التداول

تم تعديل وتطوير التعليمات والأنظمة المتعلقة بالتداول للعديد من الأسواق المالية العربية بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال، ما أدى إلى زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتسهيل التداول وتحقيق العدالة بين المتعاملين، وزيادة شفافية السوق.

ثالثاً: تعزيز الشفافية والإفصاح

أولت الأسواق المالية العربية اهتماماً كبيراً بزيادة درجة الإفصاح لتعزيز الدور الرقابي للسوق من جهة، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين وتعديل متطلبات السوق المالية بما يتماشى مع المعايير الدولية، فألزمت هذه الأسواق بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأصول المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن، إضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، وذلك من خلال إصدار نشرات يومية ودورية تضمن توفير هذه المعلومات، حيث أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عمالية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول من أهمها شركة Bloomberg وشركة Reuters، أما من جانب الشركات المدرجة فقد ألزمت هذه الأخيرة بتقديم تقاريرها بشكل دوري تتضمن معلومات كاملة عن الشركات والتي تتعلق بقيمة السهم الحقيقية والمراكز المالية وكفاءة الإدارة فيها والتوقعات المستقبلية الخاصة بأرباحها ونموها.

رابعاً: نشاط الوساطة

قامت العديد من الأسواق المالية العربية بوضع تعليمات تتعلق برفع مستوى معايير وقواعد السلوك المهني لدى شركات الوساطة وموظفيها وتحدد هذه التعليمات السلوكيات المهنية المطلوب توفرها في العاملين في مجال الوساطة، وألزمت كافة شركات الوساطة بضرورة تطبيق هذه القواعد، ما جعل هذه الشركات تقوم بتطوير أنشطتها وخدماتها وتوسيع مجالات التسويق وتغطية الإصدارات الأولية وإدارة المحافظ للغير.

خامسا: أنظمة التسوية والحفظ المركزي

اتجهت العديد من الأسواق المالية العربية إلى إنشاء مراكز إيداع وحفظ مركزي، تتميز بالكفاءة تطبيقا للمعايير الدولية في هذا المجال، حيث تقوم هذه المراكز بمزاولة تسجيل ونقل ملكية الأوراق بين الوسطاء الماليين، فبالنسبة للأسواق التي تمتلك أنظمة تداول الكترونية ومراكز للإيداع والتحويل يتم نقل ملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري الكترونيا فور إتمام الصفقة في اليوم نفسه، وتتم عملية التسوية من السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم الثاني لتاريخ إتمام الصفقة أما فيم يتعلق بباقي الأسواق فيتم نقل ملكية الأسهم بعد يوم واحد من تاريخ تنفيذ الصفقة وتتم عملية التسوية بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول كحد أقصى.

سادسا: تشجيع التعاون بين البورصات العربية

حققت الأسواق المالية العربية خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، من خلال عقد اتفاقيات تهدف إلى زيادة التعاون المشترك بين هذه الأسواق فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات، وتهدف الاتفاقيات أيضا إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك.

سابعا: تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية

يهدف المستثمر المؤسسي إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل، ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية، في حين أن المستثمر الفرد يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وأن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية وهذا من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصات العربية، لذا توجهت معظم الأسواق المالية العربية نحو تطوير دور المستثمر المؤسسي من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة، حيث سعت الأسواق المالية العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين بإدراج الصكوك الإسلامية والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وإنشاء صناديق الاستثمار.

ثامنا: مجال التخصصية وتشجيع الاستثمار الأجنبي

أدت برامج تخصصية مؤسسات وشركات القطاع العام إلى نقل ملكية أعداد متزايدة من شركات ومؤسسات القطاع العام إلى القطاع الخاص وذلك بطرح أسهمها من خلال هذه الأسواق، ما ساعد على تفعيل وتنشيط الأسواق المالية العربية، أما فيما يخص الاستثمار الأجنبي فقد تم إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار لتشجيع وجذب الاستثمار الأجنبي وفق أسس وضوابط محددة من جهة وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق من جهة أخرى، فكانت أسواق كل من مصر والمغرب والأردن ولبنان تتميز بالحرية الكاملة للاستثمار الأجنبي فيها، كما تم رفع نسبة التملك في أسواق كل من تونس وعمان والبحرين.

تاسعا: التطورات في أداء الأسواق

فيما يتعلق بأداء أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية سنة 1999 تحسنا في الأداء العام لهذه الأسواق، إذ ارتفع المؤشر مقارنة مع سنة 1998 بنسبة 9,8% ويعود هذا التحسن إلى الأداء المتميز للأسواق المالية في كل من السعودية وتونس ومصر، ذلك أن مؤشرات أسعار الأسهم في باقي الأسواق شهدت انخفاضا خلال العام، فقد ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق الأسهم السعودي بنسبة 31,7%، ويعزى ذلك إلى ارتفاع أسعار البترول والإجراءات التي اتخذتها السلطات لتعميق السوق وتطويره، ومنها السماح للأجانب بالاستثمار في صناديق الأسهم المحلية البالغة اثنتا عشر صندوقا، واعتزامها إنشاء جهاز جديد لتنظيم السوق الذي يتوقع له أن يوفر المزيد من الشفافية، كما ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق المال بمصر بنسبة 6,9%، وذلك نتيجة للإجراءات التي تم اتخاذها بهدف تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر وحماية الأسعار من التلاعب، شملت إعداد القواعد الخاصة ببيع الأوراق المالية وتأسيس صندوق ضمان التسويات وإلزام الشركات بتعزيز الإفصاح الكامل عن أي معلومات قد تؤثر على أسعار الأسهم.

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية

على الرغم من اختلاف الأسواق المالية العربية في نشأتها وتطورها والبيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية التي تعمل فيها إلا أنها تشترك في بعض الخصائص والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

الفرع الأول: ضيق نطاق السوق وضآلة حجمه

هناك مؤشران رئيسيان لقياس حجم السوق وهما: عدد الشركات المقيدة، ونسبة القيمة السوقية، حيث يعتبر عدد الشركات المقيدة في البورصة مؤشرا للدلالة على حجم السوق إلا أنه قد يكون غير معبرا نظرا لإمكانية أن يكون عدد الشركات مرتفعا لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا، لذا يجب أن يذكر بالموازاة مع المؤشر الثاني وهو نسبة القيمة السوقية، والذي يمثل نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية المقيدة إلى الناتج الداخلي الخام، حيث أن هذين المؤشرين لهما دلالة اقتصادية بالغة الأهمية ويعبران عن قدرة السوق المالي على تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمار ومن ثم النهوض بالاقتصاد القومي، وما يميز الأسواق المالية العربية هو صغر حجمها مقارنة بالأسواق المتقدمة أو حتى بالأسواق الناشئة الأخرى (حشايشي، 2018/2017، صفحة 98).

وتتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاقها من حيث انخفاض العرض من جهة، والذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، وانخفاض الطلب من جهة أخرى، والمتمثل في انخفاض عدد وحجم أوامر الشراء، حيث يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية حوالي 70 شركة، ويعتبر هذا العدد منخفضا مقارنة بالأسواق الناشئة التي تبلغ حوالي 112 شركة، والمتقدمة التي يصل فيها عدد الشركات حوالي 800 شركة (لعصامي، 2021/2020، صفحة 79).

الفرع الثاني: ضعف الفرص المتاحة للتنويع الاستثماري

إن الأسواق المالية العربية شأنها شأن البورصات الصغيرة في ضعف الفرص المتاحة للتنويع، والمتمثلة في ضعف الفرص المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سواء للأفراد المستثمرين أو المؤسسات المستثمرة، ويلاحظ في هذا المجال أن قطاع البنوك وقطاع المقاولات في معظم الأسواق المالية العربية هما القطاعان المسيطران على حجم التداول وأن سلوكيات المستثمر في البورصة أصبحت تحكمها سياسة القطيع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع الخدمات... الخ، هذا وتلعب الشائعات دور كبير في هذا المجال حيث يتركز التداول على سهمين أو ثلاثة في السوق (عبد الحميد، 2003، صفحة 232).

فالنقص في الأوراق المالية المطروحة والمتاحة للتداول وضع حداً للمستثمرين لتنويع محافظهم المالية، ما انجر عنه تقلبات شديدة في الأسعار نتيجة عدم وجود عدد كافي من الأوراق المالية التي تضمن الاستقرار في عوائد المحفظة الاستثمارية، كما يرجع المختصون شدة تقلبات حركة الأسعار في الأسواق المالية العربية، إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، ويوجد في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدة تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5% و10%، علماً أن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم للسوق أو خروجهم منها (حشايشي، 2018/2017، صفحة 103).

الفرع الثالث: ارتفاع درجة تركيز التداول

ويقصد بدرجة تركيز التداول نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتتنصف غالبية الأسواق المالية العربية بتركيز التداول على عدد محدود من الأسهم وقلة الأسهم النشطة، ويشير الخبراء الماليين إلى سببين رئيسيين لارتفاع درجة التركيز وهما: احتفاظ بعض كبار المساهمين بالأسهم الواعدة لفترة طويلة وحرمان السوق من تداول هذه الأسهم، وانخفاض جودة غالبية الأسهم المتداولة وبالخصوص أسهم شركات القطاع العام (سراي، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية، 2017/2016، صفحة 151).

الفرع الرابع: التقلبات الشديدة في الأسعار

توجد عدة عوامل تتحكم في حركة سير أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية، وعلى وجه الخصوص أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، التي تمثل حوالي ثلاثة أرباع حجم رأس المال الكلي للأسواق المالية العربية، وتؤكد نتائج الدراسات في هذا المجال وجود تكامل مشترك بين أسعار أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي من جهة وأسواق دول شمال إفريقيا المتمثلة في مصر، تونس والمغرب من جهة أخرى، الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المستجندات الإقليمية على أداء هذه الأسواق، هذا إلى جانب ارتباط أداء أسواق أسهم مجلس التعاون الخليجي بحركة أسعار البترول العالمية في المدى المتوسط، أما في المدى القريب (الأداء اليومي والأسبوعي) فإن سير الأسعار يتأثر بدرجة

كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات اقتصاديات المنطقة، وعموما فإن تقلبات الأسعار الحادة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي تمثل مصدر قلق للمستثمرين (بورزامة، 2012/2011، صفحة 233).

ومنه فإن الأسواق المالية العربية تتسم بالتذبذب الشديد في أسعارها، ويعود ذلك أساسا إلى محدودية الاستثمار المؤسسي، وضعف صناعة السوق، وتزايد المضاربة، وارتباط معظم الأسواق بأسعار النفط مما يجعلها عرضة لتقلبات هذه الأسعار، بالإضافة إلى ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق العربية.

الفرع الخامس: قصور وضعف الأطر التشريعية والمؤسسية

تتصف الأسواق المالية في الدول العربية بالقصور التشريعي والمؤسسي، فمن حيث القصور التشريعي نجد أن عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية تتوزع نصوصها القانونية بين مختلف القوانين واللوائح والنظم والتعليمات التي تصدرها جهات الاختصاص، وأن هذه النصوص بحاجة إلى إصلاح وتحديث، أما القصور المؤسسي فيتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة، ومؤسسات الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي، وقد انعكس هذا القصور على كفاءة الأسواق المالية وأدائها، كما أدى إلى اقتصار ممارسة المهنة على البنوك التجارية أو على سمسرة العقارات غير المختصين.

على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب والإجراءات التي اتخذتها الدول العربية في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها، فلا تزال أوجه الضعف في هذا المجال بادية في عدد من الجوانب، ويتمثل الجانب الأول في غياب الاستقلال الإداري لبعض الأسواق العربية وقلة الصلاحيات المخولة لهذه الأسواق وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية، ويتمثل الجانب الثاني في غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره، ومن أهم هذه المؤسسات نجد الشركات الصانعة للسوق ومؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة والتي من شأنها أن تقلل من مخاطر الإخفاق التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، كما تفتقر معظم الأسواق المالية العربية إلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، وإلى شركات الترويج وضممان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها، وضممان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة، والتي تلعب دورا مهما في نجاح عمليات الخوصصة عن طريق هذه الأسواق خاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها (سعيد، 2013/2012، الصفحات 135-136).

المطلب الثالث: معوقات نمو الأسواق المالية العربية

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواقا نامية، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة.

وفيما يلي أهم معوقات نمو الأسواق المالية العربية: (بن لكحل، 2015، صفحة 164)

الفرع الأول: معوقات تشريعية

تعاني معظم الأسواق المالية العربية من قصور في التشريعات التي تحكم نشاطها، خاصة فيما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين، فمنها أسواق لم تشهد أبدا صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفات المشبوهة، وبعض الأسواق العربية تفتقر إلى آلية الرقابة وضبط الممارسات غير الشرعية وبالتالي لا تشهد عقوبات بشكل قاطع للسلوكيات المخالفة لنظام السوق، وعدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

الفرع الثاني: معوقات تنظيمية

تظهر من خلال غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا، فهي مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها، كذلك غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب.

الفرع الثالث: المعوقات الهيكلية

وذلك من خلال تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية، إضافة إلى عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية، وعدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

الفرع الرابع: محدودية الأدوات المالية

تعاني الأسواق المالية العربية من ضآلة حجم وعدد الإصدارات، مما يجرم السوق من تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، ويرجع ذلك أساسا إلى النقاط التالية:

- 1) صغر حجم الأوراق المالية المعروضة في السوق نتيجة تباطؤ برامج الخصخصة، واعتماد الحكومة بدرجة كبيرة على سوق النقد في تمويل احتياجاتها المالية.
- 2) قصور نظام المعلومات الذي يفتقد في كثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط، مما يجعله غير مفيد خصوصا لصغار المدخرين والمستثمرين
- 3) الافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق المتمثلة في بنوك الاستثمار، التي توكل إليها مهمة صناعة الأسواق، لما تملكه من خبرات وقدرات مالية وبشرية، والقادرة على إنشاء المشاريع وتسعير إصدارها وضمان الترويج لعمليات الاكتتاب فيها.

4) ضالة وجود المحافظ المالية لدى بعض البنوك، التي تعتبر من أهم المؤسسات المالية التي يمكن أن تلعب دورا في تنشيط سوق الأوراق المالية، من خلال ما يمكن أن توظفه من أموال في الأوراق المالية بالسوق الأولي، إلى جانب تنشيطها لعملية التداول من خلال ما يمكن أن تطرحه هذه البنوك مما يجوزتها من أوراق مالية بالسوق الثانوي.

المطلب الرابع: مؤشرات الأسواق المالية العربية

لكل دولة عربية مؤشر رئيسي لسوقها المالية والذي يقيس الأداء العام لهذه السوق عن طريق إدراج جميع أسهم الشركات المدرجة فيه، كما أن للأسواق المالية العربية مؤشر عام موحد يقوم صندوق النقد العربي باحتسابه، ويجمع معظم الأسواق المالية العربية، وفيما يلي سيتم التعرف على مؤشر صندوق النقد العربي، ومؤشرات بعض الأسواق المالية العربية.

الفرع الأول: مؤشر صندوق النقد العربي

أولا: تعريف مؤشر صندوق النقد العربي

يقوم صندوق النقد العربي منذ سنة 1995 باحتساب مؤشر مركب يقيس تطور أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، علاوة على احتساب مؤشر خاص بكل سوق، وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش التسلسلي، والمختصة بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة، ويتم بشكل دوري تحديث عينة الشركات المدرجة في المؤشر بما يعكس التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف أي من الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، يضم المؤشر حاليا سبعة عشر سوقا ماليا عربيا (صندوق النقد العربي، النشرة الشهرية لأسواق المال العربية، 2020، صفحة 2).

ثانيا: حساب مؤشر صندوق النقد العربي

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل، والصيغة العامة للمؤشر هي: (صندوق النقد العربي، مؤشرات الصندوق، بلا تاريخ)

$$\begin{aligned} & \checkmark \text{ عندما تكون } i < 1 \quad X_i = (M_i/B_i) \cdot 100 \\ & \checkmark \text{ عندما تكون } i = 1 \quad B_i = B_{i-1} \cdot M_i/M_{ad} \quad \text{فإن : } X_i = 100 \quad , \quad B_i = M_i \end{aligned}$$

حيث أن:

$$X_i = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

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

$$M_i = \text{القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة } i$$

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

✓ القيمة السوقية (M) = مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر، والقيمة السوقية لكل سهم: $P_i * n_i$

حيث أن: P_i آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i . و n_i عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i .

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

$$M_{ad} = M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1}$$

حيث أن:

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

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

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

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

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

وتستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة، ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

ثالثاً: طريقة اختيار العينات في المؤشر المركب

يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في أربعة عشر سوقاً، وهي الأسواق في كل من الأردن، البحرين، تونس، السعودية، سوريا، عمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، أبو ظبي، دبي، قطر، فلسطين.

ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية.

يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- 1) القيمة السوقية.
- 2) معدل دوران السهم.
- 3) تصنيف الشركات قطاعيا.

الفرع الثاني: أهم مؤشرات أسواق المالية في الدول العربية

توجد العديد من مؤشرات أسواق المال العربية وسنختار المؤشر الأكثر شيوعا لكل بلد عربي (قبلان، 2011، صفحة 106):

1) مؤشر سوق عمان المالي (الأردن)

بدأ سوق عمان المالي احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية في سنة 1992 وبدأت فترة الأساس بـ 100 نقطة، وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 60 شركة سنة 1994 و 70 شركة سنة 2001.

2) مؤشر سوق البحرين المالية (البحرين): بدأ إنشاء المؤشر سنة 1989 وهو يحتسب بطريقة رسمية السوق ومرجح للشركات المدرجة في السوق.

3) مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (الكويت): وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الكويت.

4) المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية): وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما SAMA وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي.

5) مؤشر مازي MAZI في المغرب: وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية، لكونه مؤشرا شامل للأسهم المغربية، وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء.

6) مؤشر مسقط للأوراق المالية (عمان): وهو المؤشر العام للسوق في عمان للشركات المدرجة فيه.

7) مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية في قطر: وتم إطلاق هذا المؤشر سنة 1986 بـ 100 نقطة وهو يحتسب على أساس المعادلة التالية:

مؤشر سوق الدوحة = إجمالي القيمة السوقية لـ 20 شركة مدرجة في المؤشر × مؤشر الأسعار ليوم الأساس / إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر.

8) مؤشر بلوم في لبنان Blom30: وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان سنة 1996 وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ 2,3 مليون دولار.

9) مؤشر كاس CASE في مصر: وضع المؤشر 1998 وهو يضم سوقي القاهرة والإسكندرية، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة ويضم 30 شركة.

المبحث الرابع: تحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2018

مرت الأسواق المالية العربية خلال فترة الدراسة بتقلبات عديدة منها إيجابية وأخرى سلبية نظرا لتأثير العديد من العوامل والأحداث على أداء هذه الأسواق، كانعكاس التطورات الاقتصادية الدولية، وتذبذب معدلات التضخم والأسعار العالمية للبتروول وأسعار الفائدة الأمريكية، بالإضافة إلى الأزمات المالية العالمية، وفيما يلي سنستعرض تحليل تطور بعض مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2018.

المطلب الأول: تحليل تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2018

يقيس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أداء الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بياناته، ويعتمد الصندوق في احتساب هذا المؤشر على معاملة كافة الأسهم بالأسواق المشاركة وكأنها سوق واحد، ويتم احتسابه مقوماً بالدولار الأمريكي، والجدول التالي يرصد تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة من 2000 إلى 2018:

الجدول رقم (1-2): تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2000 - 2018)

السنة	قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (نقطة)	قيمة التغير عن السنة السابقة (نقطة)	نسبة التغير (%)
2000	102,21	12,09 -	10,58 -
2001	100,08	2,10 -	2,05 -
2002	100,71	0,60	0,60
2003	141,87	41,16	40,87
2004	215,67	73,80	52,02
2005	413,30	197,63	91,64
2006	237,70	175,60 -	42,49 -
2007	328,70	91,00	38,28
2008	166,20	162,50 -	49,44 -
2009	196,30	30,10	18,11
2010	292,26	95,96	48,88
2011	257,63	34,63 -	11,85 -
2012	262,00	4,37	1,70

18,63	48,80	310,80	2013
3,25	10,10	320,90	2014
- 38,58	- 123,80	197,10	2015
24,51	48,30	245,40	2016
11,94	29,30	274,70	2017
16,02	44,00	318,70	2018

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي

للسنوات من 2000 إلى 2018

من خلال الجدول أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعاً في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية المشاركة في القاعدة في نهاية سنة 2000، إذ انخفض بنسبة 10,6% مقارنة مع سنة 1999 ليبلغ 102,21 نقطة نهاية سنة 2000، ثم واصل أداءه الضعيف ليبلغ 100,08 نقطة سنة 2001 بانخفاض قدره 2,08%، ليشهد في نهاية سنة 2002 تحسناً طفيفاً في الأداء العام نسبته 0,6% مقارنة بسنة 2001 ليبلغ قيمة 100,71 نقطة، ويرجع هذا التحسن بشكل عام إلى الأداء الجيد الذي حققته معظم الشركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال هذا العام، وإلى التطورات والإجراءات التي اتخذتها معظم الأسواق العربية لتحسين أدائها (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2003، صفحة 18).

ونتيجة للتطورات السابقة الذكر وما رافقها من عوامل أخرى إيجابية ومن أهمها تحقيق الشركات المدرجة في الأسواق العربية أرباحاً مجزية خلال سنة 2003، فقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً كبيراً في جميع مؤشراتهما، حيث أظهر المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لقياس أداء هذه الأسواق في نهاية عام 2003 ارتفاعاً كبيراً بلغت نسبته 40,87% ليصل إلى 141,87 نقطة مقارنة مع سنة 2002، ويعتبر هذا المستوى أعلى مستوى بلغه مؤشر الصندوق منذ أن بدأ الصندوق في احتسابه في سنة 1994 (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2004، صفحة 18).

ثم ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي من 141,87 نقطة سنة 2003 إلى 215,7 نقطة سنة 2004، أي بزيادة نسبتها 52%، كما ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي سنة 2005 بنسبة 91,64% عن السنة السابقة، حيث بلغ 413,3 نقطة في نهاية سنة 2005، وهو أعلى رقم سجله المؤشر منذ بداية احتسابه، وجاء هذا التحسن في أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي نتيجة لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في الدول العربية، حيث ارتفعت أسعار البترول العالمية إلى مستويات عالية واستمرار تدني أسعار الفائدة، فقد أدت فوائض الإيرادات البترولية والطفرة في السيولة المحلية التي نتجت عنها زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وذلك في ضوء استمرار تدني أسعار الفائدة، وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مما عزز ثقة المستثمرين في تنشيط حركة الأسواق المالية في المنطقة (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2005، صفحة 16).

ثم أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال سنة 2006 انخفاضاً كبيراً بلغت نسبته حوالي 42,49% ليصل إلى حوالي 237 نقطة في نهاية سنة 2006 مقارنة مع 413 نقطة في نهاية سنة 2005 ويعزى هذا التراجع في الأداء العام لأسواق المال العربية إلى عدة عوامل منها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعياً نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها، الأمر الذي استلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر سنة 2005 وحتى نهاية 2006 (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2007، صفحة 143).

ثم ارتفع المؤشر بنسبة 38,3% ليصل إلى 328,7 نقطة في نهاية سنة 2007، ويرجع هذا الأداء إلى الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين، كذلك استمرت الجهود المتعلقة بتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيود المركزي لبلوغ مستويات أداء عالية (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2008، صفحة 136).

وبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق العربية خلال سنة 2007 وفي بداية 2008، عادت مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية هبوطاً لينخفض المؤشر المركب بنسبة 49,44% عما سجله السنة السابقة ليصل إلى 166,2 نقطة في نهاية سنة 2008، ويعود ذلك إلى التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية العربية خاصة في النصف الثاني من سنة 2008 أعقاب الأزمة المالية العالمية، وما أنتجت من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، كما تأثرت، بشكل غير مباشر، بالتباطؤ في النشاط الاقتصادي والاستثماري الحقيقي مما أثر ذلك على أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وريحتها (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2010، صفحة 155).

ثم يعود ويرتفع المؤشر مرة أخرى سنتي 2009 و2010، بنسبة 18,11% عن سنة 2008 ليصل إلى 196,3 نقطة في نهاية سنة 2009، وارتفع بنسبة 48,88% عن سنة 2009 ليصل إلى 292,26 نقطة في نهاية 2010، ويعكس هذا الارتفاع تعافي واستقرار أسواق المال العربية من تأثيرات الأزمة المالية العالمية، وما عزز هذا الاستقرار النسبي هو ارتفاع تقديرات النمو الاقتصادي لأغلب الدول العربية وخاصة البترولية منها، مستفيدة بذلك من تحسن أسعار البترول.

وفي سنة 2011 أظهر المؤشر المركب للصندوق تراجعاً بنسبة 11,85% مقارنة بالسنة الماضية ليصل إلى 257,63 نقطة، وكان هذا عقب تفاقم أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو ابتداءً من النصف الثاني لسنة 2011، والذي استمر لنهاية العام وما صاحبه من تداعيات انعكست سلباً على آفاق الاقتصاد العالمي وثقة المستثمرين، لتشهد البورصات العالمية والأسواق الناشئة تراجعاً كبيراً، وقد تأثرت البورصات العربية، وخاصة تلك الأكثر ارتباطاً بالأسواق العالمية بهذه التطورات، لتعاود مؤشرات أسعارها الانخفاض مجدداً، بالإضافة إلى التقلبات الأمنية والسياسية التي شهدتها معظم الدول العربية سنة 2011.

وبحلول سنة 2012 أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي نموا طفيفا بنسبة 1,7% عن سنة 2011 ليصل إلى 262 نقطة في نهاية 2012، ويعود الأداء الضعيف للمؤشر إلى استمرار تداعيات أزمة الديون السيادية وانعكاسها سلبا على الاقتصاد العالمي.

ويواصل المؤشر ارتفاعه خلال سنتي 2013 و2014، ليصل في نهاية 2013 إلى 310,80 نقطة مرتفعا بنسبة 18,63% عن سنة 2012، حيث شهدت سنة 2013 ترقية بعض الأسواق العربية إلى مرتبة أسواق ناشئة، وارتفع المؤشر في نهاية 2014 بنسبة 03,25% عن السنة السابقة ليصل إلى 320,9 نقطة.

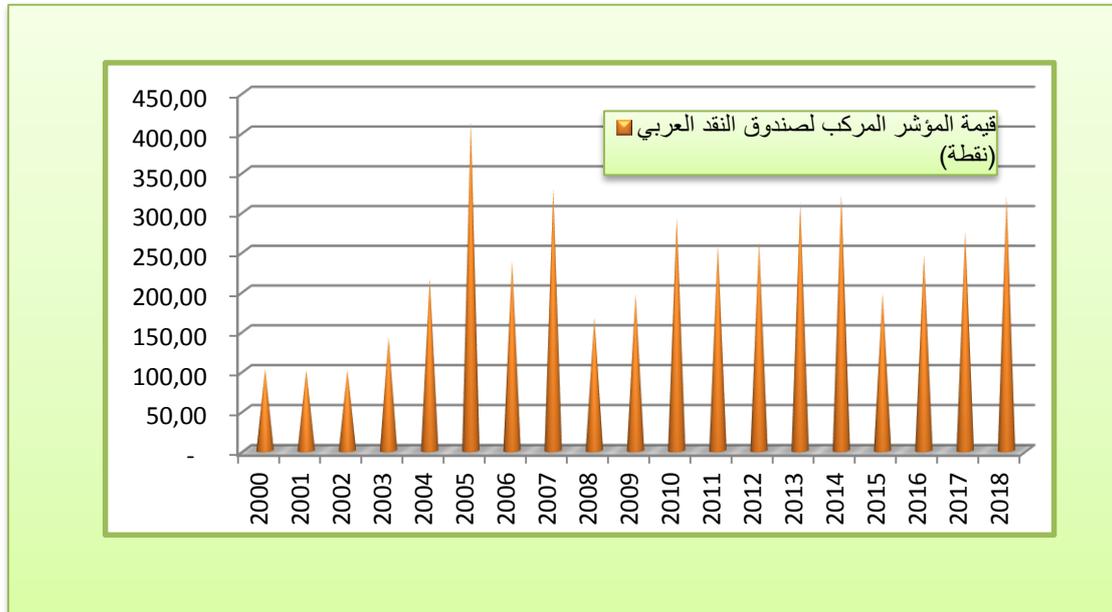
ويمكن تقسيم سنة 2014 إلى فترتين رئيسيتين، الفترة الأولى في الثمانية شهور الأولى من السنة والفترة الثانية في الأربعة شهور الأخيرة من سنة 2014، حيث تميزت الفترة الأولى باستمرار الاتجاه الإيجابي لمؤشرات الأسواق المالية العربية، واستمرار التدفق الإيجابي في تعاملات المستثمر الأجنبي لمجموع البورصات العربية، وتعتبر هذه الفترة امتدادا للاتجاه الإيجابي الذي كان سائدا في السنة الماضية، كما تميزت الفترة الأولى من 2014 بتحقيق أسعار البترول العالمية مستويات مرتفعة مستقرة حول سعر 100 دولار للبرميل، إلى جانب تحسن الأوضاع الأمنية والسياسية في عدد من الدول العربية التي كانت تشهد حالة عدم استقرار بداية من 2011، أما الفترة الثانية من سنة 2014 فقد ميزها بشكل أساسي صدمة انهيار أسعار البترول العالمية، حيث شهدت هذه الأخيرة تراجعا حادا في مستوياتها مسجلة انخفاضا بنحو 50%، ما أثار موجة هلع وارتباك بين أوساط المتعاملين في البورصات العربية وفقدانها الكثير من المكاسب التي حققتها في الثمانية شهور الأولى (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2015، صفحة 178).

أما في سنة 2015 فقد سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي انخفاضا كبيرا بنسبة 38,58% عن سنة 2014 ليصل إلى 197,1 نقطة، بسبب الأداء السلبي للأسواق المالية العربية، الذي يعود بشكل رئيسي إلى استمرار انهيار أسعار البترول والذي بلغ حدته بداية من النصف الثاني من السنة لتصل أسعار البترول إلى ما دون الـ 40 دولار للبرميل، حيث أثر ذلك على نمو الاقتصاد العالمي وعلى أداء الأسواق المالية العالمية.

وبعد الأداء السلبي لسنة 2015، عاد المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إلى الارتفاع مجددا ليشهد فترة انتعاش خلال السنوات الثلاث 2016، 2017 و2018، ليبيد المؤشر ارتفاعا سنة 2016 بنسبة 24,51% عن سنة 2017 ليبلغ 245,40 نقطة، وارتفع سنة 2017 بنسبة 11,94% عن السنة السابقة ليبلغ 274,70 نقطة، أما في سنة 2018 فارتفع المؤشر بنسبة 16,02% عن السنة السابقة ليصل إلى 318,7 نقطة وهي قيمة لم يشهدها منذ سنة 2014، ويعود تحسن أداء المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إلى تحسن أداء الأسواق المالية العربية الراجع إلى عاملين رئيسيين وهما تعويم سعر صرف الجنيه المصري، وارتفاع أسعار البترول العالمية، نتيجة قرار منظمة المصدر للبترو أوبك بخفض إنتاجها من البترول للحد من تراجع أسعاره.

ومن خلال الجدول (1-2) يمكن استخلاص الشكل التالي والذي يرصد تحركات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي:

الشكل (1-3): تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL اعتمادا على بيانات الجدول (1-2) السابق.

وبهذا المنحنى البياني يحتتم تحليل تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2000-2018).

المطلب الثاني: تحليل تطور مؤشر القيمة السوقية في الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2018

تمثل القيمة السوقية للأسواق المالية رسمية السوق وهي القيمة الإجمالية للشركات المدرجة في السوق، ممثلة بالدولار حيث يتم احتسابها بناء على سعر السوق الحالي لأسهمها وإجمالي عدد الأسهم القائمة، وتستخدم القيمة السوقية في الأسواق المالية لمقارنة حجم الأسواق وتصنيفها بين المستثمرين والمحللين، فالقيمة السوقية مؤشر من مؤشرات أداء الأسواق المالية، وهي إحدى المعايير التي يعتمد عليها المستثمرون في تحليل السوق، حيث تعطي تصورات عن حجم وأهداف السوق المالي المراد الاستثمار فيه، ويمكن أن تشهد القيمة السوقية تذبذبات على مدى الزمن، وتتأثر بشكل كبير بالوضع الاقتصادي، حيث تتراجع القيمة السوقية خلال فترات الركود، وترتفع خلال فترات التوسع الاقتصادي.

والجدول الموالي يرصد تطور مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة من 2000 إلى 2018:

الجدول (1-3): تطور مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000 – 2018)

السنة	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة التغير عن السنة السابقة (مليون دولار)	نسبة التغير (%)
2000	148 158,38	- 1 242,05	- 0,83
2001	152 230,05	4 071,67	2,75
2002	208 858,11	56 628,06	37,20
2003	361 824,69	152 966,58	73,24
2004	622 422,24	260 597,55	72,02
2005	1 290 938,00	668 515,76	107,41
2006	888 100,00	- 402 838,00	- 31,21
2007	1 338 600,00	450 500,00	50,73
2008	769 589,00	- 569 011,00	- 42,51
2009	903 427,00	133 838,00	17,39
2010	997 150,00	93 723,00	10,37
2011	894 130,00	- 103 020,00	- 10,33
2012	940 490,00	46 360,00	5,18
2013	1 137 700,00	197 210,00	20,97
2014	1 203 000,00	65 300,00	5,74
2015	1 062 820,00	- 140 180,00	- 11,65
2016	1 106 930,00	44 110,00	4,15
2017	1 132 280,00	25 350,00	2,29
2018	1 201 930,00	69 650,00	6,15

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير الاقتصادية العربي الموحد لصندوق النقد العربي

للسنوات من 2000 إلى 2018.

من خلال الجدول أظهر مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية المدرجة في القاعدة تراجعاً طفيفاً في نهاية سنة 2000، إذ انخفض بنسبة 0,83% مقارنة مع سنة 1999 ليبلغ 148158,38 مليون دولار نهاية سنة 2000، ثم شهدت القيمة السوقية ارتفاعاً طفيفاً سنة 2001، حيث بلغت الـ 152230,05 مليون دولار بارتفاع قدره 2,75% عن السنة السابقة، لتحقيق في نهاية سنة 2002 ارتفاعاً جيداً في الأداء العام بلغت نسبته 37,2% مقارنة بسنة 2001 حيث وصلت قيمتها إلى 208858,11 مليون دولار، ويعود هذا التحسن بشكل عام إلى الأداء الجيد الذي حققته معظم الشركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال هذا العام، وإلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق، بالإضافة إلى التطورات والإجراءات التي اتخذتها معظم الأسواق العربية (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2003، صفحة 18).

ونتيجة للتطورات السابقة الذكر وما رافقها من عوامل أخرى إيجابية ومن أهمها، تحقيق الشركات المدرجة في الأسواق العربية أرباحاً مجزية خلال سنة 2003، فقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً كبيراً في جميع مؤشراتهما، حيث أظهر مؤشر القيمة السوقية في نهاية 2003 ارتفاعاً كبيراً بلغت نسبته 73,24% لتصل القيمة السوقية إلى 361824,69 مليون دولار مقارنة مع العام الذي سبقه، ويرجع هذا الارتفاع الكبير في القيمة السوقية سنة 2003 إلى عدة عوامل أهمها ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير خاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر، نتيجة لزيادة أرباحها وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيدة، وحصول البعض منها على عقود لعمليات إعادة الإعمار في العراق، كما يرجع ارتفاع القيمة السوقية كذلك إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية العربية وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2004، صفحة 19).

ثم ارتفع مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية إلى 622422,24 مليون دولار سنة 2004، أي بزيادة نسبتها 72,02% عن السنة السابقة، كما ارتفع هذا المؤشر بنسبة 107,41% سنة 2005 حيث بلغ 1290983 مليون دولار في نهاية هذه السنة، وهو أعلى رقم سجلته القيمة السوقية منذ بداية احتسابها، وجاء هذا التحسن في أداء مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية نتيجة لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في الدول العربية، حيث ارتفعت أسعار البترول العالمية إلى مستويات عالية واستمر تدني أسعار الفائدة، فقد أدت فوائض الإيرادات البترولية والطفرة في السيولة المحلية التي نتجت عنها زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في البورصات المحلية، وذلك في ضوء استمرار تدني أسعار الفائدة، وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مما عزز ثقة المستثمرين في تنشيط حركة أسواق الأوراق المالية في المنطقة (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2005، صفحة 16).

ثم أظهر مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية سنة 2006 انخفاضاً كبيراً بلغت نسبته حوالي 31,21% عن السنة السابقة ليصل إلى 888100 مليون دولار في نهاية سنة 2006 مقارنة مع 1290983 مليون دولار في نهاية سنة 2005 ويعود التراجع في القيمة السوقية والأداء العام لأسواق المال العربية إلى عدة عوامل منها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين

السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعياً لضعف بنية هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2007، صفحة 143).

وارتفع مؤشر القيمة السوقية في نهاية سنة 2007 بنسبة 50,73% عن السنة السابقة، ليصل إلى 1338600 مليون دولار، ويرجع هذا الأداء إلى الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية، وذلك بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2008، صفحة 136).

وبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق المالية العربية خلال سنة 2007 وبداية 2008، تراجعت مؤشراتها لتتخلف القيمة السوقية بنسبة 42,51% عن السنة السابقة لتصل إلى 769589 مليون دولار في نهاية سنة 2008، ويعود ذلك إلى التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية العربية أعقاب الأزمة المالية العالمية وما نتج عنها من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2010، صفحة 155).

ثم ارتفع مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية مرة أخرى سنة 2009 بنسبة 17,39% عن السنة السابقة ليصل إلى 903427 مليون دولار في نهاية سنة 2009، وواصل مؤشر القيمة السوقية ارتفاعه سنة 2010 بنسبة 48,88% عن السنة السابقة ليصل إلى 292,26 مليون دولار في نهاية 2010، وتعكس الزيادة في القيمة السوقية تحسن مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق العربية خلال سنتي 2009 و2010، نتيجة بداية تعافي واستقرار الأسواق المالية العربية من تأثيرات الأزمة المالية العالمية، ويعود هذا الاستقرار النسبي إلى ارتفاع تقديرات النمو الاقتصادي لأغلب الدول العربية وخاصة البترولية منها، مستفيدة بذلك من تحسن أسعار البترول.

وفي سنة 2011 أظهر مؤشر القيمة السوقية تراجعاً بنسبة 10,33% مقارنة بالسنة الماضية لتصل إلى 894130 مليون دولار، وكان هذا عقب تفاقم أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو ابتداءً من النصف الثاني لسنة 2011، والذي استمر لنهاية السنة، لتشهد البورصات العالمية والأسواق الناشئة تراجعات كبيرة، وقد تأثرت البورصات العربية، وخاصة تلك الأكثر ارتباطاً بالأسواق العالمية بهذه التطورات، لتعاود مؤشرات أسعارها بالانخفاض مجدداً، بالإضافة إلى التقلبات الأمنية والسياسية التي شهدتها معظم الدول العربية سنة 2011.

وبحلول سنة 2012 أظهر مؤشر القيمة السوقية نمواً طفيفاً بنسبة 5,74% عن سنة 2011 لتصل القيمة السوقية إلى 940490 مليون دولار في نهاية 2012، ويعود الأداء الضعيف للمؤشر إلى استمرار تداعيات أزمة الديون السيادية وانعكاسها سلباً على الاقتصاد العالمي.

ويواصل مؤشر القيمة السوقية ارتفاعه خلال سنتي 2013 و2014، ليصل في نهاية 2013 إلى 1137700 مليون دولار مرتفعاً بنسبة 20,97% عن سنة 2012، حيث شهدت سنة 2013 ترقية بعض الأسواق العربية إلى مرتبة أسواق ناشئة، وارتفع مؤشر القيمة السوقية مرة أخرى في نهاية 2014 بنسبة 5,74% عن السنة السابقة ليصل إلى 1203000 مليون دولار، حيث شهدت

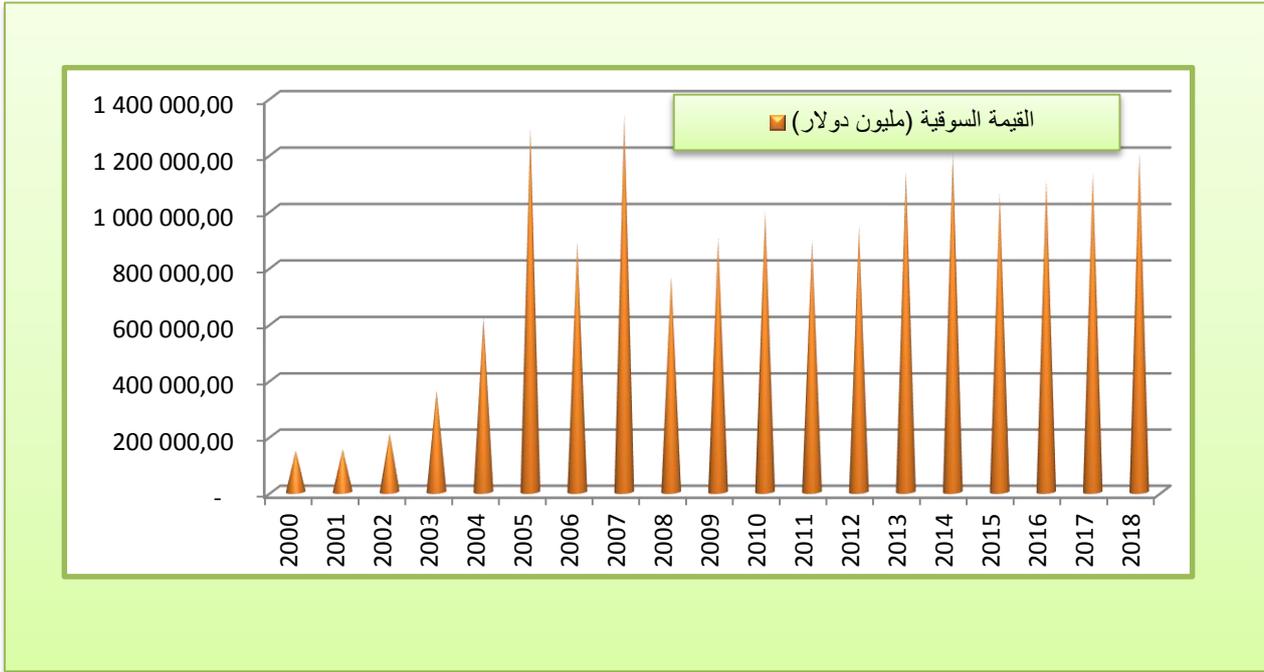
القيمة السوقية في الثمانية شهور الأولى من سنة 2014 ارتفعا في قيمتها، ويعود ذلك إلى استمرار التدفق الإيجابي في تعاملات المستثمر الأجنبي لمجموع البورصات العربية، وارتفاع أسعار البترول العالمية إلى مستويات كبيرة، أما في الأربعة أشهر الأخيرة من سنة 2014 فقد شهدت القيمة السوقية انخفاضا ويعود ذلك بشكل أساسي إلى صدمة انخيار أسعار البترول العالمية، حيث شهدت هذه الأخيرة تراجعاً حاداً في مستوياتها، ما أثار موجة هلع وارتباك بين أوساط المتعاملين في البورصات العربية أدى إلى فقدانها الكثير من المكاسب التي حققتها في الثمانية أشهر الأولى (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2015، صفحة 178).

أما في سنة 2015 فقد سجل مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية انخفاضا كبيرا بنسبة 11,65% عن سنة 2014 ليصل إلى 1062820 مليون دولار في نهاية 2015، بسبب الأداء السلبي للأسواق المالية العربية، والذي يعود بشكل رئيسي إلى استمرار انخيار في أسعار البترول والذي بلغ حدته بداية من النصف الثاني من السنة.

وبعد الأداء السلبي لسنة 2015، سجل مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية ارتفاعاً طفيفاً خلال السنوات الثلاث 2016، 2017 و 2018، ليبدى مؤشر القيمة السوقية ارتفاعاً سنة 2016 بنسبة 4,15% عن السنة السابقة ليبلغ 1106930 مليون دولار، وارتفع سنة 2017 بنسبة 2,29% لتبلغ القيمة السوقية 1132280 مليون دولار، أما في سنة 2018 فارتفع مؤشر القيمة السوقية بنسبة 6,15% لتصل إلى 1201930 مليون دولار وهي قيمة لم تشهدها القيمة السوقية منذ سنة 2014، ويعود تحسن أداء مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية إلى تحسن أداء الأسواق المالية العربية الراجع إلى عاملين رئيسيين وهما تعويم سعر صرف الجنيه المصري، وارتفاع أسعار البترول العالمية، نتيجة قرار منظمة المصدرة للبترول أوبك بخفض إنتاجها من البترول للحد من تراجع أسعاره.

ومن خلال الجدول رقم (1-3) يمكن استخلاص الشكل التالي والذي يرصد تحركات مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية في الفترة (2000-2018):

الشكل (1-4): تطور مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL اعتماداً على بيانات الجدول (1-3) السابق.

وبهذا المنحنى البياني يختتم تحليل تطور مؤشر القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018).

المطلب الثالث: تحليل تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)

يعبر مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية عن حجم التداول في هذه الأسواق، وهو أحد أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية، وتمثل عدد الصفقات أو الأسهم المشتراة أو المباعة خلال فترة زمنية محددة، وهو ما يعكس الاهتمام العام للمتداولين في أصل معين، فكلما كانت الصفقات المحررة في السوق أكثر وأحجامها أكبر كان نشاط المتداولين أعلى.

ويمكن تتبع تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية من خلال الجدول التالي:

الجدول (1-4): تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)

السنة	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	قيمة التغير عن السنة السابقة (مليون دولار)	نسبة التغير (%)
2000	36 538,93	944,77	2,65
2001	42 687,85	6 148,92	16,83
2002	65 400,00	22 712,15	53,21

252,32	165 017,00	230 417,00	2003
146,64	337 872,00	568 289,00	2004
- 74,75	- 424 789,00	143 500,00	2005
17,42	25 000,00	168 500,00	2006
557,63	939 600,00	1 108 100,00	2007
- 9,95	- 110 230,00	997 870,00	2008
- 34,51	- 344 370,00	653 500,00	2009
- 41,69	- 272 470,40	381 029,60	2010
3,25	12 370,60	393 400,20	2011
58,72	231 001,90	624 402,10	2012
756,65	4 724 523,90	5 348 926,00	2013
- 84,38	- 4 513 587,50	835 338,50	2014
- 30,07	- 251 187,60	584 150,90	2015
- 27,71	- 161 859,80	422 291,10	2016
- 20,72	- 87 499,80	334 791,30	2017
- 3,46	- 11 590,40	323 200,90	2018

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي

للسنوات من 2000 إلى 2018.

من خلال الجدول أظهر مؤشر قيمة الأسهم المتداولة للأسواق المالية العربية المدرجة في القاعدة نموًا طفيفًا، حيث ارتفعت أحجام التداول في أسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2000 مقارنة بالسنة السابقة، لترتفع قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 2,6% لتبلغ حوالي 36538,93 مليار دولار مقارنة مع 35594,16 مليار دولار خلال سنة 1999، أما في سنة 2001 فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنة بنسبة 16,83% لتبلغ حوالي 42687,85 مليار دولار، ثم واصلت ارتفاعها خلال سنة 2002 لتبلغ 65400 مليار دولار، أي بزيادة نسبتها 53,21% عن سنة 2001.

وفي سنة 2003 شهدت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية ارتفاعًا كبيرًا مقارنة مع السنة السابقة، حيث ارتفعت بنسبة 252,3% لتبلغ نحو 230417 مليار دولار سنة 2003، وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي أعلى ارتفاع مقارنة مع الأسواق الأخرى إذ بلغت نسبته 414,5% لتبلغ قيمة الأسهم المتداولة في هذا السوق ما يقارب 160 مليار دولار أي

ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية، ويرجع هذا التحسن بشكل عام إلى الأداء الجيد الذي حققته معظم الشركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال هذه السنة، وإلى التطورات والإجراءات التي اتخذتها معظم الأسواق العربية لتحسين ولتطوير أداؤها.

وواصلت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعها الكبير سنة 2004 بنسبة 146,64% عن السنة السابقة لتبلغ نحو 568289 مليار دولار، واستمرت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية ارتفاعها الكبير خلال سنة 2005، حيث ارتفعت هذه القيمة بنسبة 152,48% لتبلغ حوالي 1434800 مليار دولار في نهاية السنة، ويعود استمرار الأسواق المالية العربية في أداؤها الجيد خلال الثلاث سنوات الأخيرة، إلى عدة عوامل أبرزها الزيادة الكبيرة في السيولة المحلية الناتجة عن استمرار الارتفاع في الإيرادات البترولية حيث ارتفعت أسعار البترول العالمية إلى مستويات عالية، وما رافق ذلك من توسع في الاكتتابات العامة في الدول العربية مجتمعة، كذلك ساهمت الظروف الاقتصادية المواتية والإصلاحات الاقتصادية في الدول العربية في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والاقتصادي لهذه الدول، مما أثر بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في أسواق الأسهم وتعزيز فرص جذب الاستثمار الأجنبي إلى تلك الأسواق (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2005، صفحة 16).

ثم شهدت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال سنة 2006 انخفاضا كبيرا بلغت نسبته حوالي 88,26% ليصل إلى حوالي 168500 مليون دولار في نهاية سنة 2006 مقارنة مع 1434800 مليون دولار في نهاية سنة 2005، ويعود التراجع في قيمة الأسهم المتداولة والأداء العام لأسواق المال العربية إلى عدة عوامل منها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها، الأمر الذي استلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر سنة 2005 وحتى نهاية سنة 2006 (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2007، صفحة 143).

وفي سنة 2007 عادت وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 557,63% عن السنة السابقة، ليصل إلى 1108100 مليون دولار، ويرجع هذا الأداء إلى الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية، وذلك بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2008، صفحة 136).

وبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق العربية خلال سنة 2007، تراجع أداؤها في السنة الموالية، لتتخفص قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 9,95% عما سجلته السنة السابقة لتصل إلى 997870 مليون دولار في نهاية سنة 2008، ويعود ذلك إلى التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية العربية أعقاب الأزمة المالية العالمية وما أنتجتته من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين.

وواصلت أحجام التداول تراجعها خلال سنة 2009، حيث انخفضت قيمة الأسهم المتداولة وللجنة الثانية على التوالي بنسبة بلغت نحو 34,51% مقارنة بالسنة السابقة، لتصل إلى 653500 مليار دولار نهاية سنة 2009، وواصلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضها سنة 2010 بنسبة 41,69% عن سنة السابقة، لتصل إلى 381029 مليون دولار في نهاية 2010، وبالرغم من بداية تعافي واستقرار أسواق المال العربية من تأثيرات الأزمة المالية العالمية، وارتفاع تقديرات النمو الاقتصادي لأغلب الدول العربية، مستفيدة بذلك من تحسن أسعار البترول، إلا أن معظم الأسواق العربية قد شهدت تراجعاً في حجم التداول، عاكسة بذلك مخاوف المستثمرين خاصة الأجانب من الانكشاف على الأسواق المالية العربية نظراً لتأثيرات الأزمة المالية العالمية من جهة، وتداعيات أزمة ديون شركات دبي من جهة أخرى (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2011، صفحة 143).

هذا واستمرت ظاهرة شح السيولة ملازمة للأسواق العربية خلال سنة 2011، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال سنة 2011 حوالي 393400 مليار دولار، أي ارتفعت بنسبة 3,25% فقط مقارنة بسنة 2010، وبالرغم من أن حجم التداول الإجمالي لمجموع البورصات العربية قد شهد ارتفاعاً نسبياً خلال سنة 2011، إلا أن هذا الارتفاع النسبي قد نتج فقط عن التحسن في السيولة في السوق المالية السعودية وبدرجة أقل في البورصة القطرية، مع دخول بعض صناديق الاستثمار في ذلك، في حين كان هناك تراجع واضح في نشاط التداول لدى الأسواق والبورصات العربية الأخرى مقارنة بسنة 2010 (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2012، صفحة 155).

وبحلول سنة 2012 أظهرت قيمة الأسهم المتداولة نمواً طفيفاً قدرت نسبته 5,74% عن سنة 2011 ليصل إلى 940490 مليون دولار في نهاية السنة، ويعود الأداء الضعيف للمؤشر إلى استمرار تداعيات أزمة الديون السيادية وانعكاسها سلباً على الاقتصاد العالمي.

لكن سرعان ما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة سنة 2013 بنسبة 14,34% عن السنة السابقة، لتبلغ 534892 مليون دولار، ويعود هذا إلى التراجع الكبير في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية وتراجع قيمة الأسهم المتداولة فيها، بالإضافة إلى عدة عوامل منها التغير في سلوك المتعاملين من المضاربة إلى الاستثمار متوسط وطويل الأجل، بالتالي الاحتفاظ بالأسهم لمدة أطول، وتوجه جزء من السيولة نحو الاستثمار العقاري، إضافة إلى توجه بعض المحافظ والصناديق الاستثمارية إلى الأسواق المالية في الدول المجاورة (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2014، صفحة 158).

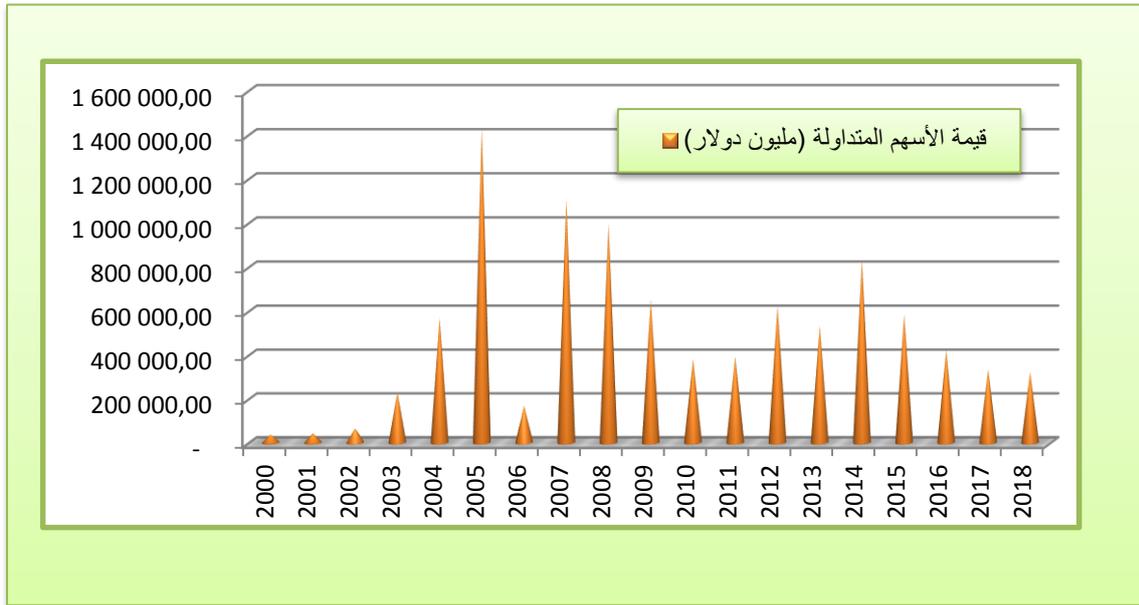
بينما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة مرة أخرى في سنة 2014 بنسبة 56,17% عن السنة السابقة لتصل إلى 835338,5 مليون دولار، حيث شهدت قيمة الأسهم المتداولة في الثمانية شهور الأولى من سنة 2014 ارتفاعاً في قيمتها، ويعود ذلك إلى الارتفاع الكبير في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، والتي ارتفعت فيها قيمة الأسهم المتداولة، بالإضافة إلى استمرار التدفق الإيجابي في تعاملات المستثمر الأجنبي لمجموع البورصات العربية، وارتفاع أسعار البترول العالمية إلى مستويات كبيرة (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية، 2015، صفحة 178).

أما في سنة 2015 فقد سجل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة للأسواق المالية العربية انخفاضا كبيرا بنسبة 30,07% عن سنة 2014 ليصل إلى 584150,9 مليون دولار، ويعود ذلك إلى التراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، بالإضافة إلى انهيار أسعار البترول في نهاية سنة 2014 والذي بلغ حدته بداية من النصف الثاني من سنة 2015.

واصلت قيمة الأسهم المتداولة للأسواق المالية العربية أداءها السلبي خلال السنوات الثلاث التالية، 2016، 2017 و2018، لتبدي قيمة الأسهم المتداولة انخفاضا سنة 2016 بنسبة 27,71% عن سنة 2015 لتبلغ 422291 مليون دولار، كما انخفضت سنة 2017 بنسبة 20,72% عن السنة السابقة لتبلغ 334791 مليون دولار في نهاية 2017، ويعود ذلك إلى التراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، أما في سنة 2018 فانخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 3,46% عن السنة السابقة لتصل إلى 323200 مليون دولار في نهاية 2018، ويعود ذلك إلى التراجع الملموس في قيمة التداولات في سوق دبي المالي.

ومن خلال الجدول رقم (1-4) يمكن استخلاص الشكل التالي والذي يرصد تحركات مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية في الفترة (2000-2018):

الشكل (1-5): تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL اعتمادا على بيانات الجدول (1-4) السابق.

وبهذا المنحنى البياني يختتم تحليل تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018).

المطلب الرابع: تحليل تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)

يعتبر مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية من أهم مؤشرات الأداء هذه الأسواق والذي يعبر عن سيولة الأسواق المالية، حيث تمثل نسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، ويمكن تتبع تطور معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018) من خلال الجدول التالي:

الجدول (1-5): تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)

السنة	معدل دوران الأسهم (%)	التغير عن السنة السابقة (%)	نسبة التغير (%)
2000	24,66	0,84	03,51
2001	28,04	3,38	13,70
2002	31,31	3,27	11,67
2003	63,68	32,37	103,37
2004	91,30	27,62	43,37
2005	111,14	19,84	21,73
2006	189,97	78,59	70,71
2007	82,78	- 106,95	- 56,37
2008	129,66	46,88	56,63
2009	72,34	- 57,33	- 44,21
2010	38,21	- 34,12	- 47,17
2011	44,00	5,79	15,14
2012	66,39	22,39	50,90
2013	47,02	- 19,38	- 29,18
2014	69,44	22,42	47,69
2015	54,96	- 14,48	- 20,85
2016	38,15	- 16,81	- 30,59
2017	29,57	- 8,58	- 22,50
2018	26,89	- 2,68	- 9,06

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي

للسنوات من 2000 إلى 2018.

من خلال الجدول السابق يتضح لنا أن مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية واجه العديد من التقلبات خلال فترة الدراسة (2000-2018):

فنجد أن معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية سجل معدلات متوسطة خلال الثلاث سنوات الأولى 2000، 2001، 2002 معدلات متوسطة حيث بلغ نسبة 24,66 %، 28,04 %، 31,31 % على التوالي، وبمعدلات تغير تقدر بـ 03,51 %، 13,70 %، 11,67 % للسنوات المذكورة على التوالي، وهذا ما يفسر وجود سيولة متوسطة في الأسواق المالية العربية خلال هذه الفترة.

ثم شهد بعدها معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية سنة 2003 ارتفاعا جيدا حيث انتقل من 31,31 % سنة 2002 إلى 63,68 % سنة 2003، بمعدل تغير قدر بـ 103,37 % عن سنة 2002، وواصل ارتفاعه سنة 2004 ليصل إلى 91,30 % في نهاية السنة بتغير قدر بـ 43,37 % عن سنة 2003، ثم سجل معدل دوران الأسهم نسبة 111,14 % سنة 2005 بارتفاع قدر بـ 21,37 % عن سنة 2004، مما يشير إلى ارتفاع نسبة السيولة في هذه الأسواق ومستوى النشاط التداول الكبير فيها.

ليشهد بعدها معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية نموا جيدا سنة 2006 حيث بلغ الـ 189,73 %، وقدرت نسبة النمو بـ 70,71 % عن سنة السابقة، وهو ما يدل على زيادة مستوى نشاط التداول وسيولة الأسواق المالية لعربية خلال هذه السنة، وكان هذا أعلى معدل دوران سجلته الأسواق المالية العربية خلال فترة الدراسة.

لكن سرعان ما تراجع معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية سنة 2007 ليبلغ معدل 82,78 %، وقدرت نسبة التراجع بـ 56,37 % عن السنة السابقة، ثم ارتفع معدل دوران الأسهم مرة أخرى سنة 2008 ليبلغ نسبة 129,66 %، وهذا ما يؤكد عودة نشاط هذه الأسواق وزيادة حجم سيولتها مرة أخرى.

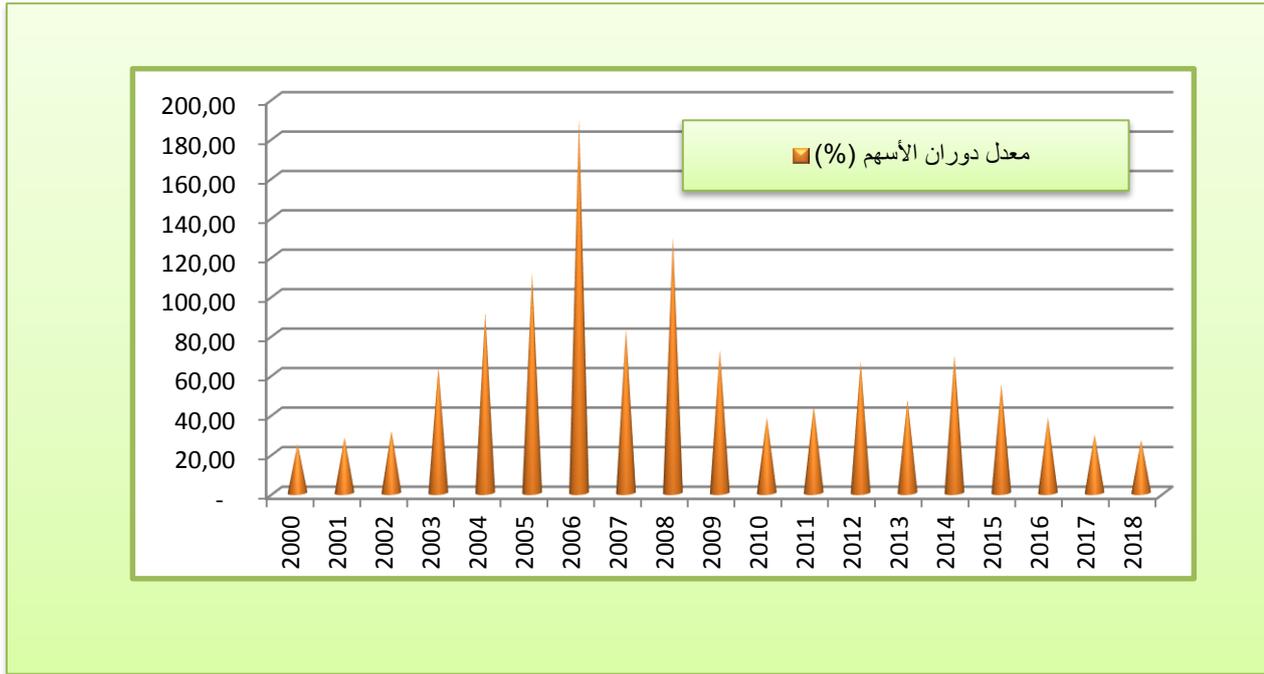
لينخفض بعدها نشاط التداول في الأسواق المالية العربية خلال سنتي 2009 و2010، حيث سجل معدل دوران الأسهم فيها الـ 72,34 % سنة 2009 بنسبة انخفاض قدرت بـ 44,21 % عن السنة السابقة، بينما سجل معدل دوران الأسهم فيها سنة 2010 بـ 38,21 %، بنسبة انخفاض قدرت بـ 47,17 % عن السنة السابقة، وهذا ما يؤكد تراجع مستويات السيولة في الأسواق المالية العربية.

ثم عاد وارتفع معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية إلى 44,00 % سنة 2011 بتغير قدر بـ 15,14 % عن السنة السابقة، ثم إلى 66,39 % سنة 2012 بتغير قدر بـ 50,90 % عن السنة السابقة، ليشهد معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية انخفاضا خلال سنة 2013 إلى 47,02 % بتغير قدر بـ 29,18 % عن السنة السابقة، ليعود ويرتفع مجددا سنة 2014 إلى 69,44 % بتغير قدر بـ 47,69 %، بينما شهدت السنوات الأخيرة (2015 و2016 و2017 و2018) انخيارا كبيرا في معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية حيث سجل المعدل النسب (54,96 %، 38,15 %، 29,57 %، 26,89 %) على التوالي،

وهذا ما يشير إلى انخفاض سيولة الأسواق المالية العربية وانخفاض نسبة نشاط التداول فيها، ويعود ذلك لعوامل اقتصادية مختلفة سواء على مستوى الدول العربية أو على المستوى الاقتصادي العالمي.

ومن خلال الجدول رقم (1-5) يمكن استخلاص الشكل التالي والذي يرصد تحركات مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية في الفترة (2000-2018):

الشكل (1-6): تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL اعتماداً على بيانات الجدول (1-5) السابق.

وبهذا المنحنى البياني يحتتم تحليل تطور مؤشر عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2018).

خلاصة الفصل الأول

من خلال ما جاء في هذا الفصل يمكن أن نستخلص أن السوق المالي هو الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، حيث تؤدي الأسواق المالية وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى وحدات العجز، وأن هناك عدة تصنيفات للأسواق المالية والتي تقوم على أسس مختلفة، كمدة أو فترة استحقاق أدوات التمويل المتداولة فيها، حيث يوجد سوق تتداول فيه الأدوات المالية قصيرة الأجل يسمى بالسوق النقدي، وسوق تتداول فيه الأدوات المالية طويلة الأجل ويسمى سوق رأس المال، ولكل منها أدواته المالية المتداولة فيه.

وتعكس كفاءة الأسواق المالية على أداء مؤشراتها، فالكفاءة القوية للسوق تعني الأداء الجيد لمؤشرات السوق، حيث أن هذه الأخيرة تمكن القائمين على السوق والمستثمرين من رصد ومتابعة التطورات في أداء الأسواق المالية، واتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على ما تعكسه هذه المؤشرات.

وانطلاقاً من وعي الدول العربية بأهمية الأسواق المالية في الاقتصاد بادرت بإنشاء وتطوير بورصاتها، وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاماً على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها أن تولي اهتماماً كبيراً للأسواق المالية، وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات الإدارية والتنظيمية والتشريعية، إلى جانب العمل على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكن أن تلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو الأسواق المالية وزيادة كفاءتها مع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية، ورغم تمتع الأسواق المالية العربية بإمكانيات كبيرة تمكنها من تطوير اقتصادها وامتلاك أسواق مالية كبيرة، إلا أنها تختلف كثيراً فيما بينها سواء من حيث الظروف البيئية والسياسية أو حتى الاقتصادية، فرغم الجهود المبذولة لتطوير أسواقها والاستفادة من إمكاناتها، إلا أنها لم تتمكن من محاربة النقائص التي تتميز بها، ولا تزال تواجه جملة من المعوقات التي تحول بينها وبين تطور أسواقها المالية، حيث أنها لم تصل إلى الكفاءة التي تمكنها من تجنب الأزمات المالية، أو التخفيف منها، حيث مرت الأسواق المالية العربية بتقلبات عديدة منها إيجابية وأخرى سلبية نظراً لتأثير العديد من العوامل والأحداث على مؤشرات أداء هذه الأسواق، كانعكاس التطورات الاقتصادية الدولية، وتذبذب معدلات التضخم والأسعار العالمية للبتروول وأسعار الفائدة، بالإضافة إلى الأزمات المالية العالمية.

الفصل الثاني
التأصيل النظري
لأسواق البترول

تمهيد

تشغل أسواق البترول بتقلباتها اهتمام العالم، لتأثيرها على الاستقرار الاقتصادي العالمي وعلى استقرار باقي أسواق السلع والأصول المالية، وتحدث هذه التقلبات نتيجة عدة عوامل اقتصادية وسياسية كالصراعات والتكتلات الإقليمية التي انتهجتها كل من الدول المصدرة من جهة والدول المستهلكة من جهة أخرى، كما أن سوق البترول يفتقر في حد ذاته إلى الوسائل الصحيحة للتنبؤ بمستقبل أسعار البترول ولطالما كان موضوع تحديد أسعار البترول المستقبلية بعيدا عن أرض الواقع بفعل التحديات التي تواجه أسواق البترول، فمنذ نهاية الحرب العالمية الثانية وأسعار البترول تشهد تذبذبا كبيرا أكثر من أي سلعة أخرى وتعد تقلبات هذه الأسعار المصدر الرئيسي للأسباب المؤدية إلى الاختلالات في اقتصاد الدول المنتجة والمستهلكة على حد سواء.

وتحتل صناعة البترول حيزا مهما في اقتصاد الدول العربية بشكل عام واقتصاد الدول المنتجة له بشكل خاص، وبالرغم من الجهود الكثيرة لتنويع مصادر الدخل لغرض توزيع المخاطر والانتقال إلى مستوى تنافسي صناعي أعلى إلا أن البترول لا يزال يعتبر مصدر أساسي للدخل في عدد من الدول العربية.

من خلال ما سبق تم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: ماهية أسواق البترول
- ✓ المبحث الثاني: أسعار البترول وتقلباتها
- ✓ المبحث الثالث: الصدمات البترولية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي
- ✓ المبحث الرابع: صناعة البترول في الدول العربية

المبحث الأول: ماهية أسواق البترول

تمثل أسواق البترول إحدى أهم الأسواق العالمية التي لها تأثير كبير على الاقتصاد العالمي، وتتأثر هذه الأسواق إيجابياً أو سلبياً بعدة عوامل، والتي من شأنها أن تؤثر على الأسعار فيها، حيث يعتبر سعر البترول من أهم المتغيرات التي تتحكم في سوق البترول وهو يحتل مكانة هامة في التحليل الاقتصادي نظراً لمكانته الكبيرة في الأسواق العالمية، وتعرف أسواق البترول تقلبات كثيرة من شأنها أن تؤثر في العديد من المتغيرات الاقتصادية.

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى ماهية أسواق البترول العالمية، وتطورها التاريخي، بالإضافة إلى أنواع أسواق البترول، وخصائصها، ثم المنظومة المؤسسية والشركات الفاعلة في أسواق البترول العالمية.

المطلب الأول: ماهية أسواق البترول العالمية وتطورها التاريخي

شهدت أسواق البترول العالمية منذ نشأتها عدة اضطرابات وتغيرات اقتصادية وسياسية أثرت على قوى وحجم سوق البترول، وفيما يلي سيتم التعرف على ماهية أسواق البترول وأهم التطورات التاريخية الحاصلة في هذه الأسواق.

الفرع الأول: ماهية أسواق البترول العالمية

من المعروف أن لأي سوق ثلاثة عناصر أساسية هي البائعون والمشترون والسلعة محل التداول، والاختلاف في واحد أو أكثر من هذه العناصر يترتب عليه اختلاف في طبيعة السوق، ويمكن تقسيم الأسواق وفقاً لهذا الاختلاف إلى نوعين: (ساملسون و آخرون، 2003، صفحة 193) هما أسواق المنافسة التامة وأسواق المنافسة غير التامة والأخيرة تنقسم إلى عدة أنواع أبرزها الاحتكار المطلق والمنافسة الاحتكارية واحتكار القلة وبالطبع لا تخرج أسواق البترول عن هذا النطاق، حيث أن البترول الخام مع اختلاف درجات كثافته فهناك إلى حد ما تجانس متقارب بين أنواع البترول، وهذا الحال يجعل من سوق احتكار القلة ينطبق إلى حد كبير على أسواق البترول العالمية، فالميزة التي يتصف بها سوق احتكار القلة هي وجود عدد قليل من المنتجين، وينتج كل منهم حجماً كبيراً في الناتج الكلي بالدرجة التي تجعل كل منهم يأخذ بعين الاعتبار عند تحديد سياسته الإنتاجية أو السعرية، أي أن كل منهم له القدرة على التأثير في السوق عن طريق زيادة أو تخفيض منتجاته. (الليشي، 2005، صفحة 360)

ومن أهم مكونات السوق العالمية للبترول الخام هم المنتجون ويمثلون في (منظمة أوبك وخارج منظمة أوبك) والمستهلكون ويمثلون في (الدول الصناعية والدول النامية)، هذا وتأثر أسواق البترول إيجابياً أو سلبياً بعدة عوامل من شأنها التأثير في أسعار البترول بالدرجة الأولى، ومن أهم الأسس النظرية التي تتحدد على ضوءها الأسعار في أسواق البترول هي تقديرات العرض والطلب، وهي تقديرات تفتقر إلى الدقة في المعلومات، لكن من الناحية العملية تلعب الصفقات التي تتم في أسواق البترول المستقبلية كالأسهام والسندات، وسعر صرف العملات الأجنبية دوراً رئيساً في تحديد أسعار البترول، مما يعني أن أسعار البترول تتأثر بمجموعة من العوامل تحيمن عليها عناصر غير بترولية، وهذه حقيقة لا يمكن تجاهلها حيث أن البترول كسلعة، لا ينطبق عليها قانون العرض والطلب والذي يفترض أن يحدد السعر وهذه الحقيقة تنطبق على كل الفترات الزمنية.

وأهم ما يمكن استنتاجه هي أن عملية تسعير البترول الخام في أسواق البترول لم تعد في متناول الدول المنتجة كما كان الحال في عقد السبعينات وإنما أصبح التحكم الرئيسي فيها هو الطرف القادر على تخزين البترول وتسويقه والقابض على خفايا البورصة فيه، كما لا يمكن إهمال العوامل غير الاقتصادية والتي يعد العامل السياسي منها سبب التقلبات الشديدة التي شهدتها أسواق البترول في السنوات الأخيرة، والتي أدت إلى صعوبة التنبؤ بمستقبل أسعار البترول، وعليه فإن عملية تحديد أسعار البترول الخام في الوقت الحاضر والمستقبل تعتمد في جزء أساسي منها على ما تحدثه عوامل العرض والطلب في السوق العالمية للبترول الخام بالإضافة إلى وجود عوامل غير اقتصادية لها تأثير في الأسعار، ولا شك أن المضاربة ساهمت إلى حد كبير في عدم الاستقرار في الأسواق البترولية وأنها أضفت عامل تعقيد جديد يعيق محاولة توقع أسعار البترول الخام المستقبلية. (حسين و الجنابي، 2011، صفحة 34)

الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق البترول من بعد الحرب العالمية الثانية إلى 2018

مرت أسواق البترول العالمية خلال تطورها التاريخي بعدة مراحل منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وسيتم إبراز أهم هذه المراحل كالآتي:

أولاً: فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية

تميزت هذه الفترة بالتوسع السريع في البناء والتعمير، وبالانتعاش الاقتصادي في أوروبا واليابان وخلال هذه الفترة تحول البترول إلى وقود عالمي، وامتدت هذه الفترة إلى أوائل السبعينات من القرن العشرين وتميزت بسيطرة الشقيقات السبع (سبع شركات للنفط سادت في منتصف القرن العشرين في مجالات إنتاج النفط والتكرير والتوزيع) على أغلب الامتيازات البترولية العالمية وبالتالي سيطرتها على أسواق البترول العالمية.

ثانياً: فترة الاضطراب في أسواق البترول العالمية

وامتدت هذه الفترة من سنة 1973 عندما قامت الدول العربية بتوقيف ضخ البترول العربي إلى الدول الغربية إلى نهاية السبعينات من القرن الماضي، وتميزت هذه المرحلة بالخوف الشديد من حدوث خلل في الإمدادات البترولية، وارتفاع غير مسبوق في أسعار البترول وصل إلى حوالي عشرة أضعاف، كما تميزت هذه الفترة بركود اقتصادي عالمي، وخلال هذه الفترة تحولت ملكية الموارد البترولية من شركات البترول العالمية الكبرى إلى شركات البترول الوطنية والتي تملكها الدول المضيفة بعد تأميمها لثرواتها البترولية، كما أن هذه الفترة شهدت ميلاد الوكالة الدولية للطاقة سنة 1974 كمظهر من مظاهر تكتل الدول الصناعية في مواجهة تكتل الدول البترولية.

ثالثاً: فترة أواخر السبعينات وحتى منتصف الثمانينات

تميزت هذه الفترة بانتهاء مستويات الطلب على البترول في بلدان منطقة التعاون الاقتصادي والتنمية، وإعادة ظهور إنتاج البترول من خارج منظمة الأوبك، كما أن هذه الفترة تميزت بعدم استطاعة منظمة الأوبك على المحافظة على ارتفاع مستويات الأسعار، وعلى الإبقاء على الحد الأدنى المقبول من الحصص السوقية.

رابعاً: فترة منتصف الثمانينات إلى غاية سنة 2000

خلال هذه الفترة لم تكن أسعار البترول مرتفعة حيث أنه ابتداء من سنة 1986 انهارت أسعار البترول ثم حصلت الزيادة التدريجية في حصة أوبك من أسواق البترول، وشهدت الطاقة الإنتاجية الإضافية انخفاضاً في مستوياتها، وتميزت هذه المرحلة بسيطرة شبه تامة من قبل الدول المستهلكة ووصلت أسعار البترول إلى مستويات دنيا تكاد تقترب مما كانت عليه قبل التصحيح الكبير في أسعار البترول أي قبل سنة 1973.

خامساً: الفترة من 2000 إلى 2012

تميزت هذه الفترة بزيادة الطلب العالمي على البترول خاصة في آسيا وعلى وجه الخصوص من طرف الصين والهند، وتميزت أيضاً بظهور اختناقات على كامل سلسلة الإمدادات البترولية، وبلغت أسعار البترول أعلى مستوياتها متجاوزة الـ 150 دولار للبرميل الواحد في بعض الأحيان وهو رقم لم يكن متوقفاً على الإطلاق. (نزعت، 2011)

سادساً: الفترة من 2012 إلى 2018

أغلقت أسعار البترول الخام في جوان 2014 عند 112 دولاراً للبرميل بالنسبة لخام برنت، مسجلاً أعلى سعر خلال سنة 2014، وسط تفاؤل المنتجين بصعود أكبر للأسعار خلال الشهر اللاحق، إلا أن الأوضاع سارت عكس ما توقعه المنتجون الذي تسابقوا لزيادة ضخ الإمدادات إلى سوق كانت تستوعب معظم البترول الوارد إليها، وكان شهر جويلية 2014 هو بداية هبوط تدريجي في أسعار البترول مع ظهور زيادة في معروض الخام، بفعل زيادة الإنتاج وظهور بوادر تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي، وخفض الاستهلاك اليومي للدول.

مع تواصل هبوطه خلال الشهر اللاحق، أغلق خام برنت سنة 2014 عند سعر 53 دولاراً للبرميل وهو أدنى مستوى حينها منذ أبريل 2009، وعلى الرغم من عودة صعود أسعار البترول في الربع الأول من 2015 إلى متوسط 65 دولاراً للبرميل، إلا أن الشهر اللاحق ضغطت على أسعار خام برنت، بسبب زيادة المعروض وغياب توافق بين المنتجين لضبط السوق، ففي نهاية 2015 أغلق خام برنت عند 30 دولاراً للبرميل، وواصل هبوطه مطلع 2016 إلى حدود 27 دولاراً للبرميل وهو أدنى مستوى لأسعار البترول منذ 12 سنة، والسبب الذي دفع أسعار البترول للهبوط إلى مستويات قياسية هو دعوات من جانب المنتجين أبرزهم الجزائر والعراق، لضرورة الاجتماع والخروج بقرارات تعيد الاستقرار لأسواق البترول الخام، ففي سنة 2016 بلغ فائض معروض البترول أعلى مستوياته منذ أكثر من 10 سنوات بمتوسط 5 ملايين برميل يوميا فائضة عن حاجة المستهلكين.

ودفعت اجتماعات بين "أوبك"، وأخرى بين منتجين مستقلين في النصف الأول من سنة 2016، إلى صعود برميل البترول من أدنى مستوياته في 12 سنة إلى متوسط 38 دولاراً للبرميل لإعادة استقرار سوق البترول العالمية، حيث واصل الأعضاء في "أوبك" اجتماعاتهم في محاولة للوصول إلى صيغة تفضي إلى إحداث خفض تدريجي في إنتاج البترول الخام، وبعد أكثر من 5 اجتماعات في 2016 اتفق الأعضاء في "أوبك" بقيادة السعودية ومنتجين مستقلين تقودهم روسيا في ديسمبر 2016 على تنفيذ خفض إنتاج للخام

بنحو 1,8 مليون برميل اعتباراً من مطلع 2017، ويتوزع الخفض بين 1,2 مليون ب/يا من جانب أعضاء في أوبك و600 ألف برميل من جانب المنتجين المستقلين، وعلى وقع الاتفاق الذي وصف حينها بالتاريخي بين "أوبك" ومنتجين مستقلين، صعد خام برنت إلى 55 دولاراً للبرميل خلال سنة 2018. (خبیصة، 2018)

المطلب الثاني: أنواع أسواق البترول

تقسم أسواق البترول إلى أسواق فورية وأسواق آجلة كالتالي:

الفرع الأول: الأسواق المستقبلية للبترول (Market Futur)

تمثل الأسواق المستقبلية للبترول في بورصة نيويورك التجارية، مجلس شيكاغو التجاري، البورصات الدولية للبترول ومقرها لندن ظهرت في منتصف الثمانينات، وقد عرفت هذه الأسواق قديماً ولكن في مجال السلع التي تتأثر بعوامل غير متوقعة كالمنتجات الزراعية، حيث توفر تلك الأسواق لمن يشتري السلعة التحوط من مخاطر تغير السعر في المستقبل، وتعتبر هذه الأسواق ظاهرة مستحدثة بالنسبة للبترول فلا تنتعش إلا في ظل أسعار تنسم بالتذبذب وعدم الاستقرار، وكانت أسعار البترول تتمتع بقدر كبير من الاستقرار عندما كانت تتحدد بقرار من الأوبك إلى أن تخلت المنظمة في منتصف الثمانينات عن نظام تحديد أسعار رسمية وصارت تكتفي بتحديد سقف الإنتاج مع ترك الأسعار لقوى السوق، ويمكن أن نميز في الأسواق الآجلة بين: (عبد الله، 2006، صفحة 246)

أولاً: أسواق البترول المادية الآجلة

تتم المعاملات في هذه الأسواق باتفاق البائع والمشتري على سعر معين مع تسليم أجله شهر للبترول الخام، فقواعد السوق ترغم المشتري على تحديد الحجم والبائع على تحديد تاريخ توفير الشحنة في أجل 15 يوماً.

ثانياً: أسواق البترول المالية الآجلة

هذه الأسواق هي عبارة عن بورصات، فالمعاملات فيها لا تتم فقط على بضاعة عينية ولكن أيضاً بواسطة أوراق مالية عن طريق شراء وبيع البترول الخام والمنتجات البترولية بواسطة التزامات، ومن أهم هذه الأسواق نجد سوق نيويورك للتبادل التجاري، سوق سنغافورة للتبادل النقدي العالمي وسوق المبادلات البترولية العالمية بإنجلترا.

ولقد كانت الأهمية المتزايدة لسوق العقود الآجلة في عملية اكتشاف الأسعار الناجمة عن عدد من التحولات الرئيسية في أسواق البترول على مدى العقدين الماضيين، مثل التغير في نظام التسعير الدولي والدخول الكبير لعدد من الوسطاء الماليين في السنوات الأخيرة، ففي حين كانت المؤسسات المالية أكبر تجار البترول منذ سنة 1985 أصبحت البنوك أكثر انخراطاً في سد الفجوات القائمة بين المنتجين ومجموعة الزبائن المتنوعة، كما أن في سوق العقود الآجلة التي تعمل على نحو سلس تتحدد الأسعار بتفاعل طبيعي بين المستهلكين والمنتجين التجاريين. (ألسوب و فتوح، 2011، صفحة 49)

الفرع الثاني: الأسواق الفورية للبترول

عرفت صناعة البترول الأسواق الفورية منذ القدم باعتبارها وسيلة عملية للتخلص بأسعار منخفضة من بعض الفوائض البترولية، ولتحقيق التوازن بين العرض والطلب خارج إطار العقود طويلة الأجل، ولم يكن نطاق السوق الفورية يتجاوز في الماضي ما بين 12% و15% من حجم التجارة في البترول، ومن ثم لم يكن السعر الفوري المنخفض يؤثر تأثيراً محسوساً في الأسعار المعلنة أو الرسمية التي تحكم العقود الطويلة الأجل.

غير أن الاختلالات التي طرأت منذ أوائل الثمانينات والتي أدت إلى وجود فائض كبير في العرض العالمي واحتدام المنافسة بين المنتجين داخل وخارج أوبك، لم تلبث أن دفعت بالأسعار الفورية إلى مرتبة متزايدة الأهمية بحيث صارت الأسعار الفورية أساس التعامل في السوق العالمية للبترول وسبباً رئيسياً في عدم استقرار تلك الأسواق، (عبد الله، 2006، صفحة 247) ذلك أن الأسعار الفورية على خلاف الأسعار المعلنة أو الرسمية لا تخضع فقط للقوى الاقتصادية والسياسية التي تخضع لها أسعار البترول عادة، بل تؤثر فيها أيضاً عوامل أخرى نفسية وتنظيمية، ما يجعلها عرضة للتذبذب السريع مع انتشار الأخبار والشائعات وهذا ما أدى إلى اتساع نطاق السوق الفورية، وحدوث تقلبات شديدة في أسعار البترول، وأتاح الفرصة لنشأة المضاربة على تلك الأسعار.

ويمكن تعريف الصفقة الفورية بأنها اتفاق لبيع أو شراء شحنة بترول حيث أن السعر متفق عليه في وقت التعاقد وينطبق على صفقة واحدة. (يوب، 2018/2017، صفحة 42)

المطلب الثالث: خصائص أسواق البترول العالمية

هناك عدة خصائص تتميز بها أسواق البترول عن بقية أسواق السلع الأخرى، ويمكن إيجازها في النقاط التالية: (مخالف، 2013 - 2014، صفحة 53)

الفرع الأول: ارتفاع نسبة التركيز الاحتكاري

أي أن هناك عدداً قليلاً من الدول المنتجة والمصدرة للبترول تنتج حقولها نحو 85% من صادرات العالم البترولية، وقد أخذت هذه الدول تتركز أكثر من خلال منظمة الأوبك، كما تسيطر الشركات العالمية بفروعها المختلفة على الجانب الأكبر من أسواق البترول، أما في الجانب الآخر فيتركز عدد قليل من الدول المستوردة وهي الدول الصناعية الأعضاء في منظمة التعاون والإئتماء الاقتصادي OECD والتي تستورد ما يقارب ربع حجم الواردات الكلية للبترول العالمي.

الفرع ثاني: سوق التكامل الرأسي والأفقي

إن ممارسة الشركات البترولية العالمية والشركات الوطنية لنشاطات الصناعة البترولية تكون متكاملة رأسياً من مرحلة المنبع، النقل والمصب ولا يمكن الفصل فيما بينها، وهذا ما يسمى بالتكامل الرأسي في أسواق البترول، بينما يظهر التكامل الأفقي في مرحلة من مراحل الصناعة البترولية كمرحلة المنبع، أين يستوجب للشركة البترولية بغض النظر عن نوعها أن تكامل فيما بين نشاطات هذه المرحلة (كمرحلة

البحث والاستكشاف التي تتطلب الدراسة الجيولوجية والدراسة الفيزيائية .. وغيرها، تليها مرحلة الحفر والتنقيب، الاستخراج والإنتاج (ليضمن انتقال البترول من منطقة الإنتاج إلى منطقة الاستهلاك).

الفرع الثالث: سوق التكتل (الكارتل، والمنظمات والهيئات)

تعديل حركة الشركات العالمية في أسواق البترول على الخطوات التي تتبعها كل منها في الاتفاقات المسبقة فيما بينها، إلى غاية وصول سلعة البترول ومشتقاته إلى الأسواق مما يجعلها تتجه نحو التكامل الكامل، وقد ظهرت أولى هذه التكتلات في الكارتل البترولي في فترة الثلاثينات، مثلها الهيئات والمنظمات الدولية (كمنظمة الأوبك، والأوبك، والوكالة الدولية للطاقة) التي من مهامها التدخل في استقرار أسواق البترول العالمي بما يخدم مصلحة الدول أعضاء الهيئة أو المنظمة التابعة لها.

الفرع الرابع: عدم مرونة الطلب في الأجل القصير

يتصف الطلب على البترول بكونه غير مرن في الأجل القصير، لأن الصناعات المبنية على أساس استخدام البترول كمصدر للطاقة لا يمكنها التحلي عنه بصورة فورية، بل أن عملية التكيف تقتضي بعض الوقت، أي أن نسبة المعدات والآلات التي تعتمد على البترول في رصيد أي شركة إلى رأس المال المستخدم للطاقة يتوقف على الأسعار النسبية للمصادر المختلفة للطاقة، فإذا اعتمد رصيد الشركة على هذا النوع من المعدات، فإنها سوف تتحمل ارتفاعا كبيرا في الأسعار بدلا من الاستغناء عن تلك المعدات، لذلك يوصف الطلب على البترول بكونه غير مرن في فترة الأجل القصير كما حصل في فترة السبعينات 1973-1974 وفترة القرن العشرين 2008-2011، ولكن بمرور الوقت يمكن تكيف المعدات والتحول إلى المصادر البديلة أو رفع كفاءة استخدام الآلات نفسها من أجل ترشيد استخدام الطاقة.

الفرع الخامس: تأثير الأسواق البترولية بالأسواق ذات الصلة الوثيقة

أي أن أسواق البترول العالمية تتأثر بصورة مباشرة بسوق الناقلات وتكاليف الشحن، حيث تعكس تكاليف ناقلات البترول تقلبات الطلب العالمي على البترول الخام بصورة مباشرة، مما يؤدي إلى اعتبار الأسعار الفورية للناقلات على أنها أسعار نموذج المنافسة الكاملة، فانخفاض الطلب العالمي على البترول يخفض من تكاليف الشحن مما يشجع شركات البترول على الشراء من الأسواق البعيدة، في حين أن الزيادة في الطلب العالمي على البترول لها آثار عكسية وتؤثر تقلبات الطلب العالمي للبترول كذلك على حجم الطلب على خدمات المصانع التي تنقي البترول من الشوائب الكبريتية.

المطلب الرابع: المنظومة المؤسسية وشركات البترول العالمية الفاعلة في أسواق البترول

إن توفر موارد الطاقة الآمنة وعبورها من أماكن الإنتاج إلى التكرير والاستهلاك وبأقل الأسعار أصبحت عاملا حاسما في تنافسية منطقة ما، فتحقيق الأمن الطاقوي وتأمين الإمدادات من حقول الدول المصدرة إلى مصافي التكرير، أو موانئ التصدير، وأماكن الاستهلاك يتطلب سياسات تعاون مشتركة بين الدول المنتجة ودول العبور والدول المستوردة، ولتنفيذ سياسات التعاون المشتركة تطلب الأمر قيام نظام بترولي عالمي يقوم على منظومة مؤسسية تنظمه، وسعت في هذا الشأن كل جهة إلى إنشاء هيكل مؤسسي ينظمها بمنحها القوة

التفاوضية، فأنشأت بذلك الدول المنتجة للبترول منظمة الأوبك OPEC، وأنشأت الدول العربية المنتجة للبترول منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول الأوابك OAPEC، بينما سعت الدول الصناعية الأكثر استهلاكاً للبترول إلى إنشاء الوكالة الدولية للطاقة AIE، وهذا سعياً منها لمواجهة تكتل الدول المنتجة للبترول، وحماية مصالحها عن طريق التأثير في أسعار البترول من خلال الضغط، إضافة إلى أن الدول المستهلكة قامت بإنشاء شركات بترولية عالمية عملاقة وحاولت أن تغلغلها في الأقطار المنتجة كشركات متعددة الجنسيات في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر، وهذا كله قصد ضمان وصول إمدادات البترول إليها بأسعار جد معقولة، إذا فالتأثير في أسعار البترول أصبح يخضع لضغوطات رهيبية ومن مختلف الجوانب، وأصبح السعر في أسواق البترول العالمية لا يتحدد وفق آليات أسواق السلع والمواد الأخرى وهي آلية العرض والطلب، فالسعر في أسواق البترول يتحكم فيه العرض والطلب إضافة إلى ضغوطات الدول المستهلكة من جهة والدول المنتجة من جهة أخرى، والصراعات السياسية والعسكرية وحدوث الأزمات في منطقة أو أخرى أو بين منطقة وأخرى، وغير ذلك من المؤثرات الجانبية والتي تؤثر في أسواق البترول دون سواها.

الفرع الأول: الهيكل المؤسسي المنظم لأسواق البترول العالمية

تعتبر أسواق البترول العالمية من الأسواق المعقدة، والتي بلغ تأثيرها حتى في القيادات السياسية للدول بمختلف أحجامها، وتطلب هذا الأمر إيجاد سبل تنظم هذه الأسواق فسعت كل جهة إلى إنشاء منظمة تحمي مصالحها وتحقق أهدافها، وكل منظمة تسعى لحماية مصالح الجهة التي أنشأتها، وفيما يلي عرض للمنظمات الفاعلة في أسواق البترول العالمية:

أولاً: منظمة الدول المصدرة للبترول (الأوبك OPEC)

للتعرف أكثر على منظمة الأوبك سيتم التطرق لنشأتها، وأهدافها وهيكلها التنظيمي بالإضافة إلى المشروعات المنبثقة منها وعلاقتها العربية والدولية.

1) نشأة منظمة الأوبك

ظهرت أول بادرة لإنشاء الأوبك في القاهرة في أبريل 1959، عند انعقاد مؤتمر البترول الأول الذي نظّمته اللجنة البترولية لجامعة الدول العربية، حيث جرت خلف كواليس هذا المؤتمر محادثات بين ممثلي فنزويلا والمملكة العربية السعودية، والعراق، وإيران، والكويت، تناولت تأسيس هيئة كمنظمة استشارية تجتمع مرة واحدة سنوياً على الأقل لمناقشة بعض النقاط مثل التشاور حول أسعار البترول ومعالجة أوضاع الصناعة البترولية من وجهة نظر جماعية موحدة، وزيادة قدرة مصافي البترول في الدول المنتجة، وتأسيس شركات بترول وطنية، والتفاهم فيما يتعلق بعمليات صيانة وإنتاج وتنقيب الموارد البترولية.

وعقدت الدول الخمسة المذكورة سابقاً بدعوة من العراق اجتماعاً في العاصمة بغداد في الفترة من 10 إلى 14 سبتمبر 1960، وأعلنوا إنشاء منظمة دائمة تسمى بمنظمة الدول المصدرة للبترول (الأوبك)، والتي تتولى إجراء المشاورات المنتظمة بين الدول الأعضاء وتعمل على تنسيق وتوحيد سياستها بهذا الخصوص، وجاء انعقاد هذا الاجتماع عقب إعلان شركة إيسو في 9 أوت 1960 أنها

ستخفض الأسعار المعلنة لبترول الشرق الأوسط، الأمر الذي أدى إلى إلحاق الضرر باقتصادات الدول المنتجة للبترول. (منظمة الدول المصدرة للبترول (الأوبك OPEC)، 2018)

وتم انضمام بقية الأعضاء تبعاً للجدول الموالي:

الجدول (2-1): تاريخ عضوية دول الأوبك في المنظمة وحجم إنتاجها من البترول

إنتاج البترول (برميل / اليوم)	سنوات العضوية	البلد
10.046.000	1960	السعودية *
4.054.000	1960	العراق *
3.300.000	1960	إيران *
2.820.000	1967	الإمارات العربية المتحدة
2.562.000	1960	الكويت *
2.500.000	1960	فنزويلا *
2.317.000	1971	نيجيريا
1.842.000	2007	أنغولا
1.370.000	1969	الجزائر
404.000	1962	ليبيا
213.000	2016 / (1994-1975)	الغابون **

المصدر: (الدول الأعضاء لمنظمة الأوبك، 2018)

* الدول المؤسسة لمنظمة الأوبك

** الغابون انضمت للمنظمة في 1975 ثم انسحبت في 1994، ثم عادت للانضمام مجدداً عام 2016.

2) دوافع إنشاء منظمة الأوبك

يعود الدافع الأساسي والمباشر لإنشاء الأوبك في ذلك الوقت بالذات هو التكتل لمواجهة التحدي الناشئ عن قيام شركات البترول الكبرى المتعددة الجنسيات وصاحبة امتيازات التنقيب والإنتاج بتخفيض أسعار البترول وبصورة اعتباطية ومن جانب واحد، وهو ما أدى إلى حدوث خسائر جسيمة لاقتصادات الدول المنتجة، لذا كان من الضروري أن تحدث ردة فعل من طرف الدول المنتجة من أجل السيطرة بشكل أكبر على أسعار البترول من جهة، وترتيبات الإنتاج من جهة أخرى، غير أن هناك دوافع غير مباشرة أسهمت هي الأخرى في إنشاء الأوبك OPEC ويتمثل أهمها في: (خير الدين، 2013/2012، صفحة 93)

أ) الغبن الفادح في امتيازات التنقيب والإنتاج

ذلك أن معظم هذه الامتيازات جرى الحصول عليها بالإكراه أثناء عهد التسلط الأجنبي، وبعد تخلص الدول البترولية من الاستعمار، حتى رأت أنه لا بد من إعادة النظر في هذه الاتفاقيات والامتيازات الممنوحة.

ب) ظهور مبدأ السعر المعلن للبترول

قبل ظهور هذا المبدأ كانت الدول البترولية تتقاضى عائداً وفقاً لمبدأ مناصفة الأرباح، وبعد ظهور هذا المبدأ وتعهد الشركات صاحبة الامتياز تخفيض السعر المعلن للبترول حسب ما تقتضيه مصالحها ومصالح دولها، بالتالي تأثرت مصالح الدول المنتجة بشكل واضح.

ت) ظهور ونمو طبقة تكنوقراطي البترول وخبرائه داخل الدول البترولية

حيث أن هذه الطبقة أخذت تفهم أسرار صناعة البترول وتدرك أهمية هذه المادة الخام وأثرها في اقتصادات بلادها، وضرورة توظيفها في خدمة دولها بدلاً من نهبها من طرف الشركات الأجنبية.

ث) التحركات النشطة داخل جامعة الدول العربية

حيث أن أجهزة الجامعة كانت قد استشرفت منذ سنة 1945 الفوائد الناجمة عن إقامة تعاون عربي في حقل البترول، وقد سهلت بمداولاتها ومؤتمراتها ومساعدتها النشطة طيلة تلك الفترة في إخراج فكرة الأوبك إلى حيز التنفيذ.

3) الهيكل التنظيمي لمنظمة الأوبك

تتكون منظمة الأوبك من أربعة أجهزة إدارية هي المؤتمر، ومجلس المحافظين والأمانة العامة واللجنة الاقتصادية: (منظمة الدول المصدرة للبترول (الأوبك OPEC)، 2018)

أ) المؤتمر

وهو السلطة العليا في المنظمة، ويتألف من وفود تمثل الدول الأعضاء في جميع المؤتمرات، ويعقد المؤتمر اجتماعين عاديين في مارس وسبتمبر سنوياً، كما يمكن أن يعقد اجتماعات استثنائية بطلب من الأعضاء، ويباشر المؤتمر المهام التالية:

- ✓ رسم السياسة العامة للمنظمة، وتقرير السبل والوسائل الملائمة لتنفيذها.
- ✓ البت في طلبات العضوية.
- ✓ تعيين أعضاء مجلس المحافظين.
- ✓ توجيه مجلس المحافظين إلى تقديم التقارير، أو اتخاذ التوصيات المقدمة من مجلس المحافظين.

- ✓ تعيين مراجع الحسابات للمنظمة لمدة سنة واحدة.
- ✓ التصديق على أي تعديل في النظام الأساسي، والأمين العام ونائبه.
- ✓ الدعوة إلى عقد اجتماع استشاري لمن يطلبه من الدول الأعضاء.

ب) مجلس المحافظين

يتكون هذا مجلس من محافظين تحددهم الدول الأعضاء ويصادق عليهم المؤتمر، وتأخذ قرارات مجلس المحافظين بالأغلبية البسيطة، ومدة تعيين كل محافظ سنتان، ويجتمع المجلس مرتين على الأقل سنويا، ويأشر مجلس المحافظين المهام التالية:

- ✓ توجيه إدارة شؤون المنظمة وتنفيذ قرارات المؤتمر.
- ✓ النظر والبت في تقرير الأمين العام.
- ✓ تقديم التقارير والتوصيات إلى المؤتمر حول شؤون المنظمة.
- ✓ إعداد ميزانية المنظمة لكل سنة وتقديمها للمؤتمر لمصادقة عليها.
- ✓ تعيين مراجع حسابات المنظمة لمدة سنة واحدة.
- ✓ النظر في البيان الحسابي والتقرير المقدم من مراجع الحسابات ثم تقديمها للمؤتمر للمصادقة عليها.
- ✓ الموافقة على تعيين رؤساء الدوائر ومديري الأقسام عند تسميتهم من قبل الأعضاء.
- ✓ الدعوة إلى عقد اجتماع استثنائي للمؤتمر.
- ✓ إعداد جدول أعمال المؤتمر.

ت) الأمانة العامة

تباشر الأمانة العامة المهام التنفيذية في المنظمة، وتتألف من الأمين العام ونائبه وما يلزم من موظفين، وتعمل في مقر المنظمة، وللأمين العام صلاحية تمثيل المنظمة وإدارة شؤونها، وهو أعلى مسؤول في الأمانة، ويعين عن طريق المؤتمر لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ويأشر الأمين العام المهام التالية:

- ✓ تنظيم أعمال المنظمة، وإدارتها وتأمين القيام بأعمال وواجبات دوائر الأمانة العامة المختلفة.
- ✓ إعداد التقارير لعرضها في اجتماعات مجلس المحافظين، وإحاطة رئيس المجلس وأعضائه علما بجميع أنشطة الأمانة العامة.
- ✓ تأمين إنجاز الواجبات التي تكلف بها الأمانة العامة من قبل مجلس المحافظين أو المؤتمر.

ث) اللجنة الاقتصادية

تعد اللجنة الاقتصادية لمنظمة الدول المصدرة للبترول كجهاز متخصص دائم، عملاً بقرار المنظمة رقم 7/50 واستناداً إلى المادة 41 من النظام الأساسي للمنظمة، وتهدف اللجنة الاقتصادية إلى المساعدة على إيجاد الاستقرار في أسعار البترول العالمية بمستويات عادلة، تماشياً مع المبادئ التي نصت عليها قرارات المنظمة، وتباشر اللجنة أعمالها من خلال الإطار العام لسكرتارية المنظمة كالاتي:

- ✓ إجراء الاتصالات الضرورية مع الهيئات الخاصة والعامة وخصوصاً في مجال البترول.
- ✓ دراسة وضع أسعار البترول بصورة دائمة.
- ✓ عمل الدراسات وجمع البيانات والمعلومات اللازمة لتحقيق أهدافها.
- ✓ تقديم تقارير شهرية إلى الدول الأعضاء في المنظمة عن وضع أسعار البترول.
- ✓ دراسة جميع العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي قد تؤثر على أسعار البترول.
- ✓ إعداد التوصيات بشأن ما تتوصل إليه من وقائع، وعرضها على المؤتمر عن طريق الأمين العام.
- ✓ تقديم تقرير من خلال الأمين العام عن نشاطها في كل اجتماع للمؤتمر، لتمكينه من توجيه الإرشادات والتعليمات اللازمة.

ثانياً: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك OAPEC)

للتعرف أكثر على منظمة الأوابك سيتم التطرق لنشأتها، وأهدافها وهيكلها التنظيمي بالإضافة إلى المشروعات المنبثقة منها وعلاقتها العربية والدولية.

1) نشأة منظمة الأوابك

أنشئت منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، كمنظمة عربية إقليمية ذات طابع دولي، بموجب اتفاقية تم التوقيع على ميثاقها في مدينة بيروت في 9 يناير 1968، بين كل من المملكة العربية السعودية، والكويت، وليبيا، وتم الاتفاق على أن تكون الكويت مقراً للمنظمة، وكان ظهور الـ "أوابك" في ذلك الوقت إنجازاً عربياً مهماً، حيث سادت ظروف تاريخية صعبة أعقبت الحرب العربية الإسرائيلية سنة 1967، علاوة على الروابط التقليدية والتاريخية التي تجمع بين الدول العربية، وبرزت الصناعة البترولية كعامل اقتصادي رئيسي مشترك بين معظم الدول العربية، ومن ثمة برزت حاجة الدول العربية المصدرة للبترول إلى آلية ترسي أسس التعاون فيما بينها وتدعمها في المجالات الاقتصادية، وتختص دون غيرها بشؤون البترول لأهمية وزنه في الدخل الوطني لكل دولة، ولتأثيره على مختلف قراراتها محلياً وقومياً ودولياً، لذلك بادرت الدول الثلاث أنفة الذكر إلى إنشاء هذه المنظمة.

وأثبتت النواة الأولى لأوابك قابليتها للاستمرار وللتوسع، حيث انضمت إلى عضويتها في سنة 1970 كل من الجمهورية الجزائرية، وقطر، والإمارات العربية المتحدة، ومملكة البحرين، وحرصاً من الدول الأعضاء على تدعيم المنظمة، بإفساح المجال لأكثر عدد من الدول العربية للانضمام إليها، وتوثيق روابط المصلحة المشتركة بين أعضائها، فقد تم الاتفاق في مطلع ديسمبر 1971 على تعديل أحد بنود المادة السابعة من اتفاقية إنشاء المنظمة، والمتعلق بشروط قبول انضمام عضو جديد والذي ينص على "أن يكون البترول هو المصدر الرئيسي والأساسي لدخله القومي"، ليصبح "أن يكون البترول مصدراً هاماً لدخله القومي".

ولقبول انضمام أي دولة عربية إلى المنظمة اشترط قبولها بأحكام اتفاقية إنشاء المنظمة وما يطرأ عليها من تعديلات، وأن يوافق مجلس الوزراء على انضمامها بأغلبية ثلاثة أرباع الأصوات، على أن يكون من بينها أصوات جميع الأعضاء المؤسسين، ثم انضمت سوريا والعراق للمنظمة سنة 1972، ومصر سنة 1973، تونس سنة 1982، (توقف نشاطها منذ سنة 1987)، ليصبح عدد الدول الأعضاء 11 دولة عربية، (Oapec History, 2018) الإمارات العربية، البحرين، الجزائر، السعودية، سوريا، العراق، قطر، الكويت، ليبيا، مصر، تونس. (Member Countries, 2018)

2) أهداف منظمة الأوبك

وقد حددت المادة الثانية من اتفاقية إنشاء الأوبك أهدافها الرئيسية كما يلي: (Objective of Organization, 2018)

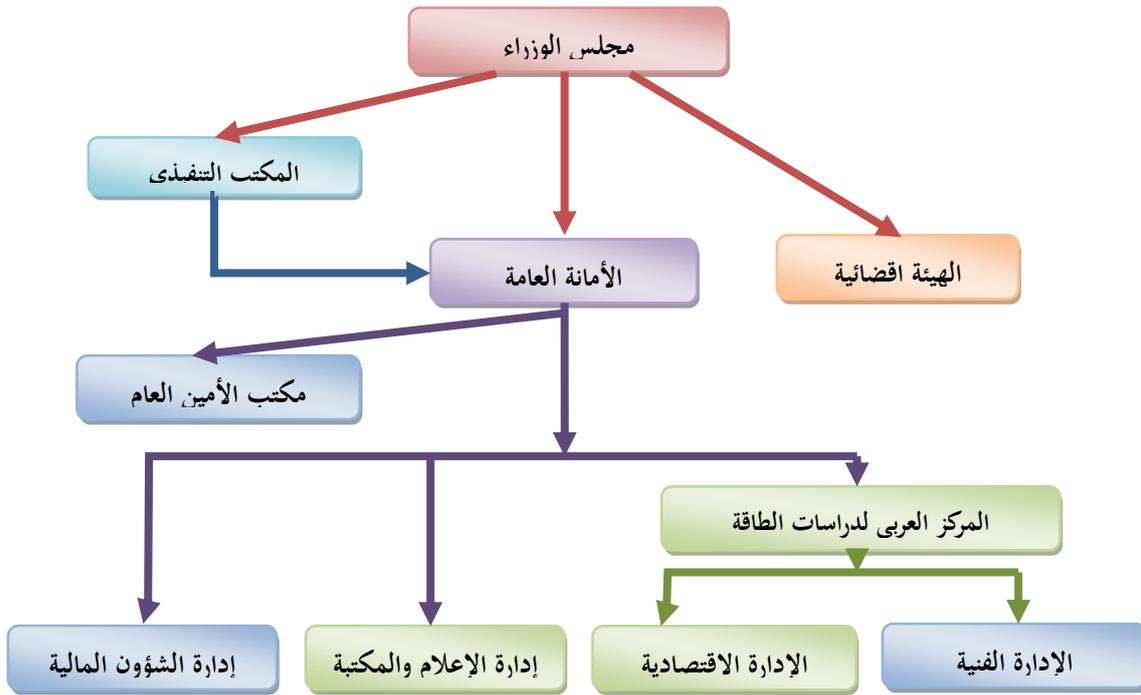
"هدف المنظمة الرئيسي هو تعاون الأعضاء في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي في صناعة البترول وتحقيق أوثق العلاقات فيما بينهم في هذا المجال، وتقرير الوسائل والسبل للمحافظة على مصالح أعضائها المشروعة في هذه الصناعة، منفردين ومجتمعين، وتوحيد الجهود لتأمين وصول البترول إلى أسواق استهلاكه بشروط عادلة ومعقولة، وتوفير الظروف الملائمة لرأس المال وخبرة المستثمرين في صناعة البترول في الأقطار الأعضاء، وتحقيقاً لذلك تتوخى المنظمة على وجه الخصوص ما يلي:

- ✓ اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتنسيق السياسات الاقتصادية البترولية لأعضائها.
- ✓ اتخاذ الإجراءات الكفيلة بالتوفيق بين الأنظمة القانونية المعمول بها في الأقطار الأعضاء إلى الحد الذي يمكن المنظمة من ممارسة نشاطها.
- ✓ مساعدة الأعضاء على تبادل المعلومات والخبرات وإتاحة فرص التدريب والعمل لمواطني الدول الأعضاء في باقي دول المنظمة التي تتوفر فيها إمكانيات ذلك.
- ✓ تعاون الأعضاء في حل ما يعترضهم من مشكلات في صناعة البترول.
- ✓ الاستفادة من موارد الأعضاء وإمكانياتهم في إنشاء مشروعات مشتركة في مختلف أوجه النشاط في صناعة البترول.

3) هيكل منظمة الأوبك

لمنظمة الأوبك هيكل تنظيمي يتم تلخيصه في المخطط التالي:

الشكل (2-1): الهيكل التنظيمي لمنظمة الأوابك



المصدر: (Organization Structure, 2018)

4 الشركات المنبثقة عن منظمة الأوابك

انبثقت عن منظمة الأوابك مجموعة من الشركات تتمثل في:

أ) الشركة العربية البحرية لنقل البترول

وقعت اتفاقية إنشاء الشركة العربية البحرية لنقل البترول في ماي 1972، واتخذت دولة الكويت مقراً لها، وقد حددت أهداف الشركة في القيام بجميع عمليات النقل البحري للمواد الهيدروكربونية، والدول المساهمة في الشركة هي: الإمارات العربية المتحدة، والبحرين، والجمهورية الجزائرية، والمملكة العربية السعودية، والعراق، وقطر، والكويت، وليبيا، ومصر. (Sponsored ventures - AMPTC، 2018)

ب) الشركة العربية لبناء وإصلاح السفن (Asry)

وقعت اتفاقية إنشاء الشركة العربية لبناء وإصلاح السفن (أسري) في سنة 1973، واتخذت من البحرين مقراً لها، وتشترك في عضويتها سبعة دول هي: الإمارات العربية المتحدة، والبحرين، والمملكة العربية السعودية، والعراق، وقطر، والكويت، وليبيا.

وتتمثل أهداف الشركة في القيام بعمليات بناء وإصلاح وصيانة جميع أنواع السفن والناقلات ووسائل النقل البحري الأخرى المتعلقة بنقل المواد الهيدروكربونية وغيرها، وقد أقامت الشركة حوضاً جافاً في البحرين لخدمة ناقلات البترول بوجه خاص في مجال الصيانة والإصلاح، وتحقق الشركة توسعاً في خدماتها ومنشآتها، وأصبحت تحقق أرباحاً مجزية منذ سنوات عديدة. (Sponsored ventures --ASRY، 2018)

ت) الشركة العربية للاستثمارات البترولية (Apicorp)

تم توقيع اتفاقية إنشاء الشركة العربية للاستثمارات البترولية (أبيكوروب) في سنة 1974 واختيرت مدينة الخبر في المملكة العربية السعودية مقراً لها، ويشارك في عضويتها جميع الدول الأعضاء في المنظمة، وحددت أغراض الشركة في الإسهام في تمويل المشروعات المرتبطة خصوصاً بالصناعات البترولية، وأوجه النشاط المتفرعة والمرتبطة بهذه المشروعات والصناعات، وقد كان إنشاء هذه الشركة ضرورياً وذلك لما تتطلبه عملية تمويل مشروعات الصناعة البترولية من رأسمال ضخيم، وهي تساهم في مشروعات عربية مشتركة في المملكة العربية السعودية، والبحرين، وليبيا، والعراق، ومصر، وتونس، والمملكة الأردنية. (Sponsored ventures - APICORP -، 2018)

ث) الشركة العربية للخدمات البترولية

وقعت اتفاقية إنشاء الشركة العربية للخدمات البترولية في سنة 1975، ومقرها في مدينة طرابلس بلبيبا، وتشارك في عضويتها جميع الدول الأعضاء في المنظمة، وتم إنشاؤها للقيام بالخدمات البترولية التي كانت حكرًا على شركات البترول الكبرى المالكة لأسرار الصناعات البترولية وتقنياتها والعمل على امتلاك تلك الخبرات والمهارات في مجال الخدمات البترولية، وذلك عبر إنشاء شركات متخصصة في فرع واحد أو أكثر من فروع الخدمات البترولية، وتنفيذاً لتلك الاستراتيجية قد قامت الشركة بإنشاء ثلاث شركات متفرعة عنها وهي: (Sponsored Ventures - APSCO -، 2018)

✓ الشركة العربية للحفر وصيانة الآبار (آدووك)

تأسست آدووك سنة 1980، وهي الرافد الرئيسي للشركة العربية للخدمات البترولية، حيث تساهم فيها بنسبة 40%، وتمتلك الشركة العربية للاستثمارات البترولية (أبيكوروب) 20% وشركة سانثافي العالمية 40%، ومن ضمن أهدافها القيام بعمليات الحفر البري والبحري، وصيانة الآبار، وحفر آبار المياه، والقيام بالعمليات الفنية الأخرى المصاحبة لعمليات الحفر في الدول الأعضاء وغيرها من الدول.

✓ الشركة العربية لجس الآبار (أولكو)

وتأسست في العراق في سنة 1983، وتمتلكها الشركة العربية للخدمات البترولية بالكامل، وتتخصص الشركة في تنفيذ عمليات جس الآبار وتنقيب البطانات وغيرها من العمليات التقنية الخاصة بصناعة استخراج البترول، وتنحصر أعمالها في العراق.

✓ الشركة العربية لخدمات الاستكشاف الجيوفيزيائي (أجيسكو)

تأسست الشركة في ليبيا سنة 1984 وتساهم الشركة العربية للخدمات البترولية بنسبة 40% من رأسمال هذه الشركة، ويتوزع باقي رأس المال بين شركة جيوسورس - هاليبرتون (40%)، والشركة العربية للاستثمارات البترولية (10%)، والمؤسسة الوطنية للبترول الليبية (10%)، وتقوم هذه الشركة بأعمال المسح الجيوفيزيائي مستخدمة أحدث التقنيات، ويقتصر عمل الشركة داخل دولة ليبيا.

ج) معهد البترول العربي للتدريب

أنشئ المعهد في ماي 1978 ومقره في العراق بمدينة بغداد، وأسندت له مهمة تولي إعداد المدربين والكوادر الإدارية والفنية والقيادات في مختلف مجالات الصناعة البترولية، والقيام بالبحوث والدراسات المتعلقة بالأساليب الحديثة في التنظيم الصناعي ومنهجية

وأساليب التعليم والتدريب، وبالإضافة إلى ذلك كلف المعهد باستحداث نظام مركزي للمعلومات والتوثيق، والمعهد تحت إشراف الحكومة العراقية منذ سنة 1991. (Sponsored ventures -APTI-, 2018)

5) العلاقات الدولية والعربية لمنظمة الأوابك

و التي تخص علاقات الأوابك على الصعيد العربي والدولي: (International Relation, 2018)

أ) علاقات الأوابك على المستوى العربي

وتقوم المنظمة بأنشطة مختلفة على المستويات العربية والإقليمية والدولية، وفي ما يلي عرض لأهم هذه الأنشطة:

✓ ندوات ومؤتمرات عربية متخصصة

تشارك المنظمة في العديد من الاجتماعات التي تعقد في إطار الجامعة العربية، وفي المؤتمرات والاجتماعات والندوات الإقليمية التي تتناول مختلف المواضيع في مجالات الصناعة البترولية، وتنظم الأمانة العامة دورات فنية منتظمة سنويا، منها حلقات دراسية للمختصين في شؤون الاستكشاف والتنقيب، والصناعات الأخرى اللاحقة للإنتاج، يشارك فيها الفنيون من الدول الأعضاء والدول العربية الأخرى. وتجمع هذه اللقاءات بين خبراء صناعات البترول والطاقة من الدول الأعضاء وبعض المتخصصين الأجانب في هذا المجال، ويشمل الأمر كذلك جميع الجوانب الاقتصادية والبيئية والجيوسياسية ذات الصلة بالبترول.

✓ مؤتمر الطاقة العربي

أكد مجلس وزراء المنظمة على استمرارية التعاون مع الدول العربية غير الأعضاء في المنظمة، وأن يتم ذلك بصفة خاصة في نطاق مؤتمرات الطاقة العربية، وجعل من التعاون مع تلك الأقطار أحد المحاور الأساسية لعمل المنظمة، وبدأت فكرة عقد المؤتمر بقرار مجلس وزراء منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول في شهر ماي 1977، وبعد التشاور بين المنظمة والصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي، تم الاتفاق على أن يقوم الاثنان بالإشراف على المؤتمر وتنظيمه لتحقيق شمولية تمثيل الدول العربية ولربط الطاقة بالتنمية.

✓ العمل العربي المشترك

تحرص أوابك وفي إطار العمل العربي المشترك على إقامة علاقات تعاون طيبة مع مختلف المنظمات العربية المختلفة مثل جامعة الدول العربية، والصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي، وصندوق النقد العربي، ومجلس التعاون لدول الخليج العربية ومنظمة الخليج للاستشارات الصناعية.

وتشارك الأوابك في إعداد التقرير الاقتصادي العربي الموحد، حيث تتولى الإدارة الاقتصادية في الأمانة العامة إعداد الجزء المتعلق بالصناعات البترولية واقتصاداتها في الوطن العربي من التقرير الذي يصدر سنويا، وتشارك الأمانة العامة في مختلف الاجتماعات التحضيرية لهذا التقرير الذي تشترك في إعداده كلا من الجامعة العربية والصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي، وصندوق النقد العربي الذي يتولى الإشراف على صياغته النهائية وطباعته ونشره في شكله الورقي والالكتروني.

ب) علاقات الأوابك على المستوى الدولي

تعمل المنظمة على دعم وتنمية علاقاتها واتصالاتها مع العالم الخارجي وذلك لطرح المفهوم العربي حول قضايا الطاقة والتنمية، واستكشاف آفاق التعاون بين الأقطار الأعضاء في المنظمة والبلدان المستهلكة للبترول وكذلك البلدان النامية، والاطلاع على التطورات العلمية والتقنية التي تتحقق في ميدان الطاقة وإمكانية الاستفادة منها.

و تسلك المنظمة في هذا الصدد عدة قنوات من بينها الندوات العلمية المتخصصة التي تعقدها المنظمة مع المنظمات والمؤسسات المماثلة، وخاصة منها تلك المهتمة بشكل مباشر بشؤون الطاقة على المستويين الإقليمي والدولي والجامعات، والمساهمة في المؤتمرات الدولية ذات الصلة بمسائل الطاقة والتنمية، وتعاون المنظمة مع العديد من الهيئات والمؤسسات الدولية العاملة في مجال الطاقة ومنها: وكالة الطاقة الدولية، ومنتدى الطاقة الدولي، والوكالات المتخصصة التابعة لمنظمة الأمم المتحدة، خاصة مؤتمر الأطراف في اتفاقية الأمم المتحدة لتغير المناخ، والمركز الياباني للتعاون البترولي JCCP، كما تتعاون المنظمة مع وزارة الطاقة في الصين، وتشارك بصورة مستمرة في مؤتمر التعاون العربي الصيني.

ثالثا: الوكالة الدولية للطاقة AIE

1) نشأتها

أنشئت وكالة الطاقة الدولية سنة 1974 لضمان أمن إمدادات البترول، وتطورت وكالة الطاقة الدولية على مر السنين، بينما يظل أمن الطاقة مهمة أساسية، فإن وكالة الطاقة الدولية اليوم هي محور النقاش العالمي حول الطاقة، حيث تركز على مجموعة متنوعة من القضايا، بدءا من أمن الكهرباء إلى الاستثمارات، وتغير المناخ وتلوث الهواء، والوصول إلى الطاقة وكفاءتها، والبحث والتطوير والتعاون التكنولوجي والعلاقات الدولية.

ولقد ولدت وكالة الطاقة الدولية مع أزمة البترول 1973-1974، عندما وجدت الدول الصناعية أنها غير مجهزة بشكل كاف للتعامل مع الحضر البترولي الذي فرضه كبار المنتجين والذي دفع بالأسعار إلى مستويات عالية تاريخيا، وأدت هذه الصدمة البترولية الأولى إلى إنشاء الوكالة في نوفمبر 1974 مع تفويض واسع لأمن الطاقة والتعاون في سياسة الطاقة وشمل ذلك إنشاء آلية عمل جماعي للاستجابة بفعالية للاضطرابات المحتملة في إمدادات البترول، وتم ترسيخ إطار العمل في معاهدة وكالة الطاقة الدولية المسماة "اتفاقية برنامج الطاقة الدولي" مع وكالة مستقلة تم إنشاؤها حديثا.

والأعضاء المؤسسون للوكالة الدولية للطاقة هم النمسا، بلجيكا، كندا، الدنمرك، ألمانيا، أيرلندا، إيطاليا، اليابان، لوكسمبورغ، هولندا، النرويج، إسبانيا، السويد، سويسرا، تركيا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة، تلتها اليونان (1976)، ونيوزيلندا (1977)، أستراليا (1979)، البرتغال (1981)، فنلندا (1992)، فرنسا (1992)، المجر (1997)، جمهورية كوريا (2002)، الجمهورية السلوفاكية (2007)، بولندا (2008)، استونيا (2014)، المكسيك (2018).

وتضمن آلية نظام الاستجابة الجماعية للطوارئ التابع للوكالة تأثيراً مستقراً على الأسواق والاقتصاد العالمي، وتم تفعيل هذا النظام ثلاث مرات منذ إنشاء الوكالة، الأول كان في جانفي 1991 أثناء حرب الخليج الأولى، وكان الثاني سنة 2005 بعد أن دمر إعصاري كاترينا وريتا البنية التحتية للبترول في خليج المكسيك، والتفعيل الثالث كان سنة 2011 أثناء الأزمة الليبية.

2) الاجتماع الوزاري وميزانية الوكالة الدولية للطاقة

يجتمع وزراء من الدول الأعضاء كل عامين لحضور الاجتماع الوزاري لوكالة الطاقة الدولية، ويحدد الاجتماع الوزاري رفيع المستوى أولويات استراتيجية واسعة لوكالة الطاقة الدولية، فمن خلال هذا الاجتماع الوزاري تطور الأمانة أفكاراً لبرامج العمل الحالية أو الجديدة، والتي تتم مناقشتها بعد ذلك مع الدول الأعضاء في مختلف لجان الوكالة الدولية للطاقة وتقديمها في النهاية إلى مجلس الإدارة للموافقة عليها، و يتم تحديد حجم ميزانية الوكالة الدولية للطاقة ونطاق عملها المعروف باسم برنامج العمل والميزانية، كل عامين من قبل البلدان الأعضاء في الوكالة الدولية للطاقة، بموافقة مجلس إدارتها، ويمكن للبلدان وأصحاب المصلحة الآخرين في مجال الطاقة تقديم مساهمات طوعية لدعم وتعزيز مجموعة واسعة من الأنشطة في برنامج عمل الوكالة الدولية للطاقة وميزانيتها، حيث تعمل وكالة الطاقة الدولية ضمن الإطار المالي لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. (International Energy Agency, 2018)

3) مهام وكالة الطاقة الدولية

في بداية إنشاء الوكالة الدولية للطاقة، كانت مهمتها الأساسية التصدي أو مواجهة الاضطراب في المعروض البترولي، ولتلبية احتياجات الدول الصناعية من البترول هذا فضلاً عن كونها مصدراً للمعلومات عن إحصائيات أسواق البترول العالمية، وكل قطاعات الطاقة الأخرى، إلا أن وكالة الطاقة الدولية أصبحت فيما بعد، بمثابة مستشار سياسي للدول الأعضاء وهي تتعامل حتى مع الدول الغير أعضاء وخاصة الصين والهند وروسيا، وتسعى الوكالة الدولية للطاقة للتركيز في سياستها على ثلاث محاور أساسية وهي أمن الطاقة، التنمية الاقتصادية، حماية البيئة، كما لها دورا بارزا وجد فعال في تعزيز مصادر الطاقة البديلة، وتفعيل سياسات الاستهلاك العقلاني للطاقة. (History, 2018)

ويتعين على الدول الأعضاء في الوكالة الدولية للطاقة الحفاظ على مستويات المخزون الإجمالي للبترول إلى ما يعادل 90 يوم على الأقل من الواردات الصافية للعام الماضي وهذا كأقل ما يمكن تخزينه لمواجهة الاضطراب في المعروض البترولي، وتسعى الدول الأعضاء في الوكالة دائما إلى فرض المزيد من الضغوط على الدول المنتجة لا لشيء سوى لاقتناص المزيد من عائدات البترول من الدول الفقيرة إلى الدول الغنية، فتنتقل السيولة من الدول المنتجة للبترول إلى الدول الصناعية حيث أن المسألة إذا مالية فقط والحديث عن النقص في حجم الإنتاج غير صحيح، فليس هناك مشروع صناعي في العالم تعطل عن العمل بسبب نقص البترول. (الموسوري، 2005، صفحة 11)

4) المجموعات التابعة لوكالة الطاقة الدولية

بالإضافة إلى مجلس الإدارة، لدى الوكالة الدولية للطاقة العديد من اللجان الدائمة التي تتكون من مسؤولين حكوميين في الدول الأعضاء، والتي تجتمع عدة مرات في السنة، ولكل منها مهامها الخاصة: (Structure, 2018)

أ) المجموعة الدائمة المعنية بمسائل الطوارئ (SEQ):

وهي المسؤولة عن جميع جوانب الاستعداد لحالات الطوارئ البترولية والاستجابة الجماعية لاضطرابات الإمداد.

ب) المجموعة الدائمة لسوق البترول (SOM):

تقوم بمراقبة وتحليل التطورات القصيرة والمتوسطة المدى في سوق البترول الدولية لمساعدة الدول الأعضاء على الاستجابة بسرعة وفعالية لتغيرات السوق.

ت) المجموعة الدائمة للتعاون طويل الأجل (SLT):

وتشجع التعاون بين الدول الأعضاء في وكالة الطاقة الدولية لضمان أمن الطاقة الجماعي، وتحسين الكفاءة الاقتصادية لقطاع الطاقة لديها وتعزيز حماية البيئة في توفير خدمات الطاقة، كما أنشأت SLT فريق العمل المعني بكفاءة الطاقة.

ح) المجموعة الدائمة المعنية بحوار الطاقة العالمي (SGD):

وهي المسؤولة عن العمل مع البلدان والمناطق خارج عضوية الوكالة، بما في ذلك الصين والهند، وتعتمد العديد من مشاريع SGD على الخبرة الإقليمية والقطاعية ويتم تنفيذها بالاشتراك مع أقسام وكالة الطاقة الدولية الأخرى.

خ) لجنة أبحاث الطاقة والتكنولوجيا (CERT):

تقوم بتنسيق وتعزيز تطوير وعرض ونشر التقنيات لمواجهة التحديات في قطاع الطاقة، وأنشأت CERT أربعة فرق عمل:

- ✓ فريق العمل المعني بالطاقة الأحفورية.
- ✓ فريق العمل المعني بتكنولوجيات الطاقة المتجددة.
- ✓ فريق العمل المعني بتكنولوجيات الاستخدام النهائي للطاقة.
- ✓ لجنة التنسيق فيوجن باور.

د) مجموعة الخبراء المعنية بتحديد أولويات البحث والتطوير وتقييمها (EGRD):

هي مجموعة استشارية غير رسمية تابعة لفريق CERT، وهو يدعم مندوبي CERT من خلال المشورة بشأن تحديد أولويات البحث والتطوير، والروابط بأهداف وأساليب السياسة الحكومية في تقييم أنشطة البحث والتطوير.

ذ) لجنة الميزانية والنفقات (CBE):

وتقدم المشورة لمجلس الإدارة بشأن الموارد وإدارتها، ويقدم المشورة لمجلس الإدارة بشأن مسائل الميزانية.

الفرع الثاني: شركات البترول الكبرى الفاعلة في أسواق البترول

وتتكون سوق البترول العالمية من المنتجين والمتمثلين خصوصا في الدول الأعضاء في منظمة الأوبك والدول خارج الأوبك والدول الأعضاء في الأوبك، والتي تستعمل شركات البترول الوطنية من أجل بسط سيطرتها ونفوذها على أسواق البترول العالمية، والمستهلكين والمتمثلين خصوصا في الدول الصناعية والدول النامية، والدول السائرة في طريق النمو، حيث استعملت الدول الصناعية في بداية الأمر ما اصطلح عليه بالشقيقات السبع، ثم الشركات المتعددة الجنسيات من أجل السيطرة على منابع البترول الكبرى في العالم، وقامت أيضا بتأسيس الوكالة الدولية للطاقة، فأسواق البترول العالمية كانت ولا زالت أكبر محطة للصراع ولتصفية الحسابات، وضلت هذه السوق ولسنوات طويلة حكرا على لوبيات البترول، في عصر الشقيقات السبع والتي امتد نفوذها إلى السيطرة على أكبر المناطق المنتجة للثروة البترولية، وفيما يلي سيتم التعقيب على أهم الشركات العالمية الفاعلة في أسواق البترول:

أولا: الشركات العالمية الكبرى (الشقيقات السبع)

تألف الشركات العالمية الكبرى الفاعلة في سوق البترول المسماة الشقيقات السبع، من ثلاث شركات تشكلت بعد تفكيك حكومة الولايات المتحدة لشركة ستاندرد أويل بسبب "قانون شيرمان لمكافحة الاحتكار"، إلى جانب أربع منظمات أخرى تمثل شركات البترول الكبرى، لها هيمنة على إنتاج البترول، وتحسين التوزيع، بالإضافة إلى الاستفادة من الزيادة السريعة في الطلب على البترول وتحويله لأرباح طائلة، وهي منظمة تنظيميا جيدا وقادرة على التفاوض باعتبارها كارتل، والأخوات السبع تمكنا من الحصول على هيمنة على معظم إنتاج دول العالم الثالث من البترول، وكان لها تأثير رافض لبدأ سيطرة الدول العربية على أسعار البترول والإنتاج، من خلال تشكيل أوبك بصورة رئيسية في بداية ، ولقد سيطرت شركات الشقيقات السبع على السوق العالمية للبترول لما يزيد على خمس عقود زمنية حيث كانت تمتلك عادة مميزات منها ارتباطها الوثيق ببعضها، والذي ساعدها في تنسيق سياساتها السعرية فيما بينها، كذلك تمكنت من نسج خيوط شبكة عالمية فيما بينها تمتد لتغطي الأنشطة الإنتاجية المختلفة كالإنتاج، التسويق، النقل والتوزيع، كما أن هناك عاملا ثالثا لا يقل أهمية عن العاملين السابقين مكن هذه الشركات من إحكام السيطرة على السوق العالمي للبترول، وهو وجود هذه الشركات في سوق الولايات المتحدة الأمريكية ذات النفوذ الاقتصادي والسياسي فضلا عن تنوع أنشطتها في الصناعات المختلفة الغير بترولية. (مساني، 2019/2018، صفحة 45)

وتشمل الشركات السبع كل من الشركات التالية:

الجدول (2-2): الشركات العالمية الكبرى (الشقيقات السبع)

مقرها	الشركة	
(المملكة المتحدة) وقد أصبحت تسمى فيما بعد بشركة البترول الانجليزية الإيرانية، وبعد ذلك تحولت تسميتها إلى ما تعرف به اليوم وهو بريتيش بتروليوم (" BP" british petroleum)	شركة البترول الانجليزية-الفارسية (" BP" british petroleum)	01
(الولايات المتحدة الأمريكية) في سنة 1985 اندمجت هذه الشركة مع شركة شفرون، وجزء أصغر منها أصبح ضمن BP بريتيش بتروليوم ، وشركة مزارع كمبرلاند، وكان هذا في ذلك الوقت من أكبر عمليات الاندماج في تاريخ العالم، ولا زالت هناك شبكة من المحطات في شمال شرق الولايات المتحدة تحمل هذا الاسم.	شركة نفط الخليج	02
وهي شركة هولندية-بريطانية.	شركة رويال دوتش شل (royal) dutch shell	03
(الولايات المتحدة الأمريكية) والتي أصبحت فيما بعد تعرف بشركة شفرون chevron.	شركة ستاندرد أويل أوف كاليفورنيا (standard oil of California)	04
(الولايات المتحدة الأمريكية) والتي أصبحت فيما بعد تسمى بشركة EXXON أكسون وقد اتحدت هذه الشركة مع شركة موبيل MOBIL سنة 1999 وأصبحت تسمى بشركة إكسون موبيل EXXON MOBIL.	شركة ستاندرد أويل أوف نيوجارزي standard oil of new) ESSO jersey (EXXON MOBIL)	05
(الولايات المتحدة الأمريكية) والتي أصبحت فيما بعد تسمى بشركة موبيل والتي اتحدت مع شركة إكسون كما سبق ذكره.	شركة ستاندرد أويل أوف نيويورك standard oil of new) (Yourk	06
(الولايات المتحدة) والتي اتحدت مع شركة شفرون chevron عام 2001.	شركة تكساكو Texaco	07

المصدر: (زيدان و يعقوبي، 14 و 15 فيفري 2012، صفحة 6)

لكن اعتباراً من سنة 2017 لم يبق من الشركات السبع سوى " بي بي، أكسون موبيل، رويال داتش شل، شيفرون"، كما أشارت " فاينانشيال تايمز" إلى ظهور مجموعة " الأخوات السبع الجديدة" والتي تشمل "أرامكو السعودية، غاز بروم الروسية، مؤسسة البترول الصينية، الشركة الوطنية الإيرانية للبترول، بتولدي فنزويلا، بتروبراس البرازيلية وبتروناس الماليزية"، والفارق هنا أن هذه الشركات وطنية بالدرجة الأولى تحاول بأقصى طاقتها تحقيق مصالح الدول التي تنتمي إليها وليس بينها اتفاق خفي (مساني، 2018/2019، صفحة 46).

ثانياً: شركات البترول الوطنية الكبرى

هي تلك الشركات التي تكون مملوكة للدولة وتتبع السياسة البترولية للحكومة، الأمر الذي يؤدي لضعف سيطرتها على البترول العالمي لكنها محتكرة للسوق المحلي، ومن بين هذه الشركات نجد خمس شركات وطنية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا فاعلة في أسواق البترول العالمية وهذا باعتبارها من أهم الأطراف التي تشكل أسواق البترول على المستوى الدولي في الوقت الراهن وتتمثل في:

1) شركة سعودي أرامكو السعودية

كانت عملية إنشاء شركة أرامكو السعودية مرنة للغاية، حيث أن الدولة أخذت في تملكها تدريجياً، وشركة أرامكو هي شركة بترول عالمية متكاملة، تم تأميمها بالكامل سنة 1988، ومن أعمالها التنقيب والإنتاج والتكرير والتوزيع، والشحن والتسويق، وتعد أكبر شركة في العالم من حيث القيمة السوقية على الإطلاق. (مارسيل، 2006، صفحة 48)

2) شركة البترول الوطنية الإيرانية

أنشأت إيران شركة البترول الوطنية الإيرانية في الأجواء السياسية المضطربة التي شهدتها إيران في أوساط القرن العشرين، وأقيمت هذه الشركة سنة 1948 كخطوة أولى لعملية التأميم، بينما كانت ما تزال الشركة الانجليزية الإيرانية تحتفظ بالامتيازات التي تمنحها حق الإشراف على معظم الآبار البترولية المعروفة في إيران، وبعد قيام الثورة الإيرانية سنة 1979 ألغى وزير البترول الجديد كل الاتفاقيات البترولية القائمة، وتولى أمر شؤون العمليات المرتبطة بالبترول والغاز من خلال شركة البترول الوطنية الإيرانية، وشركة الغاز الوطنية الإيرانية التي تأسست سنة 1965 وشركة البتروكيميائيات الوطنية التي تأسست سنة 1994. (مارسيل، 2006، صفحة 49)

3) شركة سوناطراك الجزائرية

و أنشأت الجزائر شركة سوناطراك وهي شركة عمومية جزائرية مئة بالمائة، شكلت لاستغلال الموارد البترولية في الجزائر وهي الآن تنشط حتى خارج الجزائر في مالي، وتونس وليبيا، والنيجر ومصر والبيرو، والولايات المتحدة الأمريكية وإسبانيا، وإيطاليا، وفرنسا... الخ، وتشمل أنشطتها جميع جوانب الإنتاج من الاستكشاف، والاستخراج إلى النقل والتكرير وهي تنتج حتى البتروكيميائيات بمختلف أنواعها وأشكالها، وتأسست سوناطراك بعد الاستقلال مباشرة في 1963 ولكن موقعها لم يعتز إلا بعد التأميم الكامل للمحروقات سنة 1971، ولهذا أصبحت سوناطراك المؤسسة الوطنية الوحيدة في الجزائر التي تملك صلاحيات ممارسة النشاط البترولي. (يسري، 2008، صفحة 456)

4) شركة البترول الكويتية

بالنسبة للكويت فقد أسست عدة شركات نفطية وطنية تنشط إلى جانب شركات أجنبية أخرى ومن بين هذه الشركات نجد شركة ناقلات البترول الكويتية، شركة البترول الوطنية الكويتية، وشركة الصناعات البترولية، وشركة البترول الكويتية التي أنشأت سنة 1934 من طرف شركات نفط أجنبية، والتي حصلت عليها الحكومة الكويتية على مرحلتين سنة 1974 وسنة 1975 بسبب الضغط السياسي

الذي مارسه البرلمان الكويتي، وأشارت الحكومة إلى أنها لا ترغب بالاحتفاظ بروابط خاصة مع بريتيش بتروليوم، وغولف أويل، حيث أصبحت المسألة مسألة سيادة وطنية. (مارسيل، 2006، صفحة 50)

5) شركة نفط أبو ظبي الوطنية

أنشأت أبو ظبي شركة أبو ظبي الوطنية سنة 1971، وكان لهذه الشركة عدد من الفروع والمؤسسات الفرعية، وقامت هذه الشركة بتولي أمر مصالح الدولة فيما يتعلق بحقوق أصحاب الامتيازات والالتزامات والعمليات، وبخلاف معظم دول الخليج لم تطالب أبو ظبي أبداً بتملك صناعة البترول الوطنية بنسبة 100%. (مارسيل، 2006، صفحة 51)

المبحث الثاني: أسعار البترول وتقلباتها

يعتبر سعر البترول، من أهم المتغيرات التي تتحكم في سوق البترول وهو يحتل مكانة هامة في التحليل الاقتصادي نظرا لمكانته الكبيرة في الأسواق العالمية، وتعرف أسعار البترول تقلبات كثيرة من شأنها أن تؤثر في العديد من المتغيرات الاقتصادية، ومن خلال هذا المبحث سنحاول التطرق إلى مفهوم أسعار البترول، والتطور التاريخي لأسعار البترول، بالإضافة إلى سياسات ومراحل تسعير البترول، ثم المحددات والعوامل المؤثرة على أسعار البترول.

المطلب الأول: مفهوم تقلبات أسعار البترول

من خلال هذا المطلب سيتم التعرف على مفهوم أسعار البترول وتقلباتها، وأنواع أسعار البترول المعمول بها في السوق العالمي.

الفرع الأول: تعريف أسعار البترول

من المعروف اقتصاديا أن سعر أي سلعة يتحدد في الغالب نتيجة التفاعل بين قوى العرض والطلب عليها، وهذا التفاعل يؤدي في النهاية إلى التوصل إلى سعر محدد تتساوى عنده الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة من هذه السلعة، وهذا يسمى اقتصاديا بحالة التوازن ويسمى السعر في هذه الحالة السعر التوازني أو سعر السوق، ويمكن تعريف سعر البترول كما يلي:

هو " قيمة المادة أو السلعة البترولية معبرا عنها بالنقود، حيث أن مقدار ومستوى أسعار البترول يخضع ويتأثر بصورة متباينة لقوى العوامل الاقتصادية أو السياسية أو طبيعة السوق السائد سواء في عرضه أو طلبه أو الاثنين معا " (الدوري، 1983، الصفحات 194-195)

" وهو سعر البترول الحقيقي أو ما يسمى سعر البترول بالدولار ثابت القيمة، والذي يعبر عن تطور السعر عبر فترة زمنية معينة، بعد استبعاد ما طرأ عليه خلال تلك الفترة من عوامل التضخم أو التغير في معدل تبادل الدولار الذي يتخذ أساسا لتسعير البترول مع العملات الرئيسية الأخرى، ومن هنا يلزم أن ينتسب السعر الحقيقي إلى سنة معينة وهي سنة الأساس " (عبد الله، 2006، صفحة 240).

"سعر البترول هو قيمة السلعة البترولية معبرا عنها بوحدة نقدية في زمان ومكان معين ومعلومين، والعلاقة بين سعر البترول وقيمه ليست ثابتة أو متساوية بل هي في الكثير من الأوقات كانت علاقة غير متكافئة، ويعرف أيضا بالقيمة النقدية لبرميل البترول والمعبّر عنها بالوحدة النقدية الأمريكية (الدولار)" (مجيد، تحليل تقلبات أسعار البترول الخام على الاستقرار الاقتصادي في كل من العراق والجزائر والسعودية للمدة 1990-2010"، 2015، صفحة 211).

إذن سعر البترول هو المقابل النقدي لبرميل البترول في زمان ومكان معلومين، وهو متغير باستمرار وتحكمه عدة عوامل أهمها العرض والطلب على البترول، والأوضاع الاقتصادية والسياسية... الخ

الفرع الثاني: تعريف تقلبات أسعار البترول

ينظر إلى سوق البترول على أنها مكان للعرض والطلب للسلعة البترولية في مدة زمنية معينة، أي تفاعل متغيرات كل من العرض والطلب على البترول والمتغيرات المترتبة عنهما والتأثيرات المتبادلة بينهما، فإذا حدث توافق فإنه يؤدي إلى توازن أسواق البترول واستقرارها، أما إذا حدث تعارض فإن ذلك يؤدي إلى اختلاف في سوق البترول فيظهر ما يسمى بالفائض البترولي أو العجز البترولي، وهذا الاختلاف يسمى بتقلبات أسعار البترول "والتي تعبر عن التغيرات غير المتوقعة والمفاجئة في أسعار البترول، والتي تكون حادة في بعض الأحيان إلى درجة أنها تترك آثارا واضحة سواء على المستهلك أو المنتج، مع اختلاف طبيعة هذا الأثر فيما بينها، وتقلبات أسعار البترول هي نتيجة الاختلالات التوازنية بين العرض والطلب والتي تنشأ من أحداث مختلفة ومتنوعة مثل الحروب والأزمات الاقتصادية وغيرها" (وسيتم عرض أهم تقلبات أسعار البترول في المطلب الموالي). (مجيد، تحليل تقلبات أسعار البترول الخام على الاستقرار الاقتصادي في كل من العراق والجزائر والسعودية للمدة 1990-2010"، 2015، صفحة 212)

الفرع الثالث: أنواع أسعار البترول

هناك عدة أنواع من أسعار البترول تم تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول (2-3): أنواع أسعار البترول

نوع السعر	مفهومه
السعر المعلن	هو سعر محدد ومعلن من طرف العارضين للبترول، وتاريخيا ظهر في أمريكا سنة 1880، واستمر لغاية نهاية خمسينيات القرن 20، وهو متلازم مع حالة الاحتكار.
السعر المتحقق	هو سعر يعبر عن القيمة النقدية للبترول في السوق، في زمن معلوم ومتفق عليه بين أطراف التبادل، وظهر في أواخر خمسينيات القرن 20، بشكل مستقل عن الشركات الاحتكارية.
السعر الإرجاعي	هو القيمة النقدية لوحدة البترول الخام في زمن معلوم ومحدد على أساس السعر الفوري الخام والسعر الترجيعي، وظهر نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات في السوق الفورية الآجلة أي سوق المضاربة.
سعر الإشارة	هو سعر وسطي بين السعر المعلن والسعر المتحقق، وظهر هذا النوع من الأسعار خلال الستينيات، نتيجة إبرام اتفاقيات بترولية بين العديد من الشركات الأجنبية المستقلة والشركات الاحتكارية للدول البترولية.
السعر الرسمي أو الإداري	هو سعر يتحدد بالقيمة النقدية لوحدة البترول في زمن معلوم، ويتحدد من طرف جهة رسمية أو إدارية، وبرز هذا السعر مع بداية السبعينيات للدلالة على أسعار بلدان الأوبك المعلنة رسميا من قبلها، وحاليا يرتبط هذا السعر بالتغيرات التي تحدث في السوق الفورية.
السعر الفوري	هو القيمة النقدية لوحدة البترول خلال زمن محدد، وهو ليس مستقرا، بسبب ارتباطه بعامل العرض والطلب على البترول، وهو سعر مرتبط بظهور السوق الحرة أو الفورية للبترول، ومنذ سبعينيات وثمانينيات القرن 20 تحولت إلى جزء أساسي للسوق البترولية.
سعر التكلفة الضريبية	يستند حساب هذا السعر على تكلفة إنتاج الوحدة البترولية مضافا لها الضرائب والرسوم المختلفة، وهو سعر

متداول داخل البلد فقط.	
هو القيمة النقدية للوحدة البترولية في زمن معلوم، ويحدد على أساس سعر أقل من السعر الرسمي وكذلك أقل من السعر الفوري، ويكون هو السعر المتحقق، وظهر نتيجة وجود فائض للمعروض النقدي في السوق الدولية نهاية الثمانينيات.	سعر المقارضة البترولي
هو سعر يعبر عن القيمة النقدية لوحدة البترول الخام في زمن معلوم، وبوحدات محددة على أساس متوسط أسعار المنتجات البترولية المتفق عليها مطروحا منه تكلفة التكرير وهامش الربح ومصاريف النقل، وظهر هذا السعر منتصف الثمانينيات في السوق لفورية.	السعر الترجيعي

المصدر: (بوفلينج، 2010/2011، الصفحات 84-86)

بالإضافة للأنواع السابقة لأسعار البترول نجد السعرين المتعامل بهما حاليا وهما الأسعار الاسمية والأسعار الحقيقية، وتظهر أهمية التفرقة بين الأسعار الاسمية والحقيقية عندما نكون بصدد مقارنة أسعار أصل بين فترتين مختلفتين: (يوب، 2018/2017، صفحة 43)

1) الأسعار الاسمية

هي الأسعار الحالية التي يجري التعامل بها عمليا في السوق في تاريخ معين، يتحدد بموجبها سعر البرميل البترول الواحد والمتر مكعب من الغاز، وقد تنسب الأسعار إلى أسواق مختلفة مثل سعر برنت أو سعر البترول العربي وغيرها، وقد تشمل أنواع معينة من البترول الثقيل أو الخفيف أو حسب نسب محتوياتها من الكبريت.

2) السعر الحقيقي

هو السعر الاسمي الحالي منسوباً إلى سنة الأساس ويتم حسابه حسب السعر الاسمي الحالي بعد استبعاد تأثير عوامل التضخم المماثلة بين سنة الأساس المعتمدة والسنة الحالية، وبموجبه يتم المقارنة بين القدرة الشرائية المتحققة عن بيع برميل البترول الواحد في السنة الحالية عنها في سنة الأساس.

المطلب الثاني: التطور التاريخي لأسعار البترول للفترة 1973-2018

خضعت أسعار البترول إلى تقلبات عبر التاريخ، وكان ذلك نتيجة مجموعة من العوامل والمؤثرات التي ساهمت بشكل أو بآخر في تغير الأسعار وتقلبها، حيث مرت أسعار البترول بتطورات عديدة خلال القرن الماضي وأوائل القرن الحالي إما متأثرة بظروف السوق أو مؤثرة في دور البترول في الاستهلاك العالمي للطاقة، وفيما يلي أهم تطورات أسعار في الفترة من 1973 إلى 2018:

الفرع الأول: تطور أسعار البترول لفترة 1973-1985

بقيت أسعار البترول الخام عند مستويات متدنية تراوحت بين 1,5 و3 دولار للبرميل منذ الحرب العالمية الثانية وحتى أوائل عقد التسعينات الأمر الذي ساهم في نمو الطلب، ثم ارتفعت إلى أكبر من 10 دولار للبرميل سنة 1979، وتراوحت ما بين 11 و13 دولار

للبرميل سنة 1978، لترتفع إلى 36 دولار في 1980 وهو ما ساهم من زيادة الإنتاج من خارج الأوبك وانخفاض الطلب العالمي على البترول (إبراهيم، 2010، صفحة 136).

وتعود هذه التذبذبات في أسعار البترول إلى الأزمات البترولية التي وقعت في هذه الفترة، حيث أنه بعد سنة 1973 تأكد أن عصر البترول الرخيص قد انتهى، وأن عصر السيطرة المطلقة للشركات البترولية على الأسعار انتهى أيضا، وأن للدول المصدرة للبترول لن ترضى بأقل من القيمة التي تراها عادلة لسعر بترولها، ولذلك تعاقبت مؤتمرات الأوبك لمراجعة الموقف وتصحيح الأسعار فيما يتلاءم والاعتبارات المختلفة خصوصا تزايد التضخم النقدي العالمي (عفيفي، 2003، صفحة 257).

وفي سنة 1982 لجأت منظمة الأوبك إلى خفض الإنتاج سعيا منها لإبقاء الأسعار عند مستوى عال، إلا أن تزايد المعروض البترولي من دول خارج المنظمة، والتخفيضات المتتالية التي أجرتها بريطانيا والترويج لأسعار بترولها بدأ من سنة 1983 بمقدار 5,5 دولار للبرميل، وعدم التزم بعض أقطار منظمة الأوبك بالإنتاج ضمن الحصص المقررة، كل هذه العوامل شكلت عائقا أمام الأوبك ودفعتها إلى خفض سعر البترول ليصبح عند مستوى 30,1 دولار للبرميل سنة 1983 ثم 27,5 دولار سنة 1985، وبداية من سنة 1986 انحارت الأسعار بشكل سريع خلال الأشهر الأولى، فوصل سعر برميل البترول الخام خلالها إلى 13 دولار للبرميل ما ترتب عنه أزمة حقيقية للدول المنتجة للبترول خصوصا أعضاء منظمة الأوبك نتيجة للحملة المعادية التي تبنتها الوكالة الدولية للطاقة بالتعاون مع شركات البترول الكبرى.

الفرع الثاني: تطور أسعار البترول في الفترة 1986-2000

من خلال الجدول التالي سيتم تحليل أهم تطورات أسعار البترول الاسمية والحقيقية خلال الفترة (1980 - 2000):

الجدول (2-4): أسعار البترول الخام الاسمية والحقيقية (1980-2000)

السنة	السعر الاسمي (دولار للبرميل)	السعر الحقيقي (دولار للبرميل)	الرقم القياسي (100=1995)
1980	36	67,2	53,6
1981	34,2	58,4	58,6
1982	31,7	50,4	62,9
1983	30,1	45,3	66,4
1984	28,1	40,4	69,6
1985	27,5	37,9	72,5
1986	13	17,3	75,0
1987	17,7	22,9	77,4
1988	14,2	17,7	80,3

83,6	20,7	17,3	1989
87,2	25,6	22,3	1990
91,1	20,4	18,6	1991
93,7	19,6	18,4	1992
96,0	17,0	16,9	1993
97,9	15,8	15,5	1994
100	16,9	16,9	1995
101,7	20,0	20,3	1996
103,4	18,1	18,7	1997
104,7	11,7	12,3	1998
105,9	16,5	17,5	1999
107,3	25,7	27,6	2000

المصدر: (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2004، صفحة 86)

في هذه المرحلة شهد متوسط تلك الأسعار انخفاض من خلال انهيارها سنة 1986 إلى حوالي 13 دولار للبرميل لتتعافى بعد ذلك وتستقر عند متوسط 17,3 دولار للبرميل خلال الفترة 1986-1996، حيث عاد النمو الموجب في الطلب والزيادة في الإنتاج لمنظمة الأوبك في تلك المدة (إبراهيم، 2010، صفحة 136).

وفي سنة 1998 تعرضت أسواق البترول العالمية إلى عدة ظروف أدت إلى حدوث اختلال كبير في العرض والطلب، فمن ناحية الطلب عرفت دول آسيا أزمة اقتصادية أثرت على حجم الاستهلاك فانعكس ذلك سلبا على مستوى الطلب، أما من ناحية العرض العالمي للبترول فقد ارتفعت الإمدادات البترولية لدول الأوبك من 25 مليون برميل في اليوم إلى 27,5 مليون ب/ي، وقد ساهم ذلك في رفع مستوى احتياطات البترول في الدول الصناعية مما ساهم في زيادة الاختلال في أسواق البترول، فانخفض السعر إلى حدود 12,3 دولار للبرميل، وأثرت أزمة البترول سنة 1998 على اقتصاد كافة دول العالم وعلى الدول المنتجة للبترول بصفة خاصة حيث انخفض معدل نمو هذه الأخيرة من 3,4 % سنة 1997 إلى 1,8 % سنة 1998، وبداية من 1999 تحسنت الأوضاع وارتفع السعر إلى 17,5 دولار للبرميل بسبب خفض إنتاج دول الأوبك ودول من غير الأوبك، فوصل السعر سنة 2000 إلى 27,6 دولار للبرميل.

الفرع الثالث: تطور أسعار البترول للفترة (2001-2013)

من خلال الجدول التالي سيتم تحليل تطورات وتقلبات أسعار البترول العالمية خلال الفترة (2000-2013):

الجدول (2-5): أسعار البترول الخام الاسمية والحقيقية 2000-2013 (دولار/ برميل)

السنة	السعر الاسمي (دولار للبرميل)	السعر الحقيقي (دولار للبرميل)	الرقم القياسي (100=2000)
2000	27,6	100,0	27,6
2001	23,1	101,8	22,7
2002	24,3	103,4	23,5
2003	28,2	105,1	26,8
2004	36,0	107,2	33,6
2005	50,6	109,5	46,2
2006	61,0	111,8	54,6
2007	69,1	114,3	60,5
2008	94,4	116,5	81,0
2009	61,0	117,4	52,0
2010	77,4	118,4	65,4
2011	107,5	120,0	89,6
2012	109,5	121,5	90,1
2013	105,9	123,0	86,1

المصدر: (الأمين العام للأوباك، التقرير السنوي، 2018، صفحة 57)

في مطلع سنة 2001 شهدت أسعار البترول انخفاضا في مستوياتها حيث بلغ السعر 23,1 دولار للبرميل بسبب أحداث 11 ديسمبر 2001 (الأمين العام للأوباك، التقرير السنوي، 2001، الصفحات 4-5)، وشهدت أسواق البترول في 2002 العديد من العوامل التي كان لها أثر واضح في تحسين مستويات الأسعار كالاهتمام المتزايد بالوضع في منطقة الشرق الأوسط وتعليق الصادرات العراقية لفترة شهر وعدم استقرار الأوضاع في فنزويلا في نهاية 2002، كل تلك الأسباب ساهمت في رفع أسعار البترول إلى 24,3 دولار للبرميل (الأمين العام للأوباك، التقرير السنوي، 2002، صفحة 120).

وفي 2003 ارتفع سعر البترول إلى 28,2 دولار للبرميل ويعود هذا الارتفاع إلى عدة أسباب دعمت هذا الارتفاع في الأسعار (مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، 2003، صفحة 12).

وواصلت أسعار البترول ارتفاعها خلال السنوات المئوية 2004، 2005، 2006، حيث سجلت معدل 36، و50،6، و61 دولار للبرميل على التوالي، مسجلة بذلك أعلى المستويات والتي لم تشهدها من قبل.

وفي سنة 2007 ارتفعت أسعار البترول بشكل لافت حيث كسرت حواجز قياسية، واستمرت في الصعود من 69,1 دولار للبرميل في سنة 2007 و94,4 دولارا للبرميل سنة 2008، ولكنه سرعان ما اتجهت الأسعار نحو الهبوط وذلك بسبب المخاوف على الطلب العالمي وركود الاقتصاد العالمي، والذي كان سببه أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في شهر أكتوبر من سنة 2008، وفي 2009 استقرت أسعار البترول عند 61 دولار للبرميل، في حين أنها ارتفعت إلى 77,84 دولار سنة 2010 لتصل إلى أعلى قيمة لها في 2012 والتي قدرت بـ 109,55 دولار للبرميل، ثم انخفضت بعدها الأسعار لتصل إلى 105,9 دولار للبرميل في 2013، هذا وتميزت أسعار البترول العالمية خلال سنة 2013 بحالة من الاستقرار النسبي برغم انخفاضها لأول مرة منذ سنة 2009 وإن كان بدرجة متواضعة، حيث تراوحت المعدلات الشهرية لأسعار البترول الخام ضمن نطاق محدد ما بين حوالي 101 و109 دولار للبرميل خلال معظم أشهر السنة، وبلغ المتوسط السنوي للسلة 105,9 دولار للبرميل منخفضا بحدود 3,6 دولار للبرميل، أي ما يعادل انخفاض نسبته 3% بالمقارنة مع سنة 2012 (الأمين العام للأوابك، التقرير السنوي، 2013، صفحة 44).

الفرع الرابع: تطور أسعار البترول للفترة (2014-2018)

من خلال الجدول التالي سيتم تحليل تطورات وتغيرات أسعار البترول الخاصة بالفترة (2000 إلى 2013):

الجدول (2-6): أسعار البترول الخام الاسمية والحقيقية (2014-2018) (دولار/ برميل)

السنة	السعر الاسمي (دولار للبرميل)	السعر الحقيقي (دولار للبرميل)	الرقم القياسي (2000=100)
2014	96,2	124,7	77,1
2015	49,5	126,3	39,2
2016	40,7	127,5	31,9
2017	52,5	129,3	40,6
2018	69,8	131,6	53,0

المصدر: (الأمين العام للأوابك، التقرير السنوي، 2018، صفحة 57)

من خلال الجدول السابق يمكن الملاحظة أن أسعار البترول العالمية انخفضت خلال سنة 2014 بشكل ملحوظ لتصل إلى أقل مستوياتها منذ سنة 2010، حيث تراوحت المعدلات الشهرية لأسعار البترول العالمية ضمن نطاق كبير ما تراوح بين 59,5 و107,9 دولار للبرميل خلال السنة، وبلغ المتوسط السنوي لأسعار البترول العالمية 96,2 دولار للبرميل خلال السنة منخفضا بحدود 9,7 دولار للبرميل، ما يعادل انخفاض نسبته 9% بالمقارنة مع سنة 2013، وشهد النصف الأول من السنة تقلبات سعرية محدودة لتتراوح خلاله

المعدلات الشهرية لأسعار البترول ما بين 104,2 و 107,9 دولار للبرميل، بالمقارنة مع النصف الثاني من السنة الذي شهد انخفاضاً حاداً في الأسعار (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2014، صفحة 44).

هذا وواصلت أسعار البترول العالمية انخفاضها خلال سنة 2015 بشكل ملحوظ لتصل إلى أقل مستوياتها، حيث تراوحت المعدلات الشهرية للأسعار ضمن نطاق كبير ما بين 33,6 و 62,2 دولار للبرميل، وبلغ المتوسط السنوي لأسعار البترول العالمية 49,5 دولار للبرميل، مشكلاً بذلك انخفاضاً بحدود الـ 48,5 % أي ما يعادل الـ 46,7 دولار للبرميل مقارنة مع سنة 2014، وشهد النصف الأول من سنة 2015 تحسناً نسبياً للأسعار تجاوزت خلاله المعدلات الشهرية للأسعار حاجز الـ 60 دولار للبرميل مقارنة مع النصف الثاني من نفس السنة، والذي شهد عودة تراجع الأسعار إلى ما دون الـ 40 دولار للبرميل (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2015، صفحة 43).

ثم بلغ انخفاض أسعار البترول العالمية حدته بداية سنة 2016 لتسجل أدنى مستوى لها منذ سنة 2005، حيث تراوحت المعدلات الشهرية للأسعار ضمن نطاق واسع تراوح بين 26,5 و 51,7 دولار للبرميل، وبلغ المتوسط السنوي لها الـ 40,7 دولار للبرميل، مشكلاً بذلك انخفاضاً نسبة 17,8 % أي ما يعادل الـ 8,8 دولار للبرميل مقارنة مع سنة 2015 (صندوق النقد العربي، 2017، صفحة 94)، وشهد النصف الأول من سنة 2016 تحسناً للأسعار تجاوزت خلاله المعدلات الشهرية حاجز 45 دولار للبرميل، أما النصف الثاني من سنة 2016 فقد شهد تبايناً في متوسط أسعار البترول العالمية بين الارتفاع والانخفاض ليتجاوز حاجز 51 دولار للبرميل مع نهاية السنة (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2016، صفحة 47).

وتحدد مستويات أسعار البترول العالمية عادة نتيجة لتأثير جملة من العوامل المتنوعة والمتداخلة، ومن العوامل الرئيسية التي أدت إلى انخفاض أسعار البترول خلال سنة 2016 ما يلي:

- ✓ عدم تأثير التطورات الجيوسياسية التي شهدتها بعض الدول العربية المصدرة للبترول مثل العراق وليبيا على حجم الإنتاج، وهو ما جاء مخالفاً للتوقعات العالمية التي كانت تشير إلى ارتفاع أسعار البترول خلال 2014.
- ✓ تباطؤ معدلات نمو الطلب العالمي على البترول بشكل عام، والطلب الأمريكي والأوروبي والصيني بشكل خاص، والتي تعد من أهم الأسواق الرئيسية المستهلكة للطاقة، وخاصة مع استمرار معاناة العديد من الدول الأوروبية اقتصادياً ومالياً، وتزايد المخاوف بشأن تباطؤ وتيرة نمو الاقتصاد العالمي.
- ✓ كان للمضاربات دور كبير خاصة خلال النصف الثاني من السنة في ظل طبيعة العوامل الجيوسياسية السائدة آن ذاك (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2014، الصفحات 45-46).
- ✓ يعد استمرار وفرة الإمدادات العالمية رغم تراجع الإمدادات البترولية لمجموعة دول خارج أوبك، من أبرز الأسباب التي أدت إلى انخفاض أسعار البترول، خاصة مع توجه دول منظمة أوبك إلى الحفاظ على حجم إنتاجها لضمان حصتها السوقية بدلاً من محاولة رفع الأسعار بخفض الإنتاج، ما أدى إلى زيادة كبيرة في إجمالي إنتاجها البترولي، وهو ما خلق فجوة بين العرض والطلب.
- ✓ ارتفاع مستويات المخزون البترولي العالمي بأنواعه المختلفة بحوالي 3,4 % مقارنة بمستويات سنة 2015، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت مسؤولة وحدها عن نحو 22,1 % من هذه الزيادة.

✓ ارتفاع سعر صرف الدولار بالنسبة للعملة الرئيسية تدريجياً منذ بداية سنة 2014، خاصة بعد قيام مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة على الدولار بنحو ربع نقطة مئوية في نهاية سنة 2015 لتبلغ 0,5%، الأمر الذي ساهم في خفض أسعار البترول خوفاً من ارتفاع معدلات التضخم (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2016، الصفحات 49-50).

كما شهدت سنة 2016 تطورات في نمط فروقات الأسعار والمتمثلة في اتساعها بين أسعار البترول الخفيفة منخفضة المحتوى الكبريتي والثقيلة عالية المحتوى الكبريتي خلال السنة مقارنة مع السنة السابقة، حيث وصل الفرق بين سعر بترول برنت (الأعلى جودة ممثلاً للبترول الخفيفة) وسعر بترول دبي (مثلاً للبترول الثقيلة) إلى 2,4 دولار للبرميل خلال سنة 2016 بالمقارنة مع 1,4 دولار للبرميل خلال السنة السابقة، في حين يقل سعر سلة أوبك عن سعر بترول برنت بواقع 3 دولارات للبرميل خلال السنة.

ثم ارتفعت أسعار البترول العالمية خلال سنة 2017 لتصل إلى أعلى معدل لها منذ 2014، حيث تراوحت المعدلات الشهرية للأسعار ضمن نطاق واسع تراوح ما بين 45,2 و62,1 دولار للبرميل خلال السنة، وبلغ المتوسط السنوي للأسعار 52,5 دولار للبرميل مشكلاً بذلك ارتفاعاً بنسبة 29% أي ما يعادل الـ 11,8 دولار للبرميل مقارنة بسنة 2016.

وشهد النصف الأول من سنة 2017 تباين في اتجاهات أسعار البترول ما بين الارتفاع والانخفاض، وقد تراوحت خلاله المعدلات الشهرية للأسعار بين 45,2 دولار للبرميل و52,4 دولار للبرميل، أما النصف الثاني من سنة 2017 فقد شهدت أسعار البترول اتجاه تصاعدي ملحوظ ليتجاوز المعدل الشهري لسعر سلة خامات أوبك حاجز 62 دولار للبرميل مع نهاية السنة (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2017، صفحة 56).

ومن أهم العوامل الرئيسية التي أدت إلى ارتفاع أسعار البترول خلال سنة 2017 ما يلي: (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2017، الصفحات 58-59)

✓ خفض الإنتاج بين دول منظمة أوبك ومنتجي البترول من خارجها، والذي دخل حيز التنفيذ بدءاً من شهر جانفي 2017، مع ارتفاع نسبة الالتزام بهذا الاتفاق، وقرار تمديد العمل به حتى نهاية 2018، خاصة مع توجه دول منظمة أوبك نحو تحقيق التوازن في أسواق البترول العالمية، وهو ما أدى إلى تراجع في إمدادات البترول للمنظمة والتي يمثل إنتاجها نحو 40% من إجمالي الإمدادات العالمية سنة 2017.

✓ ارتفاع الطلب العالمي على البترول بشكل عام سنة 2017، والطلب الأمريكي والصيني بشكل خاص، بفضل التحسن الملحوظ في أداء الاقتصاد الأمريكي، وتحسن أداء القطاع الصناعي في الصين.

✓ انخفاض مستويات مخزونات البترول العالمية بحوالي 1,7% مقارنة بسنة 2016، لا سيما في الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، التي قلصت الزيادة في إجمالي مخزونات البترول الخام التجارية لديها عن متوسط الخمس سنوات الماضية البالغ 2,8 مليار برميل إلى 140 مليون برميل فقط في أكتوبر 2017، مقارنة مع زيادة بلغت 338 مليون برميل في جانفي 2017، وتعد الولايات المتحدة الأمريكية مسؤولة وحدها عن نحو 66% من انخفاض المخزون العالمي للبترول.

✓ انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مسجلا أكبر خسارة سنوية له منذ 2003 مقابل سلة من العملات الرئيسية الأخرى، حيث تأثر أداء الدولار الأمريكي خلال 2017 بانخفاض عائد السندات الأمريكية، بفعل الشكوك في قدرة الرئيس الأمريكي على المضي قدما في تنفيذ وعوده الانتخابية.

وواصلت أسعار البترول العالمية ارتفاعها خلال سنة 2018 لتصل إلى أعلى مستوياتها منذ 2015، حيث شهدت المعدلات الشهرية للأسعار تذبذبا ضمن نطاق واسع تراوح بين 65,3 و79,4 دولار للبرميل خلال الإحدى عشر شهرا الأولى من السنة قبل أن تتراجع إلى 56,9 دولار للبرميل خلال شهر ديسمبر 2018، وبلغ المتوسط السنوي للأسعار 69,8 دولار للبرميل مشكلا بذلك ارتفاعا نسبته 33,2% أي ما يعادل الـ 17,4 دولار للبرميل، مقارنة مع سنة 2017 (منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، التقرير السنوي للأمين العام للأوبك، 2019، صفحة 50).

ومن أهم العوامل الرئيسية التي أدت إلى تباين اتجاه أسعار البترول خلال سنة 2018 ما يلي (منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، التقرير السنوي للأمين العام للأوبك، 2019، الصفحات 52-53):

✓ زيادة التوقعات بشأن ارتفاع الطلب العالمي على البترول، وضعف الدولار الأمريكي الذي انخفض في نهاية شهر جانفي 2018 إلى أدنى مستوياته منذ شهر ديسمبر 2014 مقابل سلة عملات رئيسية، والتوترات الجيوسياسية، وانخفاض المخزون العالمي للبترول، وخاصة مخزون البترول الخام الأمريكي التي تراجعت إلى أدنى مستوى لها منذ شهر فيفري 2015، والتي كان لها دورا رئيسيا في ارتفاع الأسعار خلال الربع الأول من سنة 2018.

✓ ارتفاع إنتاج البترول في الولايات المتحدة الأمريكية كان له دورا رئيسيا في ارتفاع الأسعار خلال الربع الثاني من 2018.

✓ تصاعد التوترات الجيوسياسية وما صاحبها تزايد المخاوف بشأن نقص إمدادات البترول العالمية مع اقتراب دخول الضغوطات الاقتصادية الأمريكية على قطاع الطاقة الإيراني حيز التنفيذ في شهر نوفمبر 2018 والتراجع المستمر في إنتاج فنزويلا، وانخفاض مخزونات البترول الخام الأمريكي إلى أدنى مستوى لها منذ فيفري 2015 كان لها دورا رئيسيا في ارتفاع الأسعار.

✓ قرار تمديد خفض الإنتاج الذي توصلت إليه دول منظمة أوبك مع بعض منتجي البترول من خارجها حتى نهاية 2018 مع التحسن الملحوظ في الالتزام بهذا الاتفاق.

المطلب الثالث: مراحل تطور النظام العالمي لتسعير البترول

مر نظام تسعير البترول بتطورات عديدة خلال القرن الماضي وأوائل القرن الحالي إما متأثرا بظروف السوق أو مؤثرا في دور البترول في الاستهلاك العالمي للطاقة، وفيما يلي عرض للمراحل التي مر بها نظام تسعير البترول:

الفرع الأول: مرحلة سيطرت الشركات الاحتكارية على التسعير من 1859 - 1970

قبل التطرق إلى المراحل التي مر بها تسعير البترول الاحتكاري، يجب التعقيب على نوع السعر السائد خلال هذه المرحلة بنوع من التفصيل، وهو السعر المعلن:

✓ **السعر المعلن:** وهو السعر الذي يعلنه المشتري أو البائع بطريقة تقليدية للتعبير بأن هذا هو السعر الذي يكون مستعدا لقبوله لعرض مجموعة من براميل البترول الخام أو المنتجات البترولية، وهذا النوع من الأسعار يكون في ظل الأسواق الاحتكارية، وقد أعلنت هذه الأسعار لأول مرة من قبل شركة ستاندارد أويل نيو جرسى الأمريكية سنة 1880، وكانت هذه الشركة قد فرضت سيطرتها على عمليتي نقل وتكرير البترول الخام، واستمر ذلك حتى سنة 1911 حين حلت الحكومة الأمريكية احتكار ستاندارد أويل، وفي العشرينات من القرن الـ20 توحدت شركات البترول الكبرى في تنظيم واحد متكامل مسيطر على جميع مجالات الصناعة البترولية العالمية، وقد أدى اتفاق هذه القلة فيما بينها بشأن تقسيم الأسواق والتسعير، إلى وجود كارتل بترولي انعدم في ظلّه توفر أي درجة من درجات التنافس في سوق البترول خاصة فيما يتعلق بالأسعار (جامع، 2012/2011، صفحة 88).

ومنه فالسعر المعلن هو السعر الذي كان يتخذ من قبل الشركات البترولية الاحتكارية وذلك وفقا لمصالحها ومصالح دولها (يوب، 2018/2017، صفحة 20).

وتم تقسيم مرحلة تسعير البترول الاحتكاري إلى النقطتين التاليتين:

أولاً: نظام نقطة الأساس الوحيدة للتسعير

وفقا لهذا النظام فإن سعر البترول المصدر من أي ميناء في العالم يكون مساويا لسعر بترول خليج المكسيك، مضافا إليه تكاليف النقل والتأمين من الخليج إلى ميناء التفريغ وليس من ميناء الشحن إلى ميناء التفريغ، (السماك و باشا، 1979، صفحة 234) والسبب في اختيار سعر بترول خليج المكسيك كسعر مرجعي يعود إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر المستهلك الأول للبترول في العالم، ولأن خليج المكسيك يعد المكان الوحيد في العالم الذي يصل فيه عدد الصفقات إلى حجم يكفي لتشكيل سوق حقيقية، وكان ذلك بعد الحرب العالمية الثانية على أثر مشروع مارشال في إعادة بناء أوربا وفقدان الولايات المتحدة الأمريكية لمركزها كأول مصدر للبترول في العالم وتحولها إلى دور المستورد، حيث أصبح بترول الشرق الأوسط يتمتع بقدر كبير من الأهمية لمنافسة البترول الأمريكي في أوربا الغربية، ففي سنة 1911 بلغ سعر البترول الأمريكي 1,62 سنتا للبراميل وكانت أسعار بترول الخليج العربي أقل من أسعار بترول خليج المكسيك بمقدار 53 سنتا للبراميل مما أعطاه ميزة تنافسية جديدة، لذلك حل ميناء ساوثها ميتون في إنجلترا محل ميناء نابولي كنقطة تعادل فيها أسعار الخليجين، وفي مرحلة لاحقة وعلى أثر تحديد الإنتاج في الولايات المتحدة الأمريكية وفي فنزويلا قامت شركات الكارتل البترولي بتخفيض بترول الشرق الأوسط حيث وصل إلى 1,65 سنتا للبرميل وبالتالي ازدادت منافسة أسعار بترول الشرق الأوسط للبترول الأمريكي، داخل الولايات المتحدة الأمريكية (يوب، 2018/2017، صفحة 21).

ثانياً: نظام نقطتي الأساس للتسعير

استمر العمل بنظام نقطة الأساس الوحيدة بصورة شبه مستقرة حتى سنة 1944 عندما احتجت الحكومة البريطانية على إتباع هذا الأسلوب، وقد تم التوصل سنة 1947 إلى نظام جديد باعتبار الخليج العربي كنقطة أساس ثانية، وأصبح سعر البترول المصدر من موانئ الخليج العربي مساويا للسعر المعلن لبترول خليج المكسيك، مع اعتبار أجور الشحن تقع في البحر المتوسط بالقرب من جزيرة مالطا،

وقد كانت أية تغييرات في أسعار بترول الولايات المتحدة الأمريكية يتبعها تغييرات في أسعار بترول الشرق الأوسط، إلا أن هذه التغييرات لم تكن تحدث بصورة متماثلة تماما (السماك و باشا، 1979، الصفحات 230-231).

وقد مرت مرحلة الأسعار المعلنة الاحتكارية بثلاث مراحل: (يوب، 2018/2017، صفحة 21)

1) المرحلة الأولى لاحتكار الأسعار

سادت هذه المرحلة إلى بداية خمسينات القرن الماضي ولم يكن للأسعار المعلنة أي معنى بالنسبة للدول البترولية المضيفة، حيث اقتصر دورها على تلقي حفنة من العوائد النقدية من الشركات البترولية والتي أخذت أشكالاً مختلفة من المدفوعات مثل الإيجار والمكافأة عند اكتشاف البترول والإتاوة الضريبة والتي لم تكن مرتبطة بأي شكل بأسعار البترول.

2) مرحلة مناصفة الأرباح

بين سنة 1950 و 1953 تم عقد اتفاقيات بين الدول البترولية والشركات المنتجة وذلك لاحتساب عوائد هذه الدول على أساس اقتسام ما يتحقق من أرباح بصورة متساوية بين حكومات هذه الدول والشركات المنتجة وذلك في ضوء الأسعار المعلنة للبترول، إلا أنه في ظل هذه الأوضاع كان السعر المعلن للبترول يفتقد المعنى الاقتصادي لمفهوم السعر.

3) مرحلة اتفاقيات المشاركة

والتي بدأت في أواخر الستينات بالتزامن مع موجات التأميم، حيث طالبت الحكومات بالمشاركة في ملكية الإنتاج، وأعطت عقود المشاركة هذه الحق للحكومات في الإنتاج الجاري تساوي نسبة المساهمة، لكن هذا النظام لم يدم طويلاً حيث بحلول سنة 1975 لم يعد له أي وجود، وأبرزت مرحلة اتفاقيات المشاركة سعرين جديدين للبترول الخام بالرغم من أن السعر السائد هو السعر المعلن: (جامع، 2012/2011، صفحة 90)

✓ **السعر الرسمي أو الحكومي:** الذي على أساسه تبيع الدولة حصتها من الإنتاج لطرف ثالث.

✓ **سعر إعادة الشراء:** وجدت الحكومات أنه من السهل والضروري أن تبيع بترولها إلى الشركات البترولية ذاتها، وذلك لأن الحكومات لم يكن لديها مؤسسات التسويق اللازمة لبيع البترول لمستهلكين آخرين، ولذلك تبيع لهم بسعر إعادة الشراء، الذي ينص عليه في الاتفاقية، والذي كان غالباً يساوي 94,1% من السعر المعلن.

في ظل هذا النظام كانت كميات البترول التي تباع إلى طرف ثالث قليلة، والنصيب الأكبر كان عن طريق إعادة الشراء، وقد كان هذا النظام والذي ضم السعرين السابقين إضافة إلى السعر المعلن غير فعال، حيث يمكن للمشتري أن يحصل على البترول بأسعار مختلفة.

الفرع الثاني: مرحلة المفاوضات بين الأوبك والشركات البترولية من 1970 إلى 1973

في أوائل 1959 قامت الشركات البترولية العاملة في فنزويلا بتخفيض الأسعار المعلنة للبترول الخام الفنزويلي من 3,07 دولار للبرميل إلى 2,92 دولار للبرميل، وذلك ردا على الخطوات التي اتخذتها الحكومة الفنزويلية في مجال تعديل ضريبة الدخل على الشركات نفسها لكي ترفع حصتها من العوائد البترولية.

وقد تجاوزت الأسعار المعلنة للبترول العربي والأمريكي أسعار الخام الفنزويلي في فيفري 1959، فانخفض سعر برميل البترول الأمريكي ليصبح 3,14 دولار وسعر برميل البترول العربي الخام 1,94 دولار للبرميل، وبرزت ردود فعل الدول العربية اتجاه التخفيض في أسعار بترولها الخام، وعقدت مؤتمر قمة عربي بالقاهرة سنة 1959 لمواجهة الموقف السلبي الصادر من شركات البترول الكبرى، للتنديد بقرار خفض أسعار البترول العربي الخام، غير أن الشركات تجاهلت نداء الدول العربية واستمرت في إجراءاتها التعسفية، حيث أصبح السعر المعلن للبترول العربي الخام يتراوح من 1,80 إلى 1,84 للبرميل مقابل 3,14 للبترول الأمريكي.

لذا تم عقد مؤتمر في بغداد بدعوة الحكومة العراقية يوم 14 سبتمبر 1960 ضم ممثلين عن ثلاثة دول عربية وهي العراق والكويت والسعودية، إضافة إلى إيران وفنزويلا، حيث انبثق في ختامه قرار تأسيس منظمة الأقطار المصدرة للبترول "الأوبك" OPEC، وأصبحت فيينا مقرا لها، وفي قرارها الأول وجهت الأوبك دعوات صريحة بضرورة استقرار الأسعار المعلنة للبترول الخام، وبالذات البترول العربي في السوق العالمية، ولقد حققت منظمة الأوبك منذ تأسيسها وحتى سنة 1970 بعض الإنجازات الإيجابية لصالح أقطارها الأعضاء، فيما كانت شركات البترول الكبرى تشكل خلال الفترة تجمعا قويا ضد دول منظمة الأوبك، وقد استطاعت المنظمة من جانبها أن تحافظ على مستوى ثابت لأسعار البترول الخام لدولها الأعضاء من الانخفاض حتى سنة 1970 فكان سعر برميل الخام السعودي 1,80 دولار للبرميل طوال عقد الستينات (عبادة، 2011/2010، الصفحات 29-30).

الفرع الثالث: مرحلة نظام التسعير المسند إلى الأوبك من 1973 إلى 1986

في سبتمبر 1973 طالبت أوبك بإعادة فتح المفاوضات مع الشركات البترولية لمراجعة اتفاقية طهران، مطالبة بزيادة جديدة في السعر المعلن، لكن الشركات رفضت هذا الطلب وكنتيجة لذلك قام ستة أعضاء خليجين من أوبك بالإعلان (ومن طرف واحد) عن رفع فوري للسعر المعلن للبترول السعودي العربي الخفيف من 3,65 دولار إلى 5,12 دولار في 11 أكتوبر 1973، وفي ديسمبر 1973 رفعت أوبك السعر المعلن لكن الشركات البترولية رفضت هذا الطلب، ونتيجة لذلك قام ستة أعضاء خليجين من أوبك (ومن طرف واحد) بالإعلان عن رفع فوري للسعر المعلن للبترول العربي الخفيف إلى 11,51 دولار إثر قرار استخدام الدول العربية لسلاح البترول، إضافة إلى تخفيض الإنتاج بـ 5% كل شهر حتى تنسحب إسرائيل من الأراضي الفلسطينية التي احتلتها سنة 1967 واسترداد الشعب الفلسطيني لحقوقه، ومنذ هذا التاريخ تحول مركز قوى التسعير من الشركات العالمية إلى أوبك، حيث أصبح من حق الدول الأعضاء وضع أسعار البيع الرسمية لبترولها الخام، حيث قامت أوبك بتنظيم هذه الأسعار الرسمية نسبة إلى سعر البترول السعودي (العربي الخفيف) كسعر مرجعي، على أن تقوم كل دولة عضو باحتساب أسعارها الرسمية لبترولها بسعر العربي الخفيف مع احتساب أو الخصم حسب الخصائص

الفيزيائية والكيميائية وخصائص الموقع، ففي هذه المرحلة سعر البيع الرسمي للدول خارج الأوبك يرتبط بطريقة أو بأخرى بأسعار أوبك (جامع، 2012/2011، صفحة 91).

واشتمل هيكل أسعار أوبك الرسمية على نوعين فرعيين من الأسعار وهما: (يوب، 2018/2017، صفحة 24)

- ✓ سعر أساس مطلق لبترول العربي الخفيف باعتباره مرجع للهيكل الكامل للأسعار.
- ✓ أسعار رسمية للبترول الأخرى لدول أوبك التي يتم تحديدها بعد حسم مسألة سعر البترول المرجعي، باستخدام آلية عامة للتسعير يطلق عليها فروقات الأسعار.

وقد مرت الأسعار بتطورات مهمة خلال فترة إدارة أوبك لعملية التسعير والتي امتدت من سنة 1974 ولغاية 1985 وارتبطت بمفهوم الأسعار الرسمية للبترول الخام التي تحددها الدول المنتجة.

الفرع الرابع: مرحلة انهيار نظام أوبك للتسعير وانطلاق التسعير المعتمد على السوق

اكتسبت منظمة الأوبك مكانة هامة في نظام التسعير العالمي للبترول خلال الفترة السابقة إلا أن الظروف تغيرت، حيث انخفض الطلب في منتصف الثمانينات بسبب الانكماش في الاقتصاد العالمي، إضافة إلى عدم التوافق الذي ظهر بين أعضاء الأوبك، حيث كانت السعودية تحاول الدفاع عن السوق العالمية وتحتصر أسواقها مقابل ذلك، والمنتجون الآخرون يعوضون إنتاجهم بحسومات عن أسعارها المرجعية، نتيجة لذلك انخفض الطلب على البترول السعودي من 10,2 مليون برميل في اليوم سنة 1980 إلى 3,6 مليون برميل في اليوم سنة 1985، وفي سنة 1986.

بغرض استعادة السعودية لحصتها السوقية تبنت نظام العائد الصافي للتسعير بغرض استعادة أسواقها، وبعد فترة قصيرة تبعتها باقي الدول المصدرة للبترول، حيث قاد هذا الأمر إلى عرض فائض المنتجات البترولية بأسعار منخفضة، مما دفع أسعار الخام إلى الانخفاض مسببة انهيار من 26,69 دولار في جويلية 1985 إلى 9,15 دولار في جويلية 1986، وعقب هذا الانهيار في أسعار البترول تخلت أوبك عن نظامها الإداري في تسعير البترول، وأصبح نظام تسعير البترول مرتبط بسعر السوق وقد اعتمد هذا النظام لأول مرة من قبل شركة البترول الوطنية المكسيكية PEMEX سنة 1986 والذي تلقى قبولا واسعا بين مختلف منتجي البترول (جامع، 2012/2011، صفحة 93).

المطلب الرابع: المحددات والعوامل المؤثرة على أسعار البترول

بتزايد أهمية البترول وتناقص كمياته المعروضة، تتزايد الصراعات والحروب الدولية وأخرى أهلية وداخلية، والتي تؤثر في الإمدادات وتضغط على المعروض وبالتالي الأسعار، بالإضافة إلى عوامل جيوسياسية واقتصادية ومالية وأمنية وجيولوجية ومناخية تؤثر في العرض والطلب على البترول وبالتالي الأسعار، فإذا اختل التوازن بين العرض والطلب لصالح أحدهما انخفض أو ارتفع سعر البترول، فنقص المعروض في ظل تزايد الطلب بسبب وجود تلك العوامل العدة أو بعضها وتفاعلها يرفع الطلب على البترول وبالتالي يرفع سعره (بن جمعة، 2005، صفحة 04).

وفيما يلي عرض لأهم المحددات والعوامل المؤثرة على أسعار البترول، والمتمثلة في الطلب العالمي للبترول، والعرض العالمي للبترول، والمضاربة في أسواق البترول العالمية:

الفرع الأول: الطلب العالمي للبترول

أولاً: مفهوم الطلب على البترول

يقصد بالطلب البترولي مقدار الحاجة الإنسانية المنعكسة في جانبها الكمي والنوعي على سلعة البترول سواء كانت بترول خام أو منتجات بترولية عند سعر معين وخلال فترة زمنية محدودة، بهدف إشباع تلك الحاجات سواء لأغراض استهلاكية (كالبنزين وغيره) أو لأغراض صناعية إنتاجية (كالمنتجات البترولية المستخدمة في الصناعة البتر وكيمياوية) (الدوري، 1983، صفحة 147).

ويمكن تعريف الطلب على البترول من خلال مرونته كالاتي:

الطلب على البترول طلب مشتق لأن منتجات المكررة والمصنعة كمنتجات نهائية قابلة للاستعمال والاستهلاك النهائي هي التي تؤثر في الطلب على البترول الخام، فالمرونة تعني استجابة الطلب على سلعة ما بشكل محسوس بالنسبة للتغير في سعر هذه السلعة، ويكون الطلب مرنا عندما يتأثر بالتقلبات في سعر السلعة، ويتصف بعدم المرونة عندما لا يستجيب لتلك التغيرات، ومن هنا تم طرح السؤال: هل الطلب على البترول يتصف بالمرونة؟ في هذا الخصوص يلاحظ " جان بير أولسم " ما يلي:

✓ أن الطلب على البترول على المدى الطويل يعتبر من دون شك مرنا، لأن التوجه نحو المصادر البديلة (كالفحم، الطاقة النووية، الشمسية... إلخ) ممكن جدا لكن يحتاج إلى وقت طويل حتى يتم وضعها للاستغلال الاقتصادي، لأن تقنية تنمية مصادر الطاقات البديلة تعترضها العديد من الصعوبات.

✓ أما على المدى القصير فقد تم معاينة عدم مرونة الطلب على البترول بالنسبة للتغير في السعر عدة مرات إذ بقي الطلب ثابتا أو واجه زيادة مع استمرار الارتفاع في الأسعار، حيث لم تؤثر تلك الارتفاعات في خفض الطلب على البترول خاصة لدى الدول الصناعية وهي السوق الأهم، ويختلف الأمر بالنسبة للدول الفقيرة التي تجد نفسها عاجزة على مواجهة الارتفاع الكبير للأسعار (يوب، 2018/2017، صفحة 33).

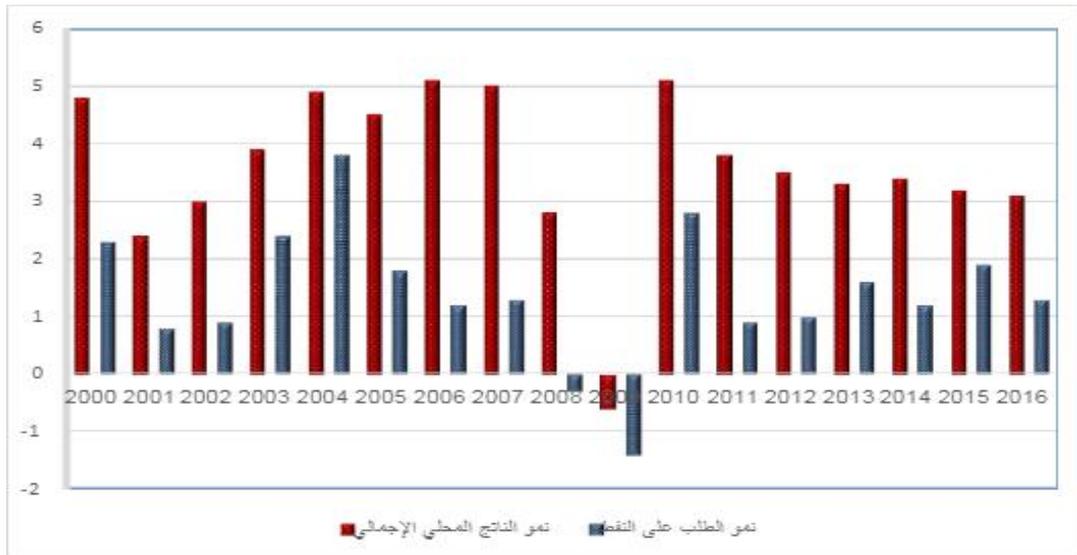
ثانياً: محددات الطلب على البترول

هناك عدة عوامل ومحددات تؤثر في الطلب على البترول أهمها:

1) الناتج المحلي الإجمالي

ويقصد به مرونة الطلب الداخلية، والذي يعد أحد أهم العوامل المؤثرة والمحددة للطلب على البترول العالمي، والعلاقة طردية بين الدخل وتغير الطلب في حال ثبات بقية العوامل، وقد شهد العالم ارتفاعاً شبه مستمر للناتج المحلي الإجمالي منذ بداية الألفية الثالثة (مجيد، سوق البترول العالمية في الألفية الثالثة مع إشارة خاصة لدول أوبك (دراسة تحليلية قياسية)، 2019، صفحة 457)، والشكل التالي يوضح نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي والطلب على البترول من 2000 إلى 2018:

الشكل (2-2): نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي والطلب على البترول من 2000 إلى 2018



المصدر: (مجيد، سوق البترول العالمية في الألفية الثالثة مع إشارة خاصة لدول أوبك (دراسة تحليلية قياسية)، 2019، صفحة 457)

من خلال الشكل البياني الموضح لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي والطلب على البترول، يظهر جلياً تأثير الناتج المحلي الإجمالي العالمي على الطلب العالمي للبترول، وذلك من خلال العلاقة الطردية بينهما والتي يوضحها الشكل حيث كلما ارتفع الناتج المحلي الإجمالي العالمي ارتفع معه الطلب العالمي على البترول، والعكس صحيح.

2) هيكل الناتج القومي

سبق وأن أفدنا أن الدول الصناعية تستهلك أضعاف ما تستهلكه الدول النامية من الطاقة، ويرجع ذلك أساساً إلى أهمية مركز القطاع الصناعي في هيكل الناتج القومي لهذه الدول مع ما تتميز به من استهلاك كثيف للطاقة خاصة للصناعات الإنتاجية، مقارنةً بهيكل إنتاج الدول النامية الذي يتميز عموماً بسيطرة القطاعات الأولية مثل الزراعة والصناعات الاستخراجية (بيبي، 2012/2011، صفحة 13).

3 أسعار البترول العالمية

ويقصد بها مرونة الطلب السعرية وكما هو معروف هناك تناسب عكسي بين سعر السلعة والكمية المطلوبة منها في حال ثبات بقية العوامل، والواقع أن الطلب على البترول أظهر مرونة أكبر في الأجل الطويل على مرونته في الأجل القصير (مجيد، سوق البترول العالمية في الألفية الثالثة مع إشارة خاصة لدول أوبك (دراسة تحليلية قياسية)، 2019، صفحة 456)، وكأي سلعة يتأثر الطلب على البترول بأسعاره، حيث يقل الطلب في حالة ارتفاع الأسعار ويزيد نسبياً عند انخفاضها، واقتصادياً يعبر عن هذه الاستجابة بمصطلح " مرونة الطلب السعرية" حيث تعبر عن نسبة التغير في الكمية المطلوبة من السلعة إلى نسبة التغير في سعرها (جامع، 2012/2011، صفحة 49).

4 مصادر الطاقة البديلة

السلع البديلة أو المنافسة هي إحدى العوامل المؤثرة على الطلب البترولي إيجابياً أو سلبياً، حيث يكون التأثير إيجابياً في حالة تعذر منافستها لسعر البترول وبالتالي عدم إنقاصها للطلب البترولي أو انكماشه، أي استمرار توسع وازدياد نمو الطلب البترولي، بينما يكون التأثير سلبياً في حالة تمكن السلع البديلة وبأسعارها المنافسة من حلولها محل السلعة البترولية وبالتالي تخفيض أو انكماش الطلب البترولي (الدوري، 1983، صفحة 155).

5 درجة كثافة وكفاءة استهلاك المنتجات البترولية

تتباين دول العالم بحجم وكثافة استهلاك المنتجات البترولية، عموماً بدأت الدول الصناعية المتقدمة إتباع سياسة ترشيد استهلاك الطاقة منذ سبعينات القرن الماضي، بعد ارتفاعات أسعار البترول الهائلة التي شهدتها العالم، ورغم انهيار الأسعار في ثمانينات القرن الماضي إلا أن السياسة التي اتبعتها الدول الصناعية استمرت ولم تتغير، وتعد اليابان في مقدمة البلدان الصناعية الأقل استهلاكاً للبترول، والتباين كبير حتى بين الدول النامية نفسها، حيث في سنة 2016 بلغ معدل استهلاك الفرد من الطاقة في الإمارات 80,2 برميل مكافئ بترول في السنة، ووصل في قطر 124,2 برميل مكافئ بترول في السنة، في حين بلغ في الجزائر 10,6 برميل مكافئ بترول في السنة، والسعودية 51,8 برميل مكافئ بترول في السنة.

وبلغت حصة الدول العربية 5,6 % من إجمالي استهلاك الطاقة في العالم في سنة 2015، بينما بلغت حصة الدول الصناعية 41,9 % مقابل 45,3 % للدول النامية و7,2 % لدول الاتحاد السوفياتي السابق.

6 الضرائب

يعتبر البترول وعاءاً للضريبة في معظم الدول المستهلكة، وما تضيفه بعض الحكومات على سعر المنتجات البترولية تجاوزت نسبته ثلثي السعر النهائي، فعلى سبيل المثال في سنة 2016 بلغت نسبة الضريبة على لتر الغازولين في إيطاليا 67,28 %، وفي فرنسا 65,45 %، وفي ألمانيا وبريطانيا على التوالي 65,03 %، 67,55 %، وبهذه السياسة تقلل تأثير انخفاض سعر البترول على الكميات

المطلوبة، بسبب عدم وصوله للمستهلك النهائي (مجيد، سوق البترول العالمية في الألفية الثالثة مع إشارة خاصة لدول أوبك) (دراسة تحليلية قياسية)، 2019، صفحة 456).

7) المناخ

يرتفع استهلاك الطاقة في الدول التي يزداد فيها البرد في الشتاء والحرارة في الصيف عن المناطق معتدلة المناخ.

و يتحدد الطلب على البترول إضافة إلى العوامل السابقة بسميزات أخرى أهمها أنه طلب مشتق، أي أنه مشتق من الطلب على المنتجات البترولية، بالإضافة إلى ما يتميز به مواصفات سياسية وأمنية ينفرد بها عن معظم السلع المتداولة في التجارة الدولية، إلى جانب اشتراكه مع بدائل الطاقة الأخرى في أنه طلب بديل بمعنى أنه لا يمكن دراسته مستقلا عن دراسة الطلب على المصادر البديلة للطاقة (بيبي، 2012/2011، صفحة 13).

ثالثا: نمو الطلب العالمي على البترول من سنة 2000 إلى 2018

منذ ثمانينات القرن الماضي لم يظهر الطلب العالمي على البترول انخفاضا سوى في عامي 2008 و 2009، متأثرا بالأزمة المالية العالمية وتداعياتها السلبية على الاقتصاد العالمي، إذ تعتبر حالة الاقتصاد العالمي معيارا مهما لمعرفة حجم الطلب العالمي على البترول، وتراجع النمو الاقتصادي إلى 2,8 % سنة 2008 و 0,6 % سنة 2009، بعد أن بلغ 5 % سنة 2007، وانخفض على إثر ذلك الطلب العالمي للبترول من 1,3 % في سنة 2007 إلى 0,3 % و 1,4 % على التوالي سنتي 2008 و 2009، وبتعافي الاقتصاد العالمي من الأزمة المالية بلغ معدل النمو الاقتصادي سنة 2010 حوالي 5,1% وارتفع الطلب على البترول حينها إلى 2,8 %، وواصل ارتفاعه طوال السنوات التي عكبت الأزمة العالمية السابقة الذكر، وتجدد الملاحظة هنا إلى أن الطلب على البترول انخفض في سنة 2009 بمقدار 1,7 مليون برميل في اليوم قياسا بحجم الطلب سنة 2007، ولكن في حال مقارنته بحجم الطلب سنة 2000 نلاحظ أن الطلب ارتفع بمقدار 7,9 مليون برميل في اليوم سنة 2009، حيث بلغ الطلب العالمي على البترول سنة 2000 حوالي 76,4 مليون برميل في اليوم، هذا استمر الطلب العالمي على البترول ارتفاعه مقارنة بسنة 2000 إلى أن بلغ 98,7 مليون برميل في اليوم سنة 2018 (مجيد، سوق البترول العالمية في الألفية الثالثة مع إشارة خاصة لدول أوبك) (دراسة تحليلية قياسية)، 2019، صفحة 456).

والجدول التالي يوضح نمو الطلب العالمي على البترول خلال فترة الدراسة:

الجدول (2-7): نمو الطلب العالمي على البترول خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	إجمالي الطلب العالمي (مليون ب/يوم)	السنوات	إجمالي الطلب العالمي (مليون ب/يوم)
2000	76,20	2010	86,9
2001	77,16	2011	88,1
2002	77,82	2012	89
2003	79,56	2013	91,1

92	2014	82,34	2004
94,2	2015	83,65	2005
95,6	2016	84,58	2006
97,3	2017	86,5	2007
98,7	2018	86,1	2008
		84,7	2009

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على أعداد مختلفة من التقارير السنوية لمنظمة الأوبك.

الفرع الثاني: العرض العالمي للبترول

إن الكميات المعروضة من البترول تعتمد بالدرجة الأولى على حجم الاحتياطيات البترولية المؤكدة ومدى تطورها سواء في الدول الرئيسية المنتجة أو الدول الأخرى، كما أن الكميات المعروضة تخضع لمدى اكتشاف المزيد من الاحتياطيات البترولية، وكميات استخراج البترول من هذه الاحتياطيات، وكميات الاستخراج هذه تتوقف على مدى تطور العلاقات الإنتاجية " فكل اكتشاف كبير لاحتياطي جديد وزيادة في الطاقة الإنتاجية والتصديرية أو تعطلها لأي سبب يؤثر على الكميات المعروضة من البترول وبالتالي على الأسعار المحددة" (نزهدت، 2011).

أولاً: تعريف العرض العالمي للبترول

"يمثل عرض البترول تلك الكميات المعروضة من البترول ومنتجاته في السوق، بغرض تبادلها بسعر معين وفي زمن معلوم (بوفلينج، 2011/2010، صفحة 72)، ويختلف عرض البترول عن عرض بقية المواد الأولية، بالإضافة إلى أن قرارات الإنتاج في هذه الصناعة مرتبطة بعوامل غير اقتصادية في كثير من الأحيان، الأمر الذي يجعل التنبؤ بعرض البترول العالمي صعب" (الدوري، 1983، صفحة 13).

ثانياً: العوامل المحددة والمؤثرة على العرض العالمي للبترول

شهد العرض العالمي للبترول نمواً خلال فترة الدراسة حيث ارتفع من نحو 77 مليون برميل في اليوم سنة 2000 إلى نحو 99 مليون برميل في اليوم سنة 2018، لكن لم تكن نسبة نمو العرض العالمي للبترول موجبة دائماً بل شهدت تراجعاً في بعض السنوات، ويعود ذلك لعدة عوامل سيتم ذكرها بعد الجدول التالي والذي يوضح نمو العرض العالمي للبترول خلال فترة الدراسة:

الجدول (2-8): نمو العرض العالمي للبترول خلال الفترة (2000-2018)

إجمالي العرض العالمي للبترول (مليون ب/يوم)	السنوات	إجمالي العرض العالمي للبترول (مليون ب/يوم)	السنوات
86,5	2010	77	2000
87,6	2011	77,19	2001
89,6	2012	76,71	2002
90,3	2013	79,31	2003
92,6	2014	83,07	2004
95,5	2015	84,23	2005
95,7	2016	84,38	2006
96,4	2017	84,5	2007
99	2018	85,7	2008
		84,2	2009

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على أعداد مختلفة من التقارير السنوية لمنظمة الأوبك.

هناك نوعين من العوامل المحددة والمؤثرة على نمو العرض العالمي للبترول:

1) العوامل المؤثرة على العرض العالمي للبترول الخاضعة للسوق

ويقصد بها العوامل الحرة للعرض العالمي للبترول ونجد من بينها: الاحتياطيات البترولية، الاستثمارات، العوامل الفنية، أسعار وتكاليف الإنتاج، حجم الطلب، الطاقات الإنتاجية الفائضة والقطاعات الأخرى في الصناعة البترولية.

أ) الاحتياطي العالمي للبترول

يمثل الاحتياطي العالمي للبترول مجموع الاحتياطيات البترولية في جميع أنحاء العالم، وتعرف بأنها تلك الكميات من البترول المكتشف والتي يتوقع استخراجها تجارياً من مكانها مستقبلاً، لكن كل تقديرات الاحتياطيات تتضمن قدراً من عدم اليقين، الذي يعتمد على قدر المعلومات الجيولوجية والهندسية الدقيقة المتوفرة في وقت تقدير الاحتياطي (جامع، 2012/2011، صفحة 29)، ويمكن القول أنه كلما زاد حجم الاحتياطي العالمي للبترول زاد العرض العالمي للبترول والعكس صحيح.

ب) مقدار الطلب على البترول

إن مقدار الطلب على البترول من العوامل المؤثرة على العرض العالمي للبترول بصورة كبيرة، فالطلب قد يكون مقداره كبيرا أو متوسطا أو صغيرا، وقد يكون متزايدا بصورة طردية أو مستقرا أو متناقصا، والعلاقة بين الطلب والعرض هي علاقة طردية أي كلما كان الطلب كبيرا ومتزايدا في معدلات نموه فإن تأثيره إيجابي على تطور عرض السلعة البترولية وبصورة واسعة ومطرودة وهذا هو واقع حال الطلب البترولي في عالمنا المعاصر، وإذا كان الطلب صغيرا أو محدودا أو متناقصا فإن تأثيره سلبي على العرض العالمي للبترول (عبادة، 2011/2010، صفحة 52).

ت) الأسعار والتكاليف

يستجيب العرض العالمي للبترول لتغيرات الأسعار، حيث يؤدي ارتفاع مستوى الأسعار إلى دخول آبار جديدة حيز الإنتاج حيث في ظل الأسعار المرتفعة تصبح قادرة على تغطية التكاليف الحدية التي كانت تفوق إيرادها الحدي المتوقع، والتي لم تكن تغطيها الأسعار قبل الارتفاع، ونتيجة لذلك تحدث زيادة في الإنتاج العالمي للبترول، وبالمقابل سيتوقف الإنتاج في الآبار ذات التكاليف العالية في حالة انخفاض الأسعار وخاصة على المدى المتوسط والطويل (يوب، 2018/2017، صفحة 27)، إذن يمكن القول أن هناك علاقة عكسية بين تكلفة إنتاج البترول وكمية عرضه.

ث) الطاقات الإنتاجية الفائضة

والتي تحدد قدرة العرض على الاستجابة لحجم الطلب بمدى توافر الإمكانيات الإنتاجية الفائضة في وقت معين، حيث تملئ قواعد اقتصادات البترول بأن تكون هناك طاقات إنتاجية فائضة أو إضافية تستخدم لمواجهة الانخفاض الفجائي للإمدادات العالمية أو لمواكبة الزيادة الفجائية للطلب، كما يتحدد العرض العالمي للبترول طرديا بمدى الحصول على معدات إنتاجية عالية التطور التكنولوجي، وذلك قصد الوصول إلى كفاءة عالية تسمح بتوفير أكبر عرض من البترول، وترتبط هذه الطاقات الاحتياطية بالاستثمارات السابقة في مختلف القطاعات الصناعية البترولية، في حين يقود مستوى الأسعار وتوقعاته والتوقعات المستقبلية للطلب العالمي قمة هذه الاستثمارات (جامع، 2012/2011، صفحة 33).

ج) سعر السلع البديلة

قبل اكتشاف البترول كمادة يعتمد عليها في الحياة البشرية كانت هناك مصادر أخرى للطاقة كالفحم، وبالنظر لتكالييفها الباهظة وصعوبة استخراجها تم اللجوء للبترول باعتباره أقل مصادر الطاقة كلفة، لكن مع مرور الزمن ووقوع أزمات بترولية أصبح اهتمام الدول الصناعية التفكير في مصادر طاقة جديدة مثل الطاقة الشمسية والذرية والفحم، فأصبحت تنافس البترول بالرغم من قلة بعضها (كالطاقة الذرية) واختلاف خصائصها وفوائدها وطرق استغلالها اقتصاديا وصناعيا (عبادة، 2011/2010، صفحة 53).

ح) المنافسة بين المنتجين للبترول

إن أسواق البترول تتكون من عدد من المنتجين وتحاول كل دولة أو شركة بترولية الحصول على أكبر حصة من السوق وعلى أرض الواقع فإن هذه المنافسة موجودة بين الدول أعضاء منظمة الأوبك والدول الغير أعضاء في المنظمة، وكل طرف يحاول الظفر بأكثر حصة من السوق البترولي، وهذا من شأنه أن يؤثر على الكميات المعروضة (الدوري، 1983، صفحة 121).

فالمنافسة يمكن أن نجدها بين دول أعضاء منظمة الأوبك نفسها، وهي بالتقريب قائمة بين دول الخليج العربي التي تمتلك احتياطي ضخمة وهائل من البترول، والتي تحاول بيع أكبر كمية ممكنة من البترول، فهي لا تهتم بالأسعار لأنها لا تعاني من مشاكل اقتصادية أو مالية، أما الدول الضعيفة والمتوسطة فهي ترغب في بيع كمياتها بسعر مرتفع وذلك نظرا للمشاكل الاقتصادية والمالية التي تعاني منها وبالتالي يصعب على أوبك في بعض الأحيان فرض حصص الإنتاج لكل دولة عضوة (عبادة، 2011/2010، صفحة 54).

2) العوامل المؤثرة على العرض العالمي للبترول الخارجة عن إطار السوق

ويقصد بها تلك العوامل الغير حرة ولا يمكن التحكم فيها أو توقعها كالعوامل الآتية الذكر:

أ) العوامل الجيوسياسية

وتلعب العوامل الجيوسياسية دورا هاما في التأثير على الإمدادات البترولية، مثل ما حدث في أزمة قناة السويس سنة 1965 حيث أغلقت القناة في وجه ناقلات البترول واضطرت للدوران حول رأس الرجاء الصالح، مما تسبب في تأخيرها في الوصول بالإضافة إلى استهلاكها لكميات أكبر من الوقود، ما نتج عنه نقص مؤقت في الإمدادات وكما حصل في الصدمة البترولية الأولى سنة 1973 حيث توقف تصدير البترول نحو الدول المساندة لإسرائيل ما أدى إلى عجز في إمدادات البترول، وما حدث كذلك في حرب الخليج الأولى بين العراق وإيران سنة 1981 حيث توقف تقريبا الإنتاج البترولي في العراق، في حين هبط الإنتاج الإيراني إلى النصف، وثمة مشاكل سياسية تحدث أيضا في دول أخرى مثل فنزويلا وعلاقتها السيئة مع الولايات المتحدة الأمريكية، وتهدداتها المتكررة لها من حين لآخر لاسيما أن لفنزويلا ثماني مصافي في الولايات المتحدة الأمريكية التي تستورد نحو 60% من استهلاكها البترولي، وكذلك مشاكل الاحتلال العراقي للكويت، حيث ارتفع سعرا البترول لمدة ثلاثة أو أربعة أشهر ووصل إلى 40 دولار ثم عاود الهبوط لوجود احتياطات طاقوية من دول أخرى داخل الأوبك وخارجه (الجبلي، 2008، الصفحات 53-56)، إضافة إلى الحرب على العراق سنة 2003، وثورات الربيع العربي سنة 2011، والتي كان لها تأثير مهم على الإمدادات البترولية.

ب) العوامل المناخية

وتؤثر العوامل المناخية على المعروض العالمي للبترول بشكل كبير، حيث تؤثر الأعاصير في أسواق البترول العالمية في انخفاض الإمدادات مؤقتا بسبب إخلاء المنصات البحرية وتوقف عمليات الإنتاج البحرية إضافة إلى تأخر حاملات البترول في الوصول إلى الموانئ

وهذه الآثار تعتبر مؤقتة، إلا أن هناك آثار أخرى قد تكون أطول مثل تضرر المنصات البحرية أو منشآت الإنتاج أو شبكات الأنابيب في حالة الزلازل، والأعاصير (الجليبي، 2008، الصفحات 58-59).

من أهم العوامل المناخية المفاجئة التي أثرت في عرض البترول نذكر: (يوب، 2018/2017، صفحة 31)

- ✓ برودة الطقس في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا في الربيع الأول والرابع من سنة 2007 ما أدى إلى زيادة الطلب على وقود التدفئة.
- ✓ مخاوف من زيادة قوة الإعصار (دين) وتأثيره في منشأة البترول المكسيكية وإغلاق وحدات مصافي البترول الأمريكية.
- ✓ تسبب الإعصار المداري (جونو) وقف عمليات الإنتاج والتحميل في سلطنة عمان وإغلاق مؤقت للميناء العماني.
- ✓ إعصار كاترينا وإعصار (امبرتو) الذي ضرب مصافي البترول في الولايات المتحدة الأمريكية.
- ✓ توقف إنتاج البترول الأمريكي عقب إعصار (إيفان) الذي حرم الولايات الأمريكية المتحدة من أكثر 10 ملايين برميل من الإنتاج وذلك منتصف شهر سبتمبر 2004، إضافة لتوقف الإنتاج في بعض حقول المكسيك نتيجة لهذا الإعصار.

ت) سياسات الدول المنتجة

والتي تسمى بالسياسة البترولية أو سياسة الإنتاج، والتي لها قوة تأثير كبيرة في عرض البترول سواء بالزيادة أو بالثبات، وتتمثل هذه السياسات في مجموعة الإجراءات التي تتخذها جهة أو جهات معينة لتسيير كيفية استغلال البترول من خلال التحكم في هذا الأخير بصورة خاصة.

فسياسة تخفيض أو توقيف إنتاج البترول تعتبر سلاحا اقتصاديا وسياسيا هاما في أسواق البترول، ومثال ذلك ما قامت به الدول العربية المنتجة للبترول خلال حربي 1967 و1973، عندما استعملت بترولها كسلاح ضد الدول الاستعمارية المعادية وكان له تأثير على العرض العالمي للبترول، كما أن سياسة المحافظة على تنظيم العرض له عدة أهداف أخرى من بينها إطالة فترة استغلال البترول بصورة أفضل، وهو ما سعت إليه منظمة الأوبك من خلال تقنين الإنتاج.

أما فيما يخص سياسة زيادة العرض أو الإنتاج فالهدف منه زيادة العوائد المالية لأغراض تلبية متطلبات التنمية، كما هو الحال بالنسبة للسعودية وإيران فكانتا في كل مرة تطالبان الأوبك برفع حصتيهما لأنهما تمتلكان احتياطي ضخمة (عبادة، 2011/2010، صفحة 53).

الفرع الثالث: المضاربة في أسواق البترول

بالإضافة إلى تأثير عاملي العرض والطلب على أسعار البترول توجد المضاربة في من طرف المتعاملين في أسواق البترول، فالبعض يشتري ويبيع البترول بالسوق الفورية سواء كان من المنتجات الخام أو المكررة، والبعض الآخر يمارس عمله في الأسواق المالية والأسواق الآجلة ذات الصلة بالبترول، ومع أن المضاربين من النوعين ظهورا في الأسواق منذ ظهور الصناعة البترولية، فتجارة البترول بالأسواق الفورية

للبنترول تكونت بخطى سريعة في سبعينات وثمانينات القرن الماضي، أما المعاملات في أسواق التسليم الآجل وغير ذلك من المشتقات المالية فلم تتسع إلا بحلول التسعينات.

ويمكن القول أن الأثر الكلي للمضاربة بنوعيتها يتمثل في اتساع تأرجح الأسعار بين الارتفاع والانخفاض، فعندما تقل الكميات المعروضة في الأسواق يتجه السعر نحو الارتفاع إلى مستويات أعلى مما كان يمكن أن تبلغه فيما لو تنشط عمليات التجارة بقصد المضاربة، أما عند زيادة عرض البنترول فإن السعر يميل إلى الانخفاض إلى مستويات أقل مما يمكن أن تنخفض إليه من دون تدخل المضاربين، حيث أن أسعار البنترول أصبحت أشد تقلبا على إثر المضاربة في حجم المعاملات المالية في البنترول، والسبب في ذلك أن المضاربين الذين يشترون المشتقات المالية ويبيعونها لا يلتزمون بتسليم البنترول أو استلامه مثلما يلتزم التجار في سوق البيع الفوري، كما أن بعض المشتقات المالية التجارية المعروضة باسم الخيارات تتيح للمضارب الحق في شراء كميات كبيرة من البنترول أو بيعها على الورق مقابل التزام مالي بسيط نسبيا، ونجد معظم المعاملات التجارية في المشتقات المالية للبنترول تتم في أسواق متخصصة مثل سوق البنترول الدولية بلندن، وهذه المعاملات متاحة أمام الجميع وتباشرها المؤسسات المنتجة والمستهلكة للبنترول معا مثلما يباشرها المضاربون أيضا (عبادة، 2011/2010، صفحة 55).

المبحث الثالث: الصدمات البترولية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي

تطورت الأدبيات المتعلقة بصدمات أسعار البترول تطوراً كبيراً منذ أوائل الثمانينات، ففي البداية كان الجميع يعتقد أن التقلبات والأزمات الرئيسية في أسعار البترول تعكس تعطل تدفق إنتاج البترول العالمي المرتبط بالأحداث السياسية الخارجية مثل الحروب والثورات في الدول الأعضاء في منظمة أوبك، وقد أظهرت الأبحاث اللاحقة أن معظم التقلبات الرئيسية في أسعار البترول تحدث نتيجة تأثير محددات العرض أو الطلب أو كلاهما بعوامل داخلية أو خارجية (والتي سبق ذكرها في المبحث السابق)، مما يتسبب في حدوث اختلالات مفاجئة في توازن أسواق البترول بالتالي حدوث الصدمة البترولية.

وتناول هذا المبحث أهم المفاهيم والتعاريف الخاصة بالصدمات البترولية وتسلسلها الزمني، وآليات انتقال الصدمات البترولية إلى اقتصاد الدول وأسواقها المالية، بالإضافة إلى أثر الصدمات البترولية على اقتصاد الدول المصدرة للبترول، وأثر الصدمات البترولية على اقتصاد الدول المستوردة للبترول.

المطلب الأول: مفهوم الصدمات البترولية وتسلسلها الزمني

عرفت أسواق البترول العالمية العديد من الصدمات السعريّة منذ نشأتها، واختلفت هذه الصدمات بين صدمة ارتفاع أو انخفاض في الأسعار، وفيما يلي سيتم التعرف على أهم المفاهيم الأساسية للصدمات البترولية وتسلسلها عبر الزمن.

الفرع الأول: مفهوم الصدمات البترولية

أولاً: التعريف الاقتصادي للصدمة

تتمثل الصدمة اقتصادياً في "حدوث تغير طارئ في الطلب الكلي نتيجة حدوث زيادة تلقائية في إحدى مكونات الطلب كالإنفاق الاستهلاكي، أو إحدى المتغيرات المؤثرة في الطلب الكلي، أو التغير الناتج عن السياسات الاقتصادية المطبقة كالسياسة المالية أو النقدية" (يسري ع.، 2007، صفحة 235).

وهي "التغيرات في إمدادات المواد الأولية الخام وأسعارها، أو التغيرات في تكنولوجيات الإنتاج التي تحدث تغيراً في عرض السلع في السوق، فتؤدي هذه التغيرات إلى حدوث صدمة عرض سواء كانت موجبة أو منعدسة" (الناقة، 2001، صفحة 137).

فالصدمة الاقتصادية هي الحدث الذي ينتج عنه تغير كبير ومفاجئ (غير متوقع في معظم الأحيان) في الاقتصاد والمتغيرات الاقتصادية المختلفة، وتكون الصدمة إما أن موجبة أو سالبة، فالصدمة الموجبة هي التي تؤدي إلى تحسن في قيمة المتغير الاقتصادي، بينما تؤدي الصدمة السالبة إلى تدهور قيمة المتغير الاقتصادي، وهذا ما يسمى بالأزمات الاقتصادية.

ومنه يمكن تعريف الصدمة الاقتصادية على أنها الأحداث والتغيرات غير المتوقعة في الطلب الكلي أو العرض الكلي التي تؤثر على الاقتصاد ويكون مصدرها داخلي أو خارجي، وتعد هذه الأحداث والتغيرات النواة الحقيقية لحدوث أزمة معينة تصيب عمل منظومة دولة

أو اقتصاد أو منظمة أو شركة أو سوقا معين، ومن أبرز نتائجها هو انهيار التوازن والاختلال في عمل هذه المنظومات بصورة مفاجئة غير متوقعة الحدوث.

ثانيا: تعريف الصدمة البترولية

تعرف الصدمة البترولية بأنها " اختلال مفاجئ في توازن أسواق البترول العالمية يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض حاد في أسعار البترول يمتد لفترة زمنية معينة، وتحدث نتيجة تأثير محددات العرض أو الطلب أو كلاهما بعوامل داخلية، كالتغيرات الهيكلية في الصناعة مثل عدم وفرة العرض لإعادة التوازن إلى السوق، كما يمكن أن يكون مرده عوامل خارجية لا علاقة لها بالصناعة مثل، التنظيمات الدولية والعوامل الجيوسياسية " (شطيبي، 14 ماي 2015، صفحة 04).

ومنه الصدمات البترولية هي تلك القفزات المفاجئة والتلقائية في أسعار البترول، تبدأ بشكل مفاجئ في الأسعار الاسمية وتتأكد فيما بعد في الأسعار الحقيقية، وأدت هذه الصدمات إلى بروز أبعاد وتأثيرات لم تكن موجودة مسبقا، والتي تطورت فيما بعد إلى عوامة الطاقة وغزو الدول المنتجة للبترول.

الفرع الثاني: التسلسل الزمني لصددمات أسعار البترول العالمية من 1973 إلى 2018

منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وأسعار البترول تشهد تذبذبا كبيرا أكثر من أي سلعة أخرى، وقد شغلت الانخفاضات المتتالية في أسعار البترول العديد من الباحثين وصناع القرار والمحللين والسياسيين وحتى عموم الجمهور، وذلك لانعكاساتها المهمة على نشاط الاقتصاد العالمي، وشهدت أسواق البترول العالمية عدة صدمات غالبا ما ارتبطت بالتقلبات في أسعار البترول منذ بداية السبعينيات إلى سنة 2016، وفيما يلي سيتم عرض أهم الصدمات البترولية التي شهدتها الاقتصاد العالمي.

أولا: الصدمات التي شهدتها أسواق البترول خلال القرن الـ 20

شهد القرن الـ 20 تسلسل العديد من الصدمات على أسواق البترول سيتم عرضها كالتالي:

1) صدمة أسعار البترول لسنة 1973

شهد العالم في أكتوبر 1973 صدمة بترولية خلفتها الدول العربية عندما قامت بإعلان حظر البترول، من أجل دفع الدول الغربية لإجبار إسرائيل على الانسحاب من الأراضي العربية المحتلة، حيث استغلت الدول العربية بصفة خاصة البترول كأداة للضغط على الدول الكبرى، وقامت برفع أسعار بترولها حيث تمكنت من مضاعفتها إلى مستويات لم تكن متوقعة عن طريق تحديد الأسعار دون اللجوء إلى الشركات البترولية الكبرى، ونتيجة لحرب أكتوبر 1973 اجتمع ممثلو ست دول من أعضاء الأوبك في الكويت وقرروا زيادة أسعار البترول بنسبة 70% (موري، 2010/2009، صفحة 79)، حيث انتقل السعر من 3,02 دولار للبرميل إلى 12,5 دولار للبرميل.

2) الصدمة البترولية لسنة 1979

وحدثت هذه الصدمة عقب اندلاع الثورة الإيرانية ضد حكم الشاه سنة 1979، وانقطاع إمدادات البترول الإيراني، ومن ثم إعلان إيران عن تخفيض الإنتاج عن مستواه السابق بمقدار 2 مليون برميل في اليوم بصورة دائمة، ما أدى إلى تحافت الدول المستوردة الرئيسية للبترول الخام على السوق الآتية في روتردام وغيرها بالتالي زيادة الأسعار في هذه السوق بشكل كبير، حيث بلغت أسعار بعض أنواع البترول في هذه السوق 40 دولار للبرميل، في حين أن السعر الرسمي كما أعلنته منظمة أوبك نهاية سنة 1978 للعربي الخفيف (بترول الإشارة) كان 14,5 دولار للبرميل، وفي اجتماعهم الذي عقد في جنيف بتاريخ 1979/09/26 قرر وزراء منظمة أوبك رفع سعر العربي الخفيف إلى 18 دولار للبرميل مع ترك الخيار للدول الأعضاء بإضافة مبلغ أقصاه 5,5 دولار للبرميل ليصبح الحد الأقصى للسعر الذي لا يمكن تجاوزه هو 23,5 دولار للبرميل، وبالفعل رفعت الدول الأعضاء أسعار بترولها بنسب مختلفة تراوحت بين 19 و23,5 دولار للبرميل (حمدي، 1979، صفحة 109).

3) صدمة أسعار البترول (صدمة البترول العكسية) لسنة 1986

إن صدمة البترول لسنة 1986 (الأزمة البترولية العكسية) تختلف عن صدمة البترول الأولى والثانية، حيث أن هاتين الأخيرتين كان أثرهما السلبي على الدول الصناعية الكبرى المستهلكة للبترول، أين سجلت الأسعار مستويات مرتفعة جدا نتيجة انخفاض الإمدادات البترولية وزيادة الطلب، أما أزمة 1986 فكانت بفعل فاعل وعمل منظم من طرف وكالة الطاقة الدولية التي أعدت برنامجا لدولها لتخفيض استهلاك الطاقة بشكل عام والبترول بشكل خاص، بالتالي انخفاض الطلب العالمي على البترول، ما أدى إلى خفض إنتاج البترول وصادرات دول أوبك إلى نحو النصف، وبحلول سنة 1986 تراجع سعر برميل البترول إلى 11,58 دولار للبرميل، ما خلق أزمة حقيقية للدول المنتجة للبترول خصوصا أعضاء الأوبك نتيجة للحملة المعادية التي تبنتها الوكالة الدولية للطاقة بالتعاون مع شركات البترول الكبرى، ومعه تحولت أربع دول من الستة المشكلة لمجلس التعاون الخليجي من صافي دائنة إلى صافي مدينة (السعدون، 2009، صفحة 107).

4) صدمة أسعار البترول لسنة 1998

في سنة 1998 تعرضت أسواق البترول العالمية إلى عدة ظروف أدت إلى حدوث اختلال كبير في العرض والطلب، فمن ناحية الطلب عرفت دول آسيا أزمة اقتصادية أثرت على حجم الاستهلاك فانعكس ذلك سلبا على مستوى الطلب، أما من ناحية العرض العالمي للبترول فقد ارتفعت إمدادات البترول لدول الأوبك من 25 مليون برميل يوميا إلى 27,5 مليون برميل يوميا، وقد ساهم ذلك في رفع مستوى المخزونات البترولية للدول الصناعية، مما ساهم في زيادة الاختلال في أسواق البترول حيث ارتفع العرض وانخفض الطلب فانخفض السعر إلى حدود 12.3 دولار للبرميل (بورحلي و بوروشة، 2017، صفحة 149).

ثانيا: الصدمات التي شهدتها أسواق البترول خلال القرن الـ 21

1) صدمة أسعار البترول لسنة 2004

تتمثل صدمة أسعار البترول لسنة 2004 في الارتفاع المتواصل لأسعار البترول حيث وصلت إلى مستويات قياسية لم تشهدها من قبل، إذ وصل المعدل السنوي لسعر سلة أوبك إلى 36 دولار للبرميل وهو أعلى معدل سنوي لسلة أوبك منذ بدء العمل بنظام السلة في سنة 1987م، وقد عرفت هذه الفترة بثورة أسعار البترول (شطبي، 14 ماي 2015، صفحة 12)، نتيجة انخفاض معروض البترول، إضافة إلى هذا ضعف الدولار الأمريكي وتوقف روسيا عن إنتاج النفط بسبب الخلاف بينها وبين شركة يوكوس البترولية (دربال، 2017، صفحة 9).

2) صدمة أسعار البترول لسنة 2008

ارتفعت أسعار البترول بشكل قياسي في نهاية سنة 2007 محققة 100 دولار للبرميل، وبعد انفجار أزمة الرهن العقاري سنة 2008 التي تسببت في إفلاس المؤسسات والبنوك ودخول الاقتصاد العالمي في حالة كساد، منعكسة بذلك على أسواق البترول العالمية التي كانت في أعلى مستوياتها حيث كان سعر برميل البترول 148,28 دولار، ليتهاوى إلى 61 دولار للبرميل نهاية سنة 2008 ثم يرتفع تدريجيا ليصل لسعر 80 دولار للبرميل سنة 2009 (بن حدو و آخرون، 24 و 25 أبريل 2018).

3) صدمة أسعار البترول لسنة 2014-2016

شهد الاقتصاد العالمي في هذه المرحلة حالة من القلق والهلع لاستمرار انخفاض أسعار البترول تزامنا مع تراجع الطلب عليه ووفرة المعروض، وبسيطرة هذه الأوضاع على دول العالم شهدت الأسواق العالمية هبوطا في مؤشراتهما بعد تراجع أسعار خام برنت منذ مطلع صيف 2014 والتي وصلت إلى أقل من 84 دولار للبرميل، ما يعني انخفاضا نسبته 20% مقارنة بشهر جوان من نفس السنة، وبدا هذا التراجع في أسعار البترول محيرا لخبراء السوق مع الكثير من التكهينات حول أسباب التراجع ومدى استمراريته في المدى المنظور (دفور و شاهد، 2018، صفحة 382).

فأسواق البترول سجلت استقرارا نسبيا في النصف الأول من سنة 2014، وذلك انعكاسا للنمو المتواضع في أداء الاقتصاد العالمي، أما في النصف الثاني فقد شهدت أسواق البترول تغيرا مفاجئا بحدوث انخفاض حاد في أسعار البترول العالمية، حيث تراوحت الأسعار بين 59,5 و 107,9 دولار للبرميل خلال هذا السداسي، كما يوضح ذلك الجدول الموالي:

الجدول (2-8): مقارنة تغير أسعار سلة أوبك بالشهر السابق، والتغير بالشهر المماثل من العام 2014

2015	2014												
	جانفي	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	أوت	جويلية	جوان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي
44,4	59,5	75,6	85,1	96	101	106	108	105	104	104	105	105	سعر سلة أوبك
15-	16-	9,5-	11-	4,8-	4,9-	2,3-	2,5	1,1	0,1	1,2-	0,7	3-	التغير عن الشهر السابق
60-	48-	29-	21-	13-	6,8-	1,2	6,9	4,7	3,2	2,2-	7,4-	4,6-	التغير عن الشهر المماثل من العام السابق

المصدر: (منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، 2015)

كانت صدمات أسعار البترول سمة متكررة للاقتصاد العالمي لأكثر من أربعين عاما، والعائدة لأسباب التقلبات التاريخية في أسعار البترول وتبقى هذه الصدمات تحديا للمستهلكين والمشاركين في السوق المالية ومحلي الصناعة وصناع السياسات باعتمادها على توقعات أسعار البترول بحيث يمكن أن يواجه صناع القرار المختلفون نفس تقلبات أسعار البترول بشكل مختلف تماما.

المطلب الثاني: آليات وقنوات انتقال الصدمات البترولية إلى الاقتصاد الكلي للدول

تعتبر أسعار البترول من أهم المتغيرات المؤثرة في الاقتصاد الكلي للدول سواء كانت دولا منتجة أو مستهلكة، وتتميز أسعار البترول بخاصية عدم الاستقرار والتقلب المستمر، وهذا ما يؤثر على الاقتصاد الكلي ومتغيراته، وهو ما سيتم توضيحه فيما يلي:

الفرع الأول: قنوات انتقال الصدمات البترولية إلى الاقتصاد الكلي

هناك العديدة من القنوات الاقتصادية التي من شأنها نقل صدمات أسعار البترول إلى الاقتصاد الكلي للدول بالتالي التأثير على أدائه وأداء متغيراته الكلية، وفيما يلي عرض لأهم هذه القنوات: (الزهراني، 2022، الصفحات 122-123)

1) القناة المالية: والتي تعرف أيضا باسم قناة الموازنة، حيث نجد أن تصدير موارد الطاقة تفرض عليه ضرائب مرتفعة وبالتالي فإن ارتفاع أسعار البترول سيولد فوائض في الإيرادات العامة للدولة، وأي إيرادات مالية لدى الدولة المصدرة للطاقة تمكنها من زيادة الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي بالتالي زيادة مستوى الناتج المحلي الإجمالي لها، وبحدوث أي تقلبات في أسعار البترول سواء كانت إيجابية أو سلبية فسيتم نقل تأثيرها إلى اقتصاد الدول عن طريق موازنتها العامة، ويكون هذا التأثير بنفس اتجاه تقلبات أسعار البترول في الدول المصدرة، وعكس اتجاه هذه التقلبات في الدول المستوردة.

- (2) **قناة التصدير:** تؤكد النظرية أن ارتفاع أسعار البترول في الدول المصدرة للطاقة سيوفر تدفقات مالية واحتياطيات من العملات الصعبة بالتالي ارتفاع سعر الصرف المحلي، وهذا ما يعني انخفاض أسعار السلع المستوردة، لذلك فإن ارتفاع سعر البترول سيخفض من المستوى العام للأسعار (الانكماش)، وكرد فعل للسياسة النقدية، فإن سعر الفائدة سوف ينخفض أيضا.
- (3) **تأثير صدمة العرض على الإنتاج الصناعي:** من البديهي أن الاستخدام الكثيف للبترول سينعكس إيجابا على سعره، ويكمن رد الفعل الطبيعي في أن يؤدي ذلك إلى زيادة فورية في تكلفة إنتاج البترول، ومن الممكن أن ينخفض مستوى الأرباح المتأتي من البترول، وهو ما يعني تحقيق خسائر على المدى القصير، ومع ذلك فإن الاستجابة على المدى الطويل، ستكون بتخفيض تكاليف الإنتاج عبر تقليل معدلات التوظيف.
- (4) **أثر التضخم:** يفسر من خلال زيادة تكلفة إنتاج البترول، وانعكاس ذلك على تكلفة المعيشة للأفراد، ومن الممكن أن يسبب ارتفاع التضخم حدوث المزيد من التوقعات حول التضخم المستقبلي، وبالتالي فإن من الطبيعي أن يرتفع المستوى العام للأسعار في المستقبل.
- (5) **التأثير على الرصيد الحقيقي:** في بعض الأحيان يزداد الطلب على النقود وهذا ما يتسبب في زيادة أسعار الفائدة أيضا، وهنا تقوم السلطات بالتكيف مع التضخم واتخاذ إجراءات مضادة للمحافظة على الاستقرار النقدي في الاقتصاد، لذلك فإن عدم قيام البنك المركزي برفع أسعار الفائدة، سيترتب عليه تخفيض كبير في الاستثمار والناجح.
- (6) **تأثير التعديل القطاعي:** وهذا يعني تحليل آثار ارتفاع سعر البترول على الصناعة، ففي حالة ارتفاع الأسعار فإن جميع الشركات العاملة في الصناعة سيقبل عددها، وهذا يؤدي إلى تراجع مستوى الاستثمار وعدم توفر حوافز للنمو في المستقبل.
- (7) **الأثر غير المتوقع:** يشير ذلك إلى عامل عدم التأكد في الاقتصاد، فإنه ينسجم مع التغيرات في سلوك المعيشي للأسرة، وعدم قدرتها على التنبؤ بتقلبات أسعار البترول.
- (8) **تأثير تحويل الثروة:** وتعني إعادة توزيع القوة الشرائية من الدول المستوردة للنفط باتجاه الدول المصدرة له، لذا فإن الطلب على البترول في الدول المصدرة سوف يزداد.

ثانيا: آليات انتقال الصدمات البترولية إلى الأسواق المالية

تمثل صادرات البترول المحدد الأول لإيرادات الدولة ونفقاتها وحجم الطلب الكلي وأرباح الشركات، فالتغيرات في أسعار البترول تؤثر من خلال الطلب الكلي على ناتج الشركات ومستوى الأسعار المحلية وهو ما يؤثر بالتبعية على أرباح الشركات، حيث تسبب الزيادة في أسعار البترول انخفاضا كبيرا في أسعار الأسهم من خلال التأثير السلبي لها على الناتج الحقيقي في هذه الدول مما يؤدي في نهاية المطاف إلى انخفاض كبير في أرباح الشركات سواء في الدول المصدرة أو المستوردة.

فضلا عن أن الدول المنتجة للبترول تعد مستوردا للسلع المصنعة، لذا فإن الزيادة في أسعار البترول من شأنها أن تؤدي إلى رفع أسعار هذه السلع المستوردة وهو ما يؤدي إلى ضغوط تضخمية والتي تؤثر بدورها على أسعار الفائدة وأسعار الخصم وصافي التدفقات المستقبلية، كما تؤثر أسعار البترول على الأسواق المالية في الدول المصدرة للبترول من خلال تحويل الدخل، حيث يؤدي ارتفاع أسعار البترول إلى نقل الدخل من الدول المستوردة إلى الدول المصدرة للبترول، مما يعني زيادة الدخل القومي من خلال ارتفاع حصيلة الصادرات،

وبالتالي زيادة القوة الشرائية والطلب للمستهلك في أسواق هذه الدول، مما ينشط هذه الأسواق من خلال تأثير الدخل والثروة، وحيث أن البترول يعتبر مكونا أساسيا في العملية الإنتاجية، فالزيادة في أسعار البترول تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج مما يسبب انخفاضا في أسعار الأسهم من خلال خفض الطلب عليها (السماح، 2020، الصفحات 14-15).

المطلب الثالث: أثر الصدمات البترولية على اقتصاد الدول المصدرة للبترول

من المعروف أن التقلبات الشديدة في أسعار البترول لها آثار كبيرة على كامل مستويات النشاط الاقتصادي في الدول البترولية، وحيث أن الإيرادات المالية تمثل محرك الاقتصاد الكلي للدولة والتي يعتبر مصدرها المطلق إن لم نقل الوحيد هو البترول، وهو ما يجعل الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول غاية في التعقيد خصوصا وأن المتغيرات الاقتصادية الكلية تتأثر بشكل شديد بتقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية، حيث أن الموارد المالية للبترول تشكل أهمية كبيرة في اقتصاد الدول المنتجة والمصدرة للبترول، فهي تعتمد على العائدات البترولية لتمويل برامجها التنموية وكذلك لتعظيم الإنفاق العام وتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية في هذه الدول (طاهر، 1997، صفحة 1).

حيث أن استقرار الأسعار يعد أكثر من ضروري للقيام بالتخطيط الاقتصادي السليم، وتجسيد سياسة اقتصادية تنموية محلية فعالة، ولكن الواقع هو أن هذه الدول البترولية لا تتحكم بأسعار خامات البترول حيث أن أسواق البترول العالمية لا تخضع لقوى السوق العادية (قوى العرض والطلب)، وإنما تخضع لمتغيرات أخرى (سبق ذكرها) تؤثر على الأسعار، وهو ما جعل الدول البترولية والتي تعتمد في إيراداتها بشكل كبير جدا على البترول، لا تمتلك القدرة على التحكم في هذه الإيرادات مما جعلها من أكثر الدول عرضة للدخول في عجز في ميزانيتها (رمضان، 2012، صفحة 7)، ويتم تصنيف اقتصاد أغلب الدول المنتجة للبترول ضمن الدول النامية، على الرغم من أنها تدخل في إطار الاقتصاد البترولي والتي تتميز بدرجة عالية من الطاقة التمويلية (الهيبي و بختيار، 2011، صفحة 2).

تستخدم الدول المنتجة أموال العائدات البترولية في عدة مجالات، حيث توجه جزءا من هذه الإيرادات في عمليات التنمية الاقتصادية والإعمار وجزء كمساعدات للدول الفقيرة، كما استخدمت جزءا كبيرا من هذه الإيرادات في الإنفاق العسكري فقامت باستيراد كثيف للأسلحة والمعدات العسكرية بأسعار باهظة، وهو ما ساهم بشكل كبير في تبيد العائدات البترولية وعدم خلق تنمية حقيقية، كحال بعض الدول المنتجة للبترول خاصة الدول العربية التي عرفت بفشل استغلالها لإيرادات الثروة البترولية، فقامت بدعم الغذاء والصحة والتعليم والاتصالات وقدمت الدعم للصناعيين والمزارعين من أجل تشجيع الصناعة والزراعة بطريقة غير عقلانية، وهو ما أدى إلى خلق روح اتكالية، بدلا من تشجيع المبادرات الفردية وبناء الإنسان المنتج والفعال، وبهذا عمقت هذه الدول اعتمادها على العوائد البترولية بدلا من إيجاد نشاطات اقتصادية أخرى، يمكن بواسطتها خلق توازن فيما بين فروع الاقتصاد (التميمي، 2010، صفحة 135).

وعموما يمكن تقسيم آثار تقلبات أسعار البترول على الدول المصدرة إلى حالتين، حالة انخفاض الأسعار وحالة ارتفاع الأسعار:

الفرع الأول: آثار انخفاض أسعار البترول العالمية على الدول المصدرة له

تشير البيانات التاريخية في فترات انخفاض أسعار البترول العالمية والتي تشمل فترة منتصف الثمانينيات، وسنوات 1998 و1999 و2014-2016، إلى وجود خمسة آثار رئيسية في الدول المنتجة، وعلى الرغم من اختلاف العوامل التي أدت إلى انخفاض الأسعار في هذه الفترات، فإن النتائج كانت نفسها، وتتمثل هذه الآثار في النقاط التالية: (الحجي، 2020)

1) زيادة معدلات نضوب الاحتياطيات البترولية

نتج عن كل فترات انخفاض أسعار البترول هبوط احتياطيات البترول والغاز نتيجة زيادة معدلات النضوب، وذلك نتيجة عاملين: الأول انخفاض معدلات الاستثمار إلى مستويات غير كافية للتعويض عن معدلات النضوب، والثاني قيام الدول المنتجة بزيادة الإنتاج في محاولة لزيادة الإيرادات في ظل الأسعار المنخفضة.

2) زيادة الفرق بين دخول الدول المنتجة والدول المستهلكة

تستفيد الدول المستهلكة بشكل كبير من انخفاض أسعار البترول، حيث تنخفض فاتورة وارداتها البترولية، وترتفع قوتها الشرائية، وتنتعش اقتصادها، أما الدول البترولية فتتخفف إيراداتها وينخفض دخلها وتزداد فقرا خاصة في الدول ذات الكثافة السكانية الكبيرة، وتشير البيانات إلى أن أكثر الفترات ازدهارا في الدول الصناعية كانت في الفترات التي عانت فيها دول أوبك بشكل كبير من انخفاض دخولها بسبب انخفاض أسعار البترول.

3) فرض رسوم جمركية إضافية على واردات البترول

مع اختيار أسعار البترول في منتصف الثمانينيات قامت الدول المستهلكة للبترول خاصة الأوروبية منها بفرض ضرائب عالية على المشتقات البترولية، وزادت هذه الضرائب مع الزمن لدرجة أن عائدات هذه الحكومات من الضرائب على البترول أعلى من عائدات حكومات الدول البترولية من بيع بترولها، ومع زيادة قوة الأحزاب والحركات البيئية قامت هذه الفئات بالمطالبة بزيادة الضرائب على المنتجات البترولية كلما انخفضت أسعار البترول خوفا من التأثير السلبي لأسعار البترول على برامجها البيئية، والتي تتضمن مصادر طاقة بديلة مثل الطاقة الشمسية وطاقة الرياح، كقيام الحكومة الهندية بزيادة الضرائب على المشتقات البترولية بعد انخفاض أسعار البترول، وزيادة الضرائب مشكلة كبيرة بالنسبة إلى الدول البترولية، لأنها تحد من أثر انخفاض أسعار البترول في نمو الطلب عليه.

4) الصعوبات الاقتصادية

من المعروف أن الدول البترولية تعتمد بشكل كبير على إيرادات البترول، وارتفاعها يعني ازدهار الاقتصاد، وانخفاضها يعني حدوث خلل في النمو الاقتصادي، وتظهر البيانات التاريخية أن تراجع أسعار البترول ينتج عنه انخفاض في الإيرادات وعجز في الميزانيات الحكومية وخفض الإنفاق على البرامج الاجتماعية والمشاريع الأخرى التي تعتبر هامة للتنمية الاقتصادية، كما أن هذه الآثار الاقتصادية ظهرت في كل مرة انخفضت فيها الأسعار، الأمر الذي يعني أن اعتماد اقتصاد هذه الدول على البترول لم يتغير كثيرا مع مرور الزمن، وأنها تحصل في كل الدول البترولية بما في ذلك الدول البترولية المتقدمة والغنية، ونتج عن هذا الانخفاض زيادة البطالة وزيادة الضرائب وانخفاض الإعانات.

5) انخفاض الإيرادات عجز الموازنات العامة

عند انخفاض أسعار البترول تلجأ الدول البترولية إلى خفض الإنتاج فتنخفض إيراداتها بشكل كبير، وإذا لم تزد أو تغير الإنتاج فإن ذلك سيسهم في إبقاء الإيرادات منخفضة لفترة أطول، مما يؤدي إلى العجز في الموازنات وتبني الحكومات لإجراءات تقشفية عديدة، فإيرادات بعض الدول انخفضت إلى درجة أنها لم تتمكن من دفع رواتب الموظفين الحكوميين، وقد مكنت الأرصدة التي كونتها بعض دول أوبك في فترات ارتفاع أسعار البترول من تلافي بعض الأزمات، إلا أن الأمور تزداد صعوبة مع مرور الزمن لأن العجز في الموازنات العامة للدول له انعكاسات عدة على الاقتصاد كالاقتراض وأسعار الفائدة والتصنيف الائتماني.

6) تخفيض الموازنات والاستثمارات وإلغاء مشاريع تنمية

تشير البيانات التاريخية إلى أن كل الدول البترولية قامت بتقليص موازنتها وترشيد الإنفاق مع انخفاض أسعار البترول، كما خفضت موازنات بعض المشاريع وألغت البعض الآخر، كما أن بعض الدول البترولية خفضت موازنتها مرات عدة في نفس العام مع استمرار الأسعار المنخفضة للبترول، الأمر الذي أثر سلباً على قطاع التعليم والصحة، كما تم تأجيل أو إلغاء العديد من المشاريع التنموية التي تتعلق بالطرق والمواصلات والبنية التحتية، بما في ذلك المصافي ومصانع البتروكيماويات، وانخفض الإنفاق العسكري، وقامت بعض الدول بتخفيض تمثيلها الدبلوماسي والقنصلي حول العالم لتخفيض الإنفاق.

7) زيادة الديون الحكومية

أدى انخفاض الإيرادات العامة للدولة الناتج عن انخفاض أسعار البترول إلى قيام الحكومات بالاستدانة من مصادر محلية وخارجية، وقد ظهرت المشكلة بشكل أكبر في الدول البترولية الفقيرة التي لها ديون كبيرة، حيث إنها لم تستطع أن ترد هذه الديون أو تدفع فوائدها، فقامت عدة دول بإعادة جدولة ديونها، بينما قامت أخرى بالاستدانة من الأسواق المحلية والعالمية.

8) زيادة عجز ميزان المدفوعات

ميزان المدفوعات هو الميزان الذي يستخدم لقياس التجارة الخارجية، وتعاني الدولة من عجز في ميزان المدفوعات إذا تجاوزت قيمة الواردات قيمة الصادرات، وبما أن غالبية الدول البترولية تعتمد على البترول في صادراتها وتستورد أغلب ما تحتاجه، فإن انخفاض أسعار البترول سيؤدي إلى انخفاض قيمة الصادرات وحصول عجز في ميزان المدفوعات، أو زيادة العجز إذا كان العجز موجوداً قبل انخفاض الأسعار.

9) انخفاض معدلات النمو الاقتصادي

وتشير بيانات الدول المصدرة للبترول إلى أن هناك علاقة طردية بين أسعار البترول والنمو الاقتصادي فيها، حيث أن ارتفاع أسعار البترول يزيد من النمو الاقتصادي، في الوقت الذي يؤدي انخفاض أسعار البترول إلى انخفاض النمو الاقتصادي، كما أن انخفاض أسعار البترول تؤدي في بعض الأحيان إلى الركود الاقتصادي حيث تصبح معدلات النمو سالبة.

10) تخفيض قيمة العملات المحلية

مع انخفاض أسعار البترول وتدهور الإيرادات وتباطؤ النمو الاقتصادي، وجدت الدول البترولية نفسها مضطرة إلى تخفيض قيمة عملاتها أو الدفاع عنها لبقاء سعرها ثابتا مقابل الدولار إذا كانت مرتبطة به، ففي الماضي قامت مؤسسة النقد السعودية مرات عدة بعمليات شراء وبيع ضخمة للدفاع عن قيمة الريال الذي تعرض لضغوط تخفيض قوية من المضاربين، بينما قامت دول أخرى بتخفيض عملتها وأخرى بتعويمها، أما بالنسبة إلى العملات المعومة فإنها تخفض عادة مع انخفاض أسعار البترول، وشهد الروبل الروسي تخفيضا مع كل انخفاض في أسعار البترول، إلا أن روسيا من الدول القليلة جدا التي تستفيد نسبيا من تخفيض عملتها، لأن ذلك يخفض إنتاج البترول فيها.

ويمكن إيجاز أهم الآثار الإيجابية لانخفاض أسعار البترول على الدول المنتجة والمصدرة للبترول في النقاط التالية: (البترول اقتصاديا، البترول وتأثيره على اقتصادات الدول، 2020)

- ✓ إن انخفاض الصادرات البترولية يؤدي إلى انخفاض إنتاج البترول وإطالة عمره بما يفيد الأجيال القادمة.
- ✓ تشجيع الدول البترولية على توسيع قاعدتها الإنتاجية وتنويع صادراتها، بدلا من الاعتماد الكلي على إنتاج وتصدير مادة أولية واحدة وهي البترول، وخاصة بالنسبة للدول التي تمتلك قطاعا زراعيا أو صناعيا هاما.
- ✓ تشجيع الدول البترولية وخاصة الدول العربية، على ترشيد الإنفاق العام والخاص سواء الاستهلاكي أو الاستثماري، وكذلك الابتعاد عن مظاهر الإنفاق الترفي والمظهري والتركيز على مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

بينما تتمثل الآثار السلبية لانخفاض أسعار البترول في النقاط التالية: (البترول اقتصاديا، البترول وتأثيره على اقتصادات الدول، 2020)

- ✓ انخفاض الإنفاق العام سواء فيما يتعلق بالنفقات الجارية أو الاستثمارية.
- ✓ قيام بعض الدول البترولية بالسحب من الأموال المودعة في البنوك لتغطية جزء من إنفاقها الجاري والاستثماري، كذلك قامت دول بترولية أخرى بالافتراض لمواجهة الموقف.
- ✓ قيام الدول البترولية بتخفيض إعاناتها المالية المقدمة إلى دول العالم الثالث.

الفرع الثاني: آثار ارتفاع أسعار البترول العالمية على الدول المصدرة

هناك ضرورة للتمييز بين آثار ارتفاع أسعار البترول في المدى القصير والطويل، ففي المدى القصير تكون له آثار إيجابية على الناتج، بينما قد تكون هناك آثار سلبية لهذا الارتفاع في المدى الطويل، والذي يعرف في الأدبيات الاقتصادية بلعنة الموارد أو ما يسمى بالمرض الهولندي، وقد أستخدم مصطلح المرض الهولندي منذ سنة 1977 في هولندا للدلالة عن ظاهرة تراجع صناعاتها التحويلية، فبعد شروعاتها بتصدير الغاز أواخر سنة 1960 ظهرت زيادة في معدلات التضخم، وتزامنت مع ارتفاع في قيمة سعر الصرف الاسمي والحقيقي، وهذا ما قلل من القدرة التنافسية للصادرات الهولندية، كما قلل أيضا من تنافسية الإنتاج المحلي للمنتجات المستوردة، وهذا ما أدى إلى انكماش

قطاع الصناعات التحويلية، وبذلك أصبحت الصادرات أكثر تكلفة والواردات أرخص بكثير من المنتجات المحلية ما أثر على نمو الاقتصاد الهولندي. (بلقاسم، 2017، صفحة 158)

ويظهر الأثر الإيجابي لارتفاع أسعار البترول في الدول المصدرة من خلال تأثير زيادة الدخل على الناتج، فارتفاع أسعار البترول يسمح بانتقال الثروة من الدول المستوردة إلى الدول المصدرة، مما يؤثر بشكل إيجابي على الناتج داخل هذه الدول، لكن يعتمد هذا الأثر الإيجابي على عقلانية الدول المنتجة في توجيه هذا الدخل الإضافي لتحقيق مستوى أعلى من النشاط في الاقتصادي وزيادة الثروة الوطنية عن طريق التوسع في الاستثمارات الإنتاجية (Bjornland, 2008, pp. 5-6)، لكن تجدر الإشارة إلى أن هذا التفسير يهمل كون أن البترول من بين المدخلات الهامة في العملية الإنتاجية، حيث تؤدي الزيادة في أسعار البترول إلى التقليل من استخدامه بالتالي انخفاض الناتج المحلي وهذا ما يعرف بأثر تكلفة الإنتاج، وقد تستطيع الدول التخفيف من هذا الأثر إذا كانت تقوم بتصدير كميات معتبرة من البترول بحيث يكون تأثير الدخل أكبر من تأثير تكلفة الإنتاج. (بلقاسم، 2017، صفحة 159)

ولارتفاع أسعار البترول آثار سلبية أخرى بالنسبة للدول المصدرة، حيث أن استمرار ارتفاع أسعار البترول يؤدي إلى انخفاض كبير في الطلب الكلي عليه من طرف الدول المستوردة بالتالي التراجع في أسعاره، كما أن التقلبات الكبيرة في أسعار البترول نتيجة الزيادات المفاجئة فيها قد تؤدي إلى زيادة عدم اليقين، وغالبا ما تؤدي إلى تقلص حوافز للاستثمار، فيصبح البترول أكثر تحديا للتخطيط المستقبلي للاقتصاد، وفي الواقع يمكن أن يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى إعادة تخصيص الموارد (Ghalayini, 2011, pp. 131-132)

المطلب الرابع: أثر الصدمات البترولية على اقتصاد الدول المستوردة للبترول

منذ حدوث الصدمة البترولية في سبعينات القرن الماضي أصبحت الأسواق البترولية العالمية تعاني من عدم الاستقرار، مما دفع بالدول المستوردة للبترول إلى تغيير سياستها تغييرا جذريا اتجاه الطاقة، بسبب ما عانته اقتصاديا من الآثار السلبية الناجمة عن الارتفاع في أسعار البترول، حيث قررت الحكومات الأوروبية منذ ذلك الوقت تنويع مصادر الطاقة وتنويع مصادر استيرادها، وتم اللجوء إلى ما يسمى بالمخزونات البترولية كضمان لاستمرار التمويل من جهة ومحاولة التحكم في أسعار الوقود الأحفوري من جهة أخرى، وقامت الحكومات الأوروبية بوضع قرار تسمح فيه بالاعتماد الكبير على الطاقة الكهربائية المنتجة من المفاعلات النووية رغم المعارضة الشديدة من شعوبها، حيث قامت فرنسا لوحدها ببناء 50 مفاعل نووي ثم رفعت العدد إلى نحو 75 مفاعل خلال الفترة الممتدة من 1975 إلى 1985 والتي تزود فرنسا بحوالي 70% من احتياجاتها للطاقة الكهربائية، فحذت حذوها معظم الدول المستهلكة للبترول (العقيل، 2003، صفحة 23).

فكلما كانت تقلبات الأسعار باتجاه الارتفاع أدت إلى حدوث آثار اقتصادية سلبية على اقتصاد الدول المستهلكة للبترول، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الاستهلاك العالمي للبترول (نزمت، 2011)، وأيضا يؤدي ارتفاع أسعار مصدر الطاقة الرئيسي في العالم إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، بالتالي ارتفاع أسعار المنتجات وانخفاض للقدرة الشرائية، وهو ما يضع الدول المستوردة للبترول وفي مقدمتها الدول الصناعية الغربية في أزمات مالية، وضغط اجتماعي رهيب خاصة وأن استهلاك الفرد من الطاقة في هذه المجتمعات يتميز بالارتفاع الشديد، فالارتفاعات المفاجئة والحادة في أسعار البترول جعلت الدول المستوردة للبترول تعيش قلقا شديدا، وهذا بسبب تحويل معظم

ثروتها إلى فاتورة الحصول البترول، والذي لا يزال المصدر المهم والأساسي في صناعاتها، وفي تحريك عجلة النمو الاقتصادي (العنزي، 2008).

وتسعى الدول المستوردة الرئيسية للبترول في العالم جاهدة لأجل ضبط التحكم في استهلاكها الطاقوي، ولكن على العموم نلاحظ بأن اقتصاد الدول المستوردة للبترول فشلت وإلى حد بعيد في معالجة التأثيرات الناتجة عن ارتفاع أسعار لبترول، رغم أن آليات إدارة البترول المستورد فرضت نسب ضريبية مرتفعة إضافة إلى الأسعار السائدة بهدف ترشيد الاستهلاك، كما أن الدول الصناعية الغير منتجة للبترول أخذت من الاعتبارات البيئية منطلقا لها، لأجل الضغط باتجاه البحث عن بدائل أقل كلفة وأقل إضرارا بالبيئة، كما أن الدول المستوردة للبترول تقوم بعقد قمم بصورة دائمة ومستمرة بسبب قلقها الشديد من ارتفاع أسعار البترول، محاولة إبراز أن سعر البترول المرتفع سيساهم بتخفيض معدلات النمو الاقتصادي العالمي، ومع موجة الارتفاع المطرد والمستمر لأسعار البترول، طالب وزراء مالية الدول الصناعية الكبرى - كالولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا وكندا- بالعمل على الحد من الارتفاع المطرد في أسعار البترول لأن تواصل هذا الارتفاع سيؤدي إلى تراجع الأداء الاقتصادي العالمي، ودعوا الدول المستوردة إلى ضرورة التوسع في استخدام مصادر الطاقة البديلة (خير الدين، 2013/2012، صفحة 119).

ويمكن تقسيم آثار هذه التقلبات إلى حالة الانخفاض وحالة الارتفاع في النقاط التالية:

الفرع الأول: آثار انخفاض أسعار البترول العالمية على الدول المستوردة

لأنخفاض أسعار البترول العديد من الآثار الإيجابية على الدول المستوردة، والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية: (البترول اقتصاديا، البترول وتأثيره على اقتصادات الدول، 2020)

- ✓ انخفاض فاتورة الواردات البترولية.
- ✓ انخفاض أسعار السلع الصناعية المستوردة، ويرجع ذلك لانخفاض معدل التضخم في الدول الصناعية.
- ✓ انخفاض أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض أعباء الديون التي تتحملها الدول المستهلكة.
- ✓ زيادة صادرات الدول المستهلكة من المنتجات الأولية، ويرجع ذلك إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية في الدول الصناعية والذي يعود جزئيا إلى انخفاض أسعار البترول العالمية.

وكما يؤثر انخفاض أسعار البترول العالمية إيجابيا على الدول المستوردة، فإنه كذلك يلحق ضررا بالغا بالدول المستوردة خاصة النامية منها، ويمكن اختصار أهم الآثار السلبية في النقاط التالية: (بيبي، 2012/2011، صفحة 25)

- 1) يؤدي انخفاض أسعار البترول العالمية إلى توقيف الإقراض التطوعي من دول الأوبك، وفي نفس الوقت ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في الدول الصناعية ما يؤدي إلى الحد من قدرة الدول النامية على الاعتماد على الاقتراض من الخارج لتمويل التنمية.
- 2) أصبحت نسبة هامة من إجمالي حصيلة الصادرات توجه إلى خدمة الدين الخارجي مما قلل من قدرة هذه الدول على تمويل وارداتها ذاتي، ما دفع عدد من الدول النامية إلى استنزاف احتياطياتها من الذهب والعملات الصعبة وبالتالي دفعها إلى الضغط على

الواردات، الأمر الذي ترتب عليه انكماشاً داخلياً كانت أهم معالمه تدهور مستوى المعيشة وتعطل الطاقات الإنتاجية وانخفاض معدلات النمو الاقتصادي بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم بسبب تغطية العجز بالإصدار النقدي (التمويل التضخمي).
3 تضرر الدول النامية غير مصدرة للبترول من انخفاض عائدات شركاتها الهندسية وعقود المقاولات والإنشاءات التي كانت تعمل في الدول البترولية قبل ظهور الأزمة، أضف إلى ذلك تقلص تحويلات العاملين من مواطنيها في الدول البترولية.

الفرع الثاني: آثار ارتفاع أسعار البترول العالمية على اقتصاد الدول المستوردة

من أهم الآثار الناتجة عن ارتفاع أسعار البترول العالمية في اقتصاد الدول المستوردة ما يلي: (بيبي، 2012/2011، صفحة 22)

1) العجز في موازين المدفوعات

ترتب عن ارتفاع أسعار البترول العالمية زيادة العجز في موازين مدفوعات كل من الدول المتقدمة والدول النامية المستوردة للبترول، ما يؤدي إلى زيادة مشكلة الدين الخارجي لها.

كما يمكن أن يعالج ارتفاع أسعار البترول العجز في موازين مدفوعات الدول الصناعية المتقدمة المستوردة للبترول عن طريق أثرين: أثر مالي وأثر حقيقي، ويقصد بالأثر الحقيقي زيادة الكمية الحقيقية من السلع والخدمات التي تدفع للدول المنتجة للبترول بالتالي زيادة المدفوعات النقدية للدول الصناعية المتقدمة، بحيث تعيد الدول البترولية جزء من المدفوعات النقدية إلى الدول الرأسمالية من خلال الاستثمار المباشر، أما الباقي فيتم الاحتفاظ به في بنوك دول أخرى أي أن مشتريات الأوبك من الدول الصناعية أخذت في التزايد متجهة إلى تخفيض العجز في موازين مدفوعات الدول المتقدم، أما الأثر المالي على موازين مدفوعات الدول الرأسمالية هو الاحتياطات التي يحتفظ بها في تلك الدول، فمعظم الأرصدة البترولية لدول الأوبك قد تم الاحتفاظ بها في الدول الصناعية (بنوك واستثمارات قصيرة الأجل).

2) مشكلة المديونية الخارجية

لجأت الدول النامية المستوردة للبترول إلى الاقتراض الخارجي بشكل متزايد لتغطية العجز في موازين مدفوعاتها، حيث كانت الظروف تسمح بتلبية حاجة هذه الدول من خلال الأرصدة التي تستحوذ عليها البنوك والمؤسسات المالية والنقدية في الدول الرأسمالية، مما أدى إلى زيادة أزمة الديون الخارجية للدول النامية المستوردة، حيث ارتفعت نسبة الديون الخارجية إلى الناتج الإجمالي القومي لها، إلا أن الدول الصناعية المتقدمة كانت قادرة على مواجهة المدفوعات المتزايدة للبترول من الناحية الحقيقية، حيث تمكنت من الحفاظ على أوضاعها المالية بسبب تزايد مشتريات دول الأوبك منها، وزيادة استثمارها المباشر فيها واحتفاظها بأرصدة نقدية في البنوك الغربية، بالتالي لم تعاني من مشكلة المديونية الخارجية جراء ارتفاع أسعار البترول العالمية.

المبحث الرابع: صناعة البترول في الدول العربية

يحتل البترول حيزاً مهماً في اقتصاد الدول العربية بشكل عام واقتصاد الدول المنتجة له بشكل خاص، وبالرغم من الجهود الكثيرة لتنويع مصادر الدخل لغرض توزيع المخاطر والانتقال إلى مستوى تنافسي صناعي أعلى إلا أن البترول لا يزال يعتبر مصدر أساسي للدخل في عدد من الدول العربية، لذا فإن هذه الدول خصوصاً البترولية منها، عرضة للصدمات العشوائية التي تصيب أسعار البترول بين الآونة والأخرى، أحياناً إيجابية وأحياناً سلبية، فعند ارتفاع أسعار البترول سواء بسبب زيادة الطلب أو قلة العرض أو أي سبب آخر يزداد الناتج المحلي الإجمالي للدول المنتجة وليس بالضرورة بسبب الزيادة في الإنتاجية الكلية أو الكفاءة، وعندما ينخفض سعره ينخفض الناتج المحلي الإجمالي وتدهور معه المالية العامة والأنشطة الاقتصادية الأخرى ويسري العجز في الحساب الجاري مما قد يؤدي إلى التأثير على سعر الصرف وأسواقها المالية والنقدية وعلى الاستقرار المالي لهذه الدول.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى أهم البيانات المتعلقة بصناعة البترول وتطوره في الدول العربية، من خلال تحليل البيانات المتعلقة بتطور الاكتشافات الجديدة للبترول وحجم الاحتياطيات البترولية، واستهلاك وإنتاج البترول، وإحصائيات صادرات وإيرادات البترول في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018.

المطلب الأول: تحليل تطور الاكتشافات والاحتياطيات البترولية في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018

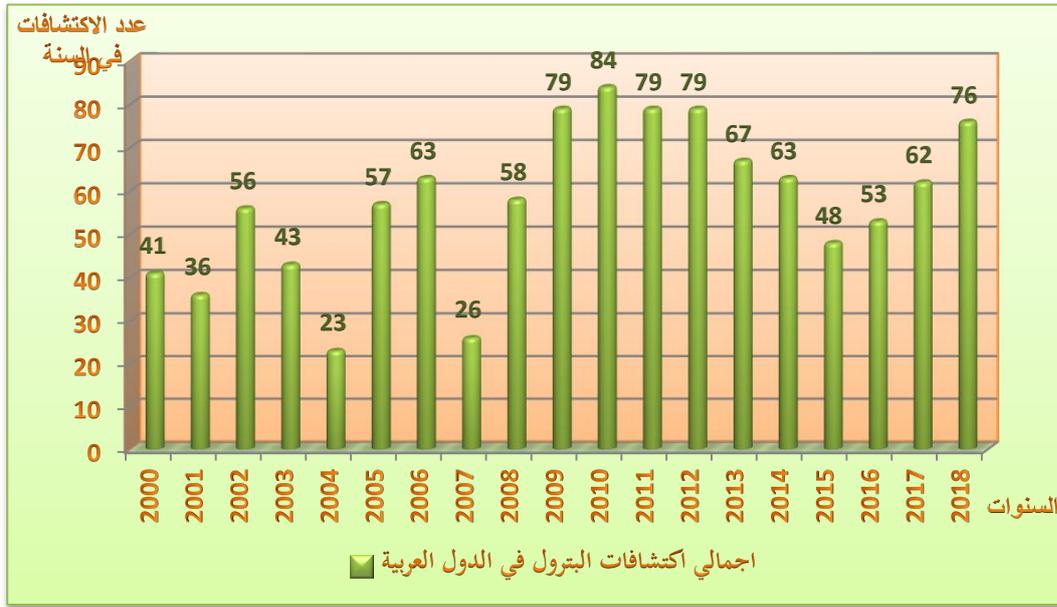
من خلال هذا المطلب سيتم التعرف على التطورات الحاصلة في مجال الاكتشافات البترولية في الدول العربية بالإضافة إلى تطور حجم احتياطي البترول فيها خلال الفترة 2000-2018.

الفرع الأول: تحليل تطور اكتشافات البترول في الدول العربية خلال 2000-2018

احتل التنقيب عن البترول في الأعماق الكبيرة والسحيقة مكاناً بارزاً خلال الألفية الثالثة، ويبدو أن الجهود باتت تتركز على عمليات الاستكشاف للتجمعات البترولية المدفونة على أعماق تزيد عن 4500م، وباستثناء الولايات المتحدة الأمريكية فإن عدد الأحواض الترسيبية الحاملة للبترول والغاز يفوق السبعة وثمانين حوضاً معروفة في العالم، بينما تحتوي أمريكا الشمالية على عدد كبير من الاكتشافات البترولية العميقة، وتعتبر أحواض خليج المكسيك والجزيرة العربية وشرق فنزويلا أكثر هذه الأحواض غنى بالبترول، حيث تحتوي مجتمعة على قرابة نصف الاحتياطي العالمي المؤكد والمحتمل من البترول، وتواصلت عمليات التنقيب والاكتشاف عن البترول ليرتفع عدد الآبار الاستكشافية والتقييمية والتطويرية كل سنة في العالم عامة والدول العربية خاصة.

وفيما يلي سيتم تحليل تطور الاكتشافات البترولية في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018 من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-3): تطور اكتشافات البترول في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL استنادا على بيانات الملحق الإحصائي رقم (3)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحنى البياني تم أخذها من الملحقين الإحصائيين رقم (03) و(06).

انعكس ارتفاع أسعار البترول سنة 2000 على نشاطات الاستكشاف والحفر والإنتاج، وحققت شركات البترول العالمية نتيجة لذلك عائدات ضخمة سمحت لها بالاستثمار في البحث عن حقول جديدة للبترول أو تطوير حقول سبق اكتشافها، وانعكس ذلك في زيادة الجهود الاستكشافية في نهاية سنة 2000 بحوالي 37% بالمقارنة مع نهاية سنة 1999، ويعتبر الاستثمار في مجال الاستكشاف أمرا ضروريا لتلبية الطلب المتزايد على الطاقة، ولم تكن المنطقة العربية في منأى عن التطورات التي تشهدها الصناعة البترولية، وكانت الطاقة الإنتاجية الفائضة في بعض الدول العربية العامل الحاسم في استقرار أسواق البترول والحيلولة دون حدوث نقص في الإمدادات نتيجة تزايد الطلب على البترول خلال سنة 2000، كما وضعت خطط لتطوير حقول البترول والغاز بهدف زيادة تلك الطاقة (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2001، الصفحات 178-179).

وشهد نشاط الحفر الاستكشافي والتطويري خلال سنة 2000 زيادات طفيفة في معظم الدول العربية وكان الحفر أغلبه حفرا تطويريا في السعودية والكويت وقطر والبحرين، بالمقابل كان حفرا استكشافيا في باقي الدول العربية، حيث بلغ عدد الاكتشافات المحققة في الدول العربية 41 اكتشافا بتروليا خلال هذه السنة، وكانت الاكتشافات بشكل رئيسي في مصر حيث بلغت 24 اكتشافا بتروليا، تليها الجزائر بـ 8 اكتشافات بترولية، واليمن بـ 3 اكتشافات، ثم عمان باكتشافين وتونس والكويت وسوريا وليبيا باكتشاف واحد لكل منهم.

ثم تراجع النشاط الاستكشافي للبترول سنة 2001 في العالم والدول العربية، نتيجة التراجع في الطلب العالمي على البترول خلال هذه السنة، وما رافقه من انخفاض واضح في أسعاره، حيث سجلت الدول العربية 36 اكتشافا بتروليا خلال هذه السنة، هذا وقد تم تنفيذ العديد من مشاريع التطوير في الحقول المنتجة وتوسيع منشآت الإنتاج لرفع الطاقة الإنتاجية وتحقيق طاقة فائضة احتياطية، كما قامت

بعض الدول العربية وهي عمان والسودان واليمن ومصر برفع طاقتها الإنتاجية من خلال وضع حقول مكتشفة جديدة في الإنتاج، حيث حافظت مصر على المركز الأول في تحقيق أكبر عدد من الاكتشافات بين الدول العربية، حيث وصلت إلى 12 اكتشافا بتروليا، تليها عمان بـ 7 اكتشافات، والسودان وتونس بـ 3 اكتشافات لكل منهما، واليمن وليبيا والجزائر باكتشافين لكل منهما، بينما سجلت باقي الدول العربية اكتشافا واحدا لكل دولة.

وفي سنة 2002 تم تحقيق اكتشافات بترولية هامة في مناطق مختلفة من العالم أهمها في المناطق المغمورة تحت المياه العميقة، في كل من غرب إفريقيا والبرازيل وخليج المكسيك وجنوب شرق كندا وماليزيا، ولأول مرة في المناطق المغمورة في أقصى شمال بحر الشمال في جزر فارو، وبحر قزوين وأستراليا. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2003، صفحة 21)

وعلى مستوى الدول العربية شهدت سنة 2002 نشاطا متزايدا في كافة الأنشطة المتعلقة بصناعة البترول، فعلى مستوى النشاط الاستكشافي، فقد أدت زيادة نشاط الحفر الاستكشافي إلى تحقيق 56 اكتشافا بتروليا شمل معظم الدول العربية، بالإضافة إلى اكتشاف البترول والغاز في السواحل الموريتانية، كما أنجزت مشاريع تطوير في العديد من الدول العربية المنتجة للبترول التي من شأنها المحافظة على / أو زيادة الطاقة الإنتاجية للبترول، هذا وقد حافظت مصر على المركز الأول في تحقيق أكبر عدد من الاكتشافات بين الدول العربية، حيث حققت 22 اكتشافا بتروليا، تليها اليمن بـ 9 اكتشافات، ثم عمان بـ 8 اكتشافات والسودان بـ 5 اكتشافات، ثم تليها الجزائر وليبيا بـ 3 اكتشافات لكل منهما، ثم تونس والسعودية والكويت باكتشافين لكل واحدة.

أما في سنة 2003 فقد شهد عدد الاستكشافات البترولية في الدول العربية تراجعا، بالرغم من انتعاش عمليات الاستكشاف في المنطقة العربية، حيث حققت الدول العربية 43 اكتشافا بتروليا سنة 2003، وكانت مصر في المركز الأول من حيث عدد الاكتشافات سنة 2003 فقد حققت 21 اكتشافا، واليمن بـ 6 اكتشافات، تليها ليبيا بـ 4 اكتشافات، ثم الجزائر وتونس بـ 3 اكتشافات لكل منهما، ثم السودان باكتشافين، أما باقي الدول العربية المنتجة للبترول تراوحت بين اكتشاف واحد أو صفر اكتشاف.

وشهدت سنة 2004 زيادة ملحوظة في نشاط الحفر الاستكشافي والتطويري في العالم وللسنة الثانية على التوالي، بسبب ارتفاع أسعار البترول ابتداء من سنة 2003 وتراكم الأرباح لدى الشركات البترولية العالمية، وبسبب هذه الأرباح تمكنت الدول البترولية من تنفيذ عمليات استكشافية في مناطق نائية، وقاد بعضها إلى تحقيق اكتشافات جديدة، لكن بالرغم من ذلك فقد لوحظ حدوث تراجع في عدد هذه الاكتشافات خلال سنة 2004، مقارنة مع السنوات السابقة في مختلف مناطق العالم بشكل عام وفي الدول العربية بشكل خاص، وتراجع أيضا حجم الاحتياطات البترولية المكتشفة وتدني إلى أقل من حجم الكميات المنتجة في العام نفسه في أغلب الدول الصناعية. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2005، صفحة 15)

وأدت النشاطات الاستكشافية في الدول العربية خلال سنة 2004 إلى تحقيق 23 اكتشافا بتروليا مقابل 43 اكتشاف سنة 2003، وقد حققت السودان أكبر عدد اكتشافات خلال هذه السنة حيث وصلت إلى 8 اكتشافات، تليها مصر بـ 4 اكتشافات، ثم

الجزائر واليمن ب3 اكتشافات لكل منهما، ثم سوريا والكويت باكتشافين، والسعودية باكتشاف واحد، بينما لم تسجل باقي الدول العربية أي اكتشاف للبترول خلال هذه السنة.

وفي سنة 2005 وللسنة الثالثة على التوالي شهد نشاط الحفر الاستكشافي والتطويري في العالم زيادة كبيرة، حيث أدت النشاطات الاستكشافية إلى تحقيق 57 اكتشافا بتروليا جديدا في الدول العربية خلال هذه السنة، حيث حققت مصر 38 اكتشافا بتروليا، تليها الجزائر ب5 اكتشافات، ثم السعودية واليمن ب3 اكتشافات لكل منهما، ثم عمان وليبيا والكويت باكتشافين لكل واحدة، بينما حققت تونس والسودان اكتشافا واحدا فقط خلال هذه السنة.

أما في سنة 2006 فقد ساهم استمرار ارتفاع أسعار البترول في التوسع الملحوظ في نشاط الاستكشاف والبحث، حيث أدى استمرار الطلب المتزايد على البترول والارتفاع النسبي في الأسعار إلى تنشيط قطاع الاستكشاف والبحث عن احتياطات جديدة، أما على مستوى الدول العربية فقد شهدت نشاطا استكشافيا واسعا خلال سنة 2006 على اليابسة والمناطق المغورة، أدى إلى تحقيق اكتشافات جديدة تؤكد أن المنطقة لا تزال واعدة من حيث الإمكانيات الكامنة، مما ساهم في ارتفاع تقديرات الاحتياطي المؤكد من البترول في الدول العربية. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2007، صفحة 90)

وأدت النشاطات الاستكشافية في الدول العربية خلال سنة 2006 إلى تحقيق 63 اكتشافا بتروليا، مرتفعا بذلك عن العدد الذي حققته في السنة الماضية، وتصدر مصر الدول العربية من حيث عدد الاكتشافات ب29 اكتشافا بترولي، تليها الجزائر ب12 اكتشافا، وليبيا ب7 اكتشافات، ثم اليمن ب5 اكتشافات، ثم تونس والسودان ب4 اكتشافات، وأخيرا العراق والكويت باكتشاف واحد فقد، بينما لم تسجل باقي الدول العربية المنتجة للبترول أي اكتشاف هذه السنة.

وتميزت سنة 2007 بالارتفاع المتواصل لأسعار البترول ووصولها لمستويات غير مسبوقة، وساهمت في ذلك عوامل مختلفة ظلت سائدة منذ السنة السابقة، كارتفاع الطلب العالمي على البترول، والتوترات التي شهدتها بعض مناطق الإنتاج الرئيسية، والاختناقات في طاقات التكرير، والمضاربات في الأسواق المستقبلية للبترول، وقد أدى ارتفاع أسعار البترول إلى تنشيط قطاع الاستكشاف والبحث عن احتياطات جديدة على مستوى العالم عامة والدول العربية خاصة، ما أدى إلى تحقيق العديد من الاكتشافات إلا أنها كانت أقل بكثير من الاكتشافات المحققة في السنة السابقة. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2008، صفحة 88)

حيث حققت الدول العربية 26 اكتشافا بتروليا في سبع دول عربية وهي مصر ب9 اكتشافات، ثم تليها الجزائر وليبيا ب5 اكتشافات لكل منهما، و3 اكتشافات في تونس، واكتشاف واحد لكل من الكويت وسوريا.

وواصلت أسعار البترول ارتفاعها إلى النصف الثاني من سنة 2008، وأدى ذلك إلى قيام شركات البترول العالمية والعربية إلى رصد مبالغ كبيرة في ميزانياتها لتنشيط قطاع الاستكشاف والبحث عن احتياطات جديدة في المناطق الصعبة، مثل المياه العميقة جدا، حيث

شهد قطاع الاستكشاف في الدول العربية نشاطا مكثفا خلال هذه السنة قاد إلى تحقيق العديد من الاكتشافات البترولية. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2009، صفحة 78)

فقد حققت سبع دول عربية اكتشافات بترولية سنة 2008، منها مصر 40 اكتشافا، وليبيا 8 اكتشافات، وعمان بـ3 اكتشافات، واكتشافين لكل من الجزائر وسوريا وتونس، واكتشاف واحد لليمن.

أما عن النشاط الاستكشافي على المستوى العالمي والعربي سنة 2009 فقد انخفض عن السنة السابقة، وذلك لانخفاض أسعار البترول بداية من النصف الثاني من سنة 2008 إلى سنة 2009 بسبب الأزمة المالية التي ضربت العالم نهاية سنة 2008، حيث أثرت هذه الأخيرة على جانب الاستثمارات في قطاع الطاقة العالمي بشكل عام، وقطاع الطاقة في الدول العربية المنتجة للبترول بشكل خاص.

وبالرغم من انخفاض النشاط الاستكشافي سنة 2009 في الدول العربية إلا أنها حققت عدد اكتشافات أعلى من السنة السابقة، حيث وصلت إلى 79 اكتشافا في عشرة دول عربية، منها مصر بـ41 اكتشافا محتلة بذلك الصدارة في عدد الاكتشافات البترولية العربية سنة 2009، تليها ليبيا بـ11 اكتشافا، واليمن بـ9 اكتشافات، ثم سوريا وعمان بـ5 اكتشافات لكل منهما، والجزائر بـ4 اكتشافات، ثم اكتشاف واحد لكل من الإمارات، السعودية، تونس والكويت.

وشهدت سنة 2010 بداية انتعاش اقتصادي بعد الأزمة المالية العالمية، صاحبه استقرار نسبي لأسعار البترول، مما ساهم في تعزيز الثقة بالأسواق واستمرار العمليات الاستكشافية في مناطق العالم المختلفة وبدرجات متفاوتة من منطقة إلى أخرى، حيث شهدت المنطقة العربية نشاطا استكشافيا واسعا خلال سنة 2010، أسفر عنه ارتفاع عدد الاكتشافات البترولية المحققة في الدول العربية ليصل إلى 84 اكتشافا، وكانت مصر في المركز الأول على مستوى الدول العربية من حيث عدد الاكتشافات المحققة هذه السنة حيث بلغت 40 اكتشافا بتروليا، تليها ليبيا بتحقيق 20 اكتشافا بتروليا، ثم الجزائر بـ14 اكتشافا، والسعودية بـ4 اكتشافات، ثم سوريا باكتشافين، واكتشاف واحد لكل من الإمارات، تونس، الكويت وعمان.

وفي سنة 2011 ارتفعت أسعار البترول العالمية إلى مستويات قياسية، مساهمة بذلك في استمرار سير عجلة العمليات الاستكشافية في العالم عامة والدول العربية خاصة، وكان للدول العربية المنتجة للبترول دورا هاما في إعادة رفع أسعار البترول واستقرارها من خلال منظمة الأوبك، كما أثرت عوامل أخرى عديدة على الأسعار أهمها التطورات الجيوسياسية في المنطقة العربية، والتقلبات في أسعار صرف العملات، والمضاربات في أسواق السلع والخدمات.

وبالرغم من هذه التطورات التي مرت بها المنطقة العربية خلال سنة 2011، إلا أن الدول العربية اهتمت بتطوير صناعتها البترولية، حيث شهدت نشاطات استكشاف واسعة، فوصل عدد الاكتشافات البترولية في الدول العربية خلال سنة 2011 إلى 79 اكتشافا، وتصدرت مصر الدول العربية من حيث عدد الاكتشافات بـ57 اكتشافا، تليها الجزائر بـ10 اكتشافات، ثم تونس بـ4 اكتشافات، وسوريا بـ3 اكتشافات، ثم الكويت باكتشافين، واكتشاف واحد لكل من السعودية، العراق وعمان.

وشهدت سنة 2012 استمراراً للأزمات السياسية والأمنية التي شهدتها منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، إلا أن التأثير العملي على الصناعة البترولية والنشاطات الاستكشافية بقي هامشياً، حيث استمرت عمليات الاستكشاف في تحقيق نتائج جيدة سواء على المستوى العربي أو العالمي، مدفوعة بالثقة في أسواق البترول (العرض والطلب)، وبأهمية ضخ المزيد من الاستثمارات للمحافظة على استقرار هذه السوق. (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2012، صفحة 120)

فقد بقيت الدول العربية محافظة على عدد الاكتشافات المحققة عند 79 اكتشافاً بترولياً خلال سنة 2012، وتصدرت مصر الدول العربية بـ 57 اكتشافاً محققاً، تليها الجزائر بـ 8 اكتشافات، والعراق بـ 6 اكتشافات، ثم ليبيا بـ 4 اكتشافات، وتونس اكتشفت بتروليين، أما السعودية وسوريا فحققتا اكتشافاً واحداً لكل منهما.

ومن جهة أخرى فقد شهدت سنة 2013 استمراراً لحالة عدم الاستقرار التي تشهدها بعض دول الشرق الأوسط وإفريقيا، منها تونس، ليبيا، مصر وسوريا، وتأثيرها على الدول المجاورة مثل العراق والجزائر حيث تسببت هذه الأوضاع في تذبذب الإنتاج أو تراجعها في بعض الأحيان، لكن ذلك لم يمنع من تنامي النشاطات الاستكشافية والإنتاجية وتزايد أعمال البحث والتنقيب في المغامرة واليابسة، وجذب الاستثمارات في باقي الدول العربية. (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2013، صفحة 107)

وبلغ عدد الاكتشافات البترولية المحققة سنة 2013 في الدول العربية 67 اكتشافاً بترولياً، وكان النصيب الأكبر في عدد الاكتشافات البترولية في مصر بـ 41 اكتشافاً، تلتها الجزائر بـ 12 اكتشافاً، ثم العراق بـ 15 اكتشافات، وليبيا بـ 4 اكتشافات، بينما حققت الكويت 3 اكتشافات، واليمن وعمان حققتا اكتشافاً واحداً لكل منهما.

هذا وتميزت أسواق البترول خلال النصف الثاني من سنة 2014 بالاستقرار النسبي، وذلك انعكاساً للنمو المتواضع في أداء الاقتصاد العالمي، وخلال النصف الثاني من السنة شهدت أسواق البترول تغيراً مفاجئاً بحدوث انخفاض حاد في أسعار البترول العالمية، وبالرغم من ذلك فقد تحققت خلال سنة 2014 العديد من الاكتشافات البترولية الجديدة، لكنه بالمقابل عانت بعض دول العالم من انخفاض في احتياطاتها بسبب النضوب الطبيعي لمكامنها البترولية، مما أدى بدول العالم منها الدول العربية إلى زيادة نشاطها الاستكشافي للحصول على مكامن بترولية أخرى، حيث حققت الدول العربية 63 اكتشافاً بترولياً سنة 2014، بلغ نصيب مصر 34 اكتشافاً من إجمالي الاكتشافات العربية للبترول، وحققت الجزائر 18 اكتشافاً، تليها الكويت بـ 6 اكتشافات، بينما حققت كل من تونس والعراق وليبيا وعمان واليمن اكتشافاً واحداً لكل منهما.

وفي سنة 2015 مرت أسواق البترول بظروف استثنائية مدفوعة بالتغيرات في الطلب والعرض والتي أدت إلى حدوث انخفاضات حادة في أسعار البترول خلال هذه السنة، استمراراً لما شهدته خلال النصف الثاني من السنة السابقة، حيث ألقى انخفاض أسعار البترول بظلاله على نشاط الاستكشاف، فشهدت 2015 تخفيض ميزانيات عدد كبير من الشركات العالمية، وتمثل التحدي الأكبر لتلك الشركات في محاولة تحقيق عوائد على المدى البعيد. (الأمين العام للأوبك، التقرير السنوي، 2015، صفحة 101)

وتراجع عدد الاكتشافات البترولية المحققة في الدول العربية إلى 48 اكتشافاً، موزعة على أربعة دول فقط، حيث حققت مصر 26 اكتشافاً، والجزائر 10 اكتشافات، بينما حققت الكويت 9 اكتشافات، وتونس 3 اكتشافات، بينما لم تحقق الدول العربية الأخرى أي اكتشاف بترولي خلال هذه السنة.

وتواصل خلال سنة 2016 تأثير انخفاض أسعار البترول الذي بدأ منذ أواخر سنة 2014 في إلقاء ظلاله على ميزانيات وأرباح الشركات العاملة في الصناعة البترولية، حيث شهدت سنة 2016 تراجع الميزانيات وتراجع الإنفاق على نشاط الاستكشاف للعام الثاني على التوالي، وهو ما لم تشهده الصناعة البترولية لأكثر من 30 سنة، وقد واجهت الشركات هذا الوضع باتخاذ قرارات مهمة من ضمنها تشكيل تحالفات تجعل هذه الشركات قادرة على تقديم خدمات متكاملة، والاستغناء عن عدد من الكوادر وتسريح العاملين حيث تم تسريح 22% من كوادر الشركات البترولية العالمية خلال سنة 2015، و7% حتى منتصف 2016، وبلغ عدد المسرحين منذ 2014 ونهاية 2016 إلى 350 ألف موظف وعامل، ومن بين القرارات المتخذة كذلك هي تعليق بعض برامج الاستكشاف أو الاستغناء عنها نهائياً. (الأمين العام للأوابك، التقرير السنوي، 2016، الصفحات 89-90)

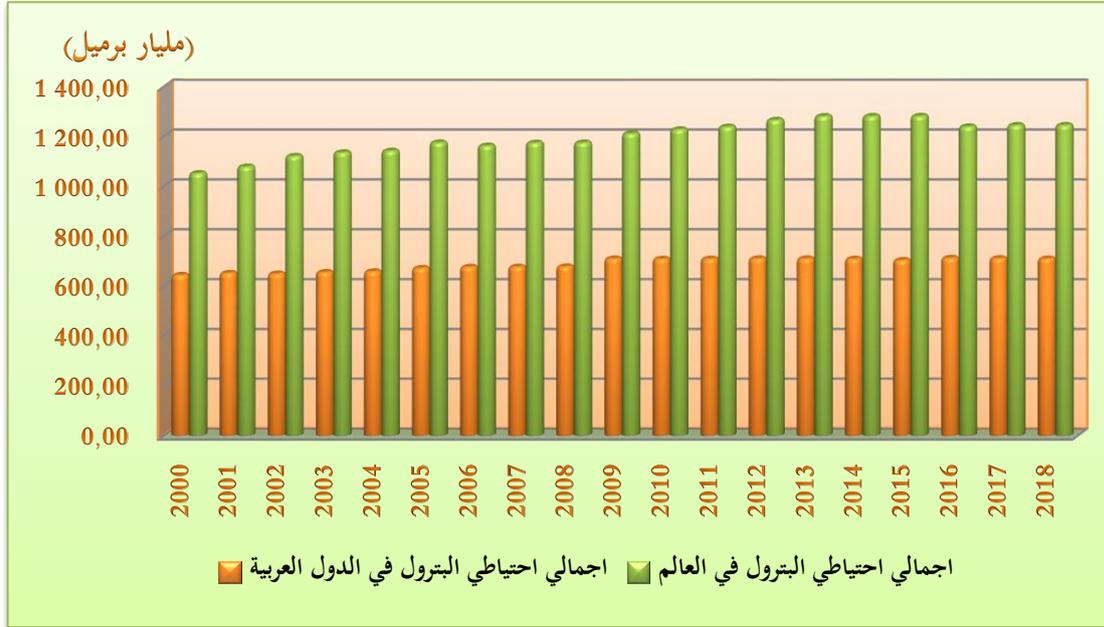
وبلغ عدد الاكتشافات البترولية في الدول العربية سنة 2016 الـ 53 اكتشافاً محققاً، كوان نصيب مصر 27 اكتشافاً، تليها الجزائر بـ 17 اكتشافاً محققاً، ثم الكويت بـ 7 اكتشافات، واكتشاف واحد محقق لكل من تونس والعراق، بينما لم تحقق الدول العربية الأخرى أي اكتشاف بترولي خلال هذه السنة، وشهدت سنة 2017 تذبذباً في نشاط الاستكشاف عالمياً وعربياً رغم التحسن النسبي في أسعار البترول، وانعكس ذلك على ميزانيات الشركات التي ارتفع بعضها بشكل ملحوظ، لكن ذلك لم يشمل كل الشركات العاملة في الصناعة البترولية، وتشير التقديرات إلى ارتفاع الإنفاق على النشاط الاستكشافي سنة 2017 بعد ظهور ملامح عودة الثقة إلى سوق الصناعة البترولية (الأمين العام للأوابك، التقرير السنوي، 2018، صفحة 87)، حيث بلغ عدد الاكتشافات البترولية سنة 2017 في الدول العربية 62 اكتشافاً محققاً، وتصدرت مصر الدول العربية من حيث عدد الاكتشافات المحققة بـ 30 اكتشافاً، تليها الجزائر بـ 20 اكتشافاً محققاً، والكويت بـ 7 اكتشافات بينما حققت السعودية اكتشافين، والعراق اكتشاف واحد فقط، أما باقي الدول العربية فلم تحقق أي اكتشاف خلال هذه السنة.

بالرغم من التعثرات التي شهدتها أسواق البترول العالمية سنة 2018 إلا أنها شهدت نوعاً من التفاؤل بعد التحسن النسبي الذي شمل أسعار البترول خلال النصف الأول من السنة، وانعكس هذا التفاؤل على توقعات مشاريع البحث والاستكشاف المستقبلية في العالم عامة والدول العربية خاصة، ووصل عدد الاكتشافات البترولية المحققة في الدول العربية سنة 2018 إلى 76 اكتشافاً محققاً، حيث تصدرت مصر الدول العربية بـ 51 اكتشافاً، والجزائر بـ 15 اكتشافاً، ثم الكويت بـ 7 اكتشافات، واكتشاف واحد فقط محقق لكل من العراق والبحرين، بينما لم تحقق الدول العربية الأخرى أي اكتشاف بترولي خلال هذه السنة.

الفرع الثاني: تحليل تطور احتياطي البترول في الدول العربية خلال 2000-2018

من خلال الشكل التالي سيتم تتبع وتحليل تطور احتياطي البترول في الدول العربية خلال هذه الفترة:

الشكل (2-4): تطور احتياطي البترول عالميا وعربيا خلال الفترة 2000-2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL استنادا على بيانات الملحق الإحصائي رقم (3)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحنى البياني تم أخذها من الملحقين الإحصائيين رقم (03) و(07).

تشير قيمة الاحتياطات المؤكدة من البترول الخام في نهاية سنة 2000 إلى زيادة الاحتياطي العالمي حيث قدرت قيمته بـ 1055,13 مليار برميل مقارنة بـ 1032,79 مليار برميل سنة 1999، كما ارتفعت قيمة إجمالي احتياطات البترول في الدول العربية في نهاية سنة 2000 حيث قدرت بـ 646,86 مليار برميل مقارنة بـ 644,5 مليار برميل نهاية سنة 1999، وتحتل المملكة العربية السعودية المرتبة الأولى من حيث قيمة احتياطي البترول من بين باقي الدول العربية والذي يقدر بـ 262,82 مليار برميل سنة 2000، تليها العراق باحتياطي قدره 112,5 مليار برميل، ثم الإمارات باحتياطي قدره 97,8 مليار برميل، وتليها الكويت باحتياطي قدره 96,5 مليار برميل، ثم تأتي قطر بـ 13,16 مليار برميل، تليها الجزائر بـ 11,31 مليار برميل، ثم تأتي باقي الدول العربية بأقل قيمة لاحتياطي البترول، كعمان، اليمن، مصر، سوريا، تونس، السودان والبحرين باحتياطي قدره (5,85، 4، 3,7، 2,5، 0,31، 0,26، 0,15) مليار برميل على التوالي.

وشكلت احتياطات البترول العربية ما نسبته 61,3% من الاحتياطي العالمي نهاية سنة 2000 مقابل 62,5% سنة 1999،

أي أن الدول العربية تحوز على أكثر من نصف الاحتياطي العالمي للبترول خلال هذه السنة.

كما أشارت قيمة الاحتياطيات المؤكدة من البترول الخام نهاية سنة 2001 إلى زيادة الاحتياطي العالمي بنسبة 2,51% لتصل إلى 1081,65 مليار برميل، كما ارتفعت قيمة احتياطيات البترول في الدول العربية في نهاية سنة 2001 بنسبة 1,24% حيث بلغت 654,9 مليار برميل، وتعود هذه الزيادة إلى ارتفاع احتياطيات كل من قطر بحوالي 3,76 مليار برميل لتصل إلى 16,92 مليار برميل وتعود هذه الزيادة إلى إعادة تقييم حقل غاز الشمال في قطر، كما ارتفعت الاحتياطيات في العراق بحوالي 2,5 مليار برميل لتصل إلى 115 مليار برميل، والجزائر بحوالي 0,69 مليار برميل ليصل إلى 12 مليار برميل، كما ارتفع احتياطي سوريا 1,35 مليار برميل ليصل إلى 3,15 مليار برميل، وشهدت احتياطيات السودان كذلك زيادة ملحوظة تقدر بـ 0,55 مليار برميل وتعود إلى تحقيق اكتشافات بترولية جديدة خلال سنة 2001، بينما شهدت احتياطيات البحرين تراجع بـ 0,02 مليار برميل لتصل إلى 0,13 مليار برميل، أما تقديرات احتياطيات باقي الدول فقد ظلت ثابتة دون تغيير، هذا ويشكل احتياطي البترول في الدول العربية سنة 2001 حوالي 60,55% من الاحتياطي العالمي مقابل 61,3% سنة 2000.

وواصلت قيمة الاحتياطي العالمي للبترول ارتفاعها سنة 2002 لتصل إلى 1124,24 مليار برميل، بنسبة زيادة قدرها 3,94% عن سنة 2001، بينما انخفضت تقديرات احتياطيات البترول في الدول العربية في نهاية سنة 2002 بنسبة 0,38% لتبلغ الـ 652,41 مليار برميل، ويعود هذا التراجع إلى انخفاض احتياطيات كل من قطر بـ 1,71 مليار برميل لتصبح 15,21 مليار برميل، كما انخفض احتياطي البترول في الجزائر بحوالي 0,69 مليار برميل ليصبح 11,31 مليار برميل، وعمان بـ 0,05 مليار برميل، بينما ارتفعت احتياطيات السعودية بـ 0,06 مليار برميل، أما تقديرات احتياطيات باقي الدول العربية لم تشهد أي تغيير خلال هذه السنة.

وأثر انخفاض احتياطي البترول في الدول العربية سنة 2002 على نسبتها من إجمالي الاحتياطي العالمي، حيث انخفضت النسبة إلى 58,03% من الاحتياطي العالمي مقارنة بـ 60,55% سنة 2001.

وفي سنة 2003 ارتفعت قيمة الاحتياطي العالمي من البترول الخام لتصل إلى 1138,6 مليار برميل في نهاية السنة محققة زيادة بنسبة 1,28% عن سنة 2002، ورافق هذه الزيادة في الاحتياطي العالمي للبترول زيادة في الاحتياطي البترول في الدول العربية بنسبة 0,91% عن السنة السابقة، لتبلغ قيمته 658,33 مليار برميل سنة 2003، حيث ساهمت في هذه الزيادة كل من الكويت، ليبيا والجزائر بحوالي (2,5، 3,13، 0,49) مليار برميل على التوالي، وشهدت كل من المملكة العربية السعودية وعمان انخفاض طفيف في احتياطياتها بحوالي (0,06، 0,14) مليار برميل، بينما لم تشهد باقي الدول العربية أي تغير في قيمة احتياطياتها البترولية، وقد حافظت المملكة العربية السعودية على المرتبة الأولى من حيث قيمة الاحتياطي البترولي العربي، تليها العراق، ثم الإمارات، ثم الكويت، ثم ليبيا.

وتراجعت نسبة احتياطيات الدول العربية إلى 57,82% من الاحتياطي العالمي للبترول الخام سنة 2003 مقابل 58,03% سنة 2002.

وواصلت قيمة الاحتياطي العالمي للبترول ارتفاعها سنة 2004 لتصل إلى 1145,14 مليار برميل، بزيادة نسبتها 0,57% عن سنة 2003، وارتفعت في الوقت ذاته تقديرات احتياطيات البترول في الدول العربية في نهاية سنة 2004 بنسبة 0,44% حيث بلغت 661,2 مليار برميل، وقد ساهم في زيادة احتياطي البترول في الدول العربية كل من الكويت بـ 2,5 مليار برميل و السعودية بـ 1,58

مليار برميل، بينما شهدت كل من الجزائر وعمان انخفاضا طفيفا في احتياطاتها والذي بلغ حوالي (0,45، 0,76) مليار برميل على التوالي، أما تقديرات احتياطيات باقي الدول العربية لم تشهد أي تغيير خلال هذه السنة، وقد حافظت الدول العربية على ترتيبها من حيث القيمة الأكبر للاحتياطيات البترولية باستثناء الإمارات والكويت اللتان تبادلتا المراتب، حيث أن زيادة احتياطي الكويت جعلها تصبغ في المرتبة الثالثة بدل الإمارات التي تراجعت للمرتبة الرابعة، وانخفضت نسبة احتياطي البترول في الدول العربية من إجمالي الاحتياطي العالمي سنة 2004 انخفاضا طفيفا لتصل إلى 57,74% من الاحتياطي العالمي مقارنة بـ 57,82% سنة 2003.

وشهدت سنة 2005 ارتفاعا في قيمة الاحتياطي العالمي من البترول بنسبة 2,88% عن السنة السابقة، حيث بلغت قيمته 1178,17 مليار برميل نهاية سنة 2005، ورافق هذا الارتفاع في الاحتياطي العالمي للبترول زيادة معتبرة في احتياطيات الدول العربية بنسبة 2,02% ليصل إلى 674,57 مليار برميل في نهاية السنة، وترجع هذه الزيادة إلى ارتفاع احتياطي البترول في كل من قطر بحوالي 10,08 مليار برميل، وليبيا بحوالي 2,33 مليار برميل، والجزائر بحوالي 0,92 مليار برميل، وعمان بحوالي 0,5 مليار برميل، والسودان بـ 0,09 مليار برميل، بينما انخفض احتياطي سوريا بحوالي 0,15 مليار برميل، أما باقي الدول العربية فلم تشهد أي تغير في إجمالي احتياطاتها، والجدير بالذكر أن الدول العربية حافظت على ترتيبها من حيث نسبة المساهمة في إجمالي احتياطيات الدول العربية من البترول، حيث تصدرت المملكة العربي السعودية القائمة كأكبر نسبة مساهمة بينما جاءت البحرين في نهاية القائمة كأصغر نسبة مساهمة في احتياطيات البترول العربية، هذا وشكلت احتياطيات البترول في الدول العربية نسبة 57,26% من إجمالي الاحتياطيات العالمية نهاية 2005.

وفي سنة 2006، تراجعت الاحتياطيات العالمية لبترول بنسبة طفيفة قدرت بـ 1,07% عن قيمتها في السنة السابقة، حيث بلغت حوالي 1165,59 مليار برميل، بينما شهدت احتياطيات البترول العربية ارتفاعا بنسبة 0,71% ومن بين الدول العربية التي شهدت ارتفاعا في قيمة احتياطاتها هي: المملكة العربية السعودية، قطر، عمان، مصر، تونس والسودان (بـ 0,04، 0,9، 0,07، 0,02، 0,09، 4,01) مليار برميل على التوالي، بينما انخفضت الاحتياطيات في كل من الجزائر، اليمن، البحرين بـ (0,07، 0,7، 0,01) مليار برميل على التوالي، أما باقي الدول العربية فلم تشهد أي تغير في احتياطاتها، وقد شكلت احتياطيات البترول في الدول العربية نسبة 58,28% من إجمالي احتياطيات البترول في العالم نهاية سنة 2006.

أما عن احتياطيات البترول المؤكدة سنة 2007 فقد شهدت ارتفاعا ضئيلا عالميا وعربيا، حيث ارتفعت الاحتياطيات العالمية بحوالي 0,99% فقط عن السنة السابقة لتصل إلى 1177,14 مليار برميل، في الوقت ذاته ارتفعت الاحتياطيات العربية عن السنة السابقة بنسبة 0,06% لتصل إلى 679,77 مليار برميل، حيث ساهم ارتفاع أسعار البترول خلال سنة 2007 في زيادة الاكتشافات البترولية هذه السنة، وتبعاً لذلك تم تحقيق زيادات في الاحتياطيات المؤكدة إلا أنها تبقى زيادات طفيفة، وسعياً وراء زيادة احتياطيات البترول والغاز استمرت بعض الدول في إتباع سياسة عرض الامتيازات ووضع خطط للترويج للاستثمار البترولي، والتنقيب بالمشاركة مع الشركات العالمية ذات الخبرة والمتخصصة في هذا المجال، هذا وقد شكلت احتياطيات البترول في الدول العربية نسبة 57,75% من إجمالي احتياطيات البترول في العالم نهاية سنة 2007.

وفي سنة 2008 واصلت الاحتياطات المؤكدة من البترول الخام ارتفاعها الطفيف جدا بنسبة 0,06%، حيث بلغت احتياطات البترول العالمية 1177,82 في نهاية 2008، مقابل 1177,14 سنة 2007، بينما ارتفعت احتياطات البترول العربية بنسبة 0,14% فقط لتصل إلى 680,73 مليار برميل، ويرجح سبب ضعف الزيادة في احتياطات البترول الخام إلى تراجع الاكتشافات بسبب سوء الأوضاع الاقتصادية في العالم جراء الأزمة المالية العالمية التي ضربت العالم في النصف الثاني من سنة 2008، وبالرغم من ذلك فقد شكلت احتياطات البترول في الدول العربية نسبة 57,80% من إجمالي احتياطات البترول في العالم نهاية سنة 2008.

وبلغت الاحتياطات المؤكدة من البترول الخام عالميا سنة 2009 قيمة 1214,50 مليار برميل بنسبة زيادة 3,11% عن السنة السابقة، كما ارتفعت احتياطات البترول العربية بنسبة 4,74% لتبلغ 713 مليار برميل نهاية سنة 2009، ومع بداية تعافي العالم من الأزمة المالية تم تحقيق اكتشافات بترولية ساهمت في زيادة الاحتياطات العالمية والعربية، وساعدت الدول العربية على الحفاظ على حصتها من الاحتياطات العالمية للبترول والتي بلغت نسبتها 58,71% سنة 2009، كما يمكن القول أن ما يفوق نسبة 90% من احتياطات البترول العربية تركزت في خمس دول عربية هي السعودية، العراق، الكويت، الإمارات وليبيا.

أما عن إجمالي احتياطات البترول الخام عالميا سنة 2010 فقد ارتفعت بنسبة طفيفة جدا 1,36% لتبلغ 1231 مليار برميل، أما احتياطات البترول العربية فقد تراجعت بنسبة 0,21% حيث بلغت 711,5 مليار برميل، ويعود سبب الارتفاع الطفيف أو التراجع في احتياطات البترول بالرغم من تعافي الاقتصاد العالمي من الأزمة المالية ونشاط العمليات الاستكشافية إلى ظهور أزمة الديون السيادية الأوروبية سنة 2010، والتي أثرت على الاقتصاد العالمي والعربي بالتالي على صناعة البترول، بالإضافة إلى ظاهرة النضوب الطبيعي لمكامن البترول والغاز في بعض دول العالم، وبالرغم من انخفاض احتياطات البترول العربية إلا أنها بقيت محافظة على حصتها بأكثر من نصف احتياطي العالم بنسبة 57,80% سنة 2010.

وشهدت سنة 2011 تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي العالمي، بسبب تفاقم أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، وتحققت زيادات بسيطة في احتياطات البترول الخام العالمي سنة 2011 بنسبة 0,86% عن السنة السابقة لتبلغ 1241,6 مليار برميل، بينما زادت نسبة احتياطات الدول العربية من البترول بنسبة 0,08% فقط لتبلغ 712,1 مليار برميل، وساهمت في هذه الزيادة كل من ليبيا والسعودية بـ (0,9 و 1,19) مليار برميل على التوالي، بينما انخفضت الاحتياطات في كل من العراق وقطر بـ (1,1 و 0,2) مليار برميل أما باقي الدول العربية فلم تشهد احتياطاتها أي تغير، وشكلت الاحتياطات العربية ما نسبته 57,35% من إجمالي احتياطات البترول العالمية سنة 2011.

وفي سنة 2012 شهدت احتياطات البترول الخام العالمي ارتفاعا بنسبة 2,19% عن السنة السابقة لتبلغ 1268,8 مليار برميل، بينما زادت نسبة احتياطات الدول العربية من البترول بنسبة 0,18% فقط لتبلغ 713,40 مليار برميل، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى ارتفاع احتياطات العراق والسعودية وليبيا بـ (3,9 ، 0,5 ، 0,5) مليار برميل على التوالي، بينما انخفضت الاحتياطات في كل من السودان وقطر بـ (3,5 و 0,06) مليار برميل، أما باقي الدول العربية فلم تشهد احتياطاتها أي تغير، وشكلت الاحتياطات العربية 56,23% من إجمالي احتياطات البترول العالمية مبدية تراجعها في نسبتها عن السنة السابقة.

وفي سنة 2013 فشهدت احتياطات البترول الخام العالمي ارتفاعا بنسبة 1,18% عن السنة السابقة لتبلغ 1283,8 مليار برميل، بينما تراجع قليلا نسبة احتياطات الدول العربية من البترول بنسبة 0,03% لتبلغ 713,20 مليار برميل، وكان هذا التراجع على مستوى احتياطات البترول في السعودية بـ0,05 مليار برميل، بينما لم تشهد باقي الدول العربية أي تغير على مستوى احتياطاتها سنة 2013، وبهذا تراجع نسبة مساهمة احتياطات البترول العربية إلى 55,55% من إجمالي احتياطات البترول العالمية سنة 2013، وهذا أساسا إلى تراجع أسعار البترول وسوء الأوضاع الجيوسياسية وحالات عدم الاستقرار في بعض المناطق العربية وتراجع النشاط الاستكشافي للبترول فيها.

وفي سنة 2014 شهدت احتياطات البترول الخام العالمي ارتفاعا بنسبة 0,04% عن السنة السابقة لتبلغ 1284,3 مليار برميل، بينما تراجع قليلا نسبة احتياطات الدول العربية من البترول بنسبة 0,18% لتبلغ 711,90 مليار برميل، وكان هذا التراجع على مستوى احتياطات البترول في العراق بـ2,23 مليار برميل، وارتفعت الاحتياطات بنسبة ضئيلة في ليبيا ومصر بـ(0,02 و0,2) مليار برميل بينما لم تشهد باقي الدول العربية أي تغير على مستوى احتياطاتها خلال هذه السنة، واستمرت نسبة مساهمة احتياطات البترول العربية في التراجع إلى 54,99% من إجمالي احتياطات البترول العالمية سنة 2014، ويرجع عدم زيادة الاحتياطات بشكل كبير أو تراجعها إلى التراجع الحاد في أسعار البترول خلال النصف الثاني من سنة 2014، بالتالي التراجع في النشاطات الاستكشافية، بالإضافة إلى النضوب الطبيعي للمكامن البترولية لبعض دول العالم والذي أدى إلى انخفاض في احتياطاتها.

ويمكن القول أن الأسباب السابقة الذكر والمساهمة في تراجع أو ضعف نمو الاحتياطات البترولية عالميا وعربيا استمرت إلى سنتي 2015 و2016، حيث وصلت احتياطات البترول الخام العالمي نموها الضئيل سنة 2015 وزادت بنسبة 0,03% فقط عن السنة السابقة لتبلغ 1284,7 مليار برميل، بينما تراجعت نسبة احتياطات الدول العربية من البترول بنسبة 0,76% لتبلغ 706,50 مليار برميل، وكان هذا التراجع على مستوى احتياطات البترول في السعودية، اليمن ومصر بـ(5,48، 0,19 و0,93) مليار برميل على التوالي، بينما لم تشهد باقي الدول العربية أي تغير على مستوى احتياطاتها سنة 2015، وبهذا تراجع نسبة مساهمة احتياطات البترول العربية إلى 54,99% من احتياطات البترول العالمية سنة 2015.

وبعدها تراجع احتياطات البترول الخام العالمي سنة 2016 حيث انخفضت بنسبة 3,28% عن السنة السابقة لتبلغ 1242,6 مليار برميل، بينما ارتفعت نسبة احتياطات الدول العربية من البترول بنسبة 1,26% لتبلغ 715,39 مليار برميل، وساهم في ذلك ارتفاع مستوى احتياطات البترول في السعودية والعراق بـ(5,36 و5,30) مليار برميل على التوالي، وانخفض مستوى احتياطات البترول قليلا في كل من ليبيا وعمان بـ(1,16 و0,57) مليار برميل على التوالي، بينما لم تشهد باقي الدول العربية أي تغير على مستوى احتياطاتها سنة 2016، وهذا ما ساهم في إعادة ارتفاع نسبة مساهمة احتياطات البترول العربية إلى 57,57% من احتياطات البترول العالمية سنة 2016.

ثم بدأت أسواق البترول في سنة 2017 في الاتجاه نحو استعادة التوازن نسبيا، إلا أن احتياطات البترول الخام العالمي لم تحقق سوى زيادة قليلة نسبتها 0,43% عن السنة السابقة لتبلغ 1247,9 مليار برميل، حيث أن التحسن في أسعار البترول لم ينعكس على ميزانيات كل الشركات العاملة في صناعة البترول بالتالي عدم تحقيق اكتشافات بترولية كافية، هذا وانخفضت نسبة احتياطات الدول العربية

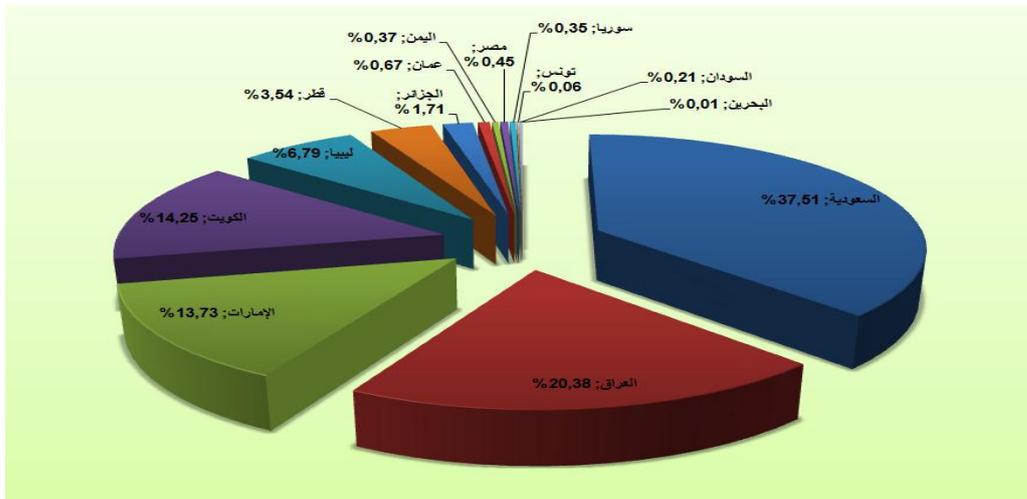
من البترول بنسبة 0,19% لتبلغ 714 مليار برميل، حيث شهدت العراق ومصر انخفاض مستوى احتياطاتها بـ (1,2 و 0,17) مليار برميل خلال هذه السنة، بينما لم تشهد باقي الدول العربية أي تغيير على مستوى احتياطاتها سنة 2017، وشكلت نسبة مساهمة احتياطيات البترول العربية حوالي 57,22% من احتياطيات البترول العالمية سنة 2017.

وفي سنة 2018 حافظت نوعاً ما احتياطيات البترول الخام العالمي على مستواها عند 1248,1 مليار برميل، بينما انخفضت قليلاً نسبة احتياطيات الدول العربية من البترول بنسبة 0,21% لتبلغ 712,6 مليار برميل، حيث شهدت العراق ومصر انخفاض مستوى احتياطاتها بـ (2 و 0,11) مليار برميل خلال هذه السنة، وارتفعت الاحتياطيات في السعودية بـ 0,8 مليار برميل، بينما لم تشهد باقي الدول العربية أي تغيير على مستوى احتياطاتها سنة 2018، وشكلت نسبة مساهمة احتياطيات البترول العربية حوالي 57,10% من احتياطيات البترول العالمية سنة 2018.

من خلال ما سبق يمكن القول أن إجمالي احتياطيات البترول في الدول العربية خلال مدة الدراسة تجاوزت نسبة الـ 50% من إجمالي احتياطيات البترول في العالم، حيث تراوحت قيمتها بين 646,86 مليار برميل نهاية سنة 2000 كأدنى قيمة، و 715,1 مليار برميل سنة 2016 كأعلى قيمة احتياطي لها، بينما سجلت قيمة 712,5 مليار برميل نهاية سنة 2018، أما إجمالي احتياطيات العالم من البترول فتراوحت بين 1055,13 مليار برميل نهاية سنة 2000 كأدنى قيمة، و 1284,7 مليار برميل سنة 2015 كأعلى قيمة لإجمالي الاحتياطيات، بينما سجلت 1248,1 مليار برميل سنة 2018.

والجدير بالذكر أن أكثر من 92% من الاحتياطيات المؤكدة من البترول الخام في الدول العربية تتركز في خمس دول عربية، وهي المملكة العربية السعودية التي تساهم بحصة 37,51% من إجمالي احتياطيات الدول العربية، وتليها العراق في المرتبة الثانية بحصة 20,38%، وفي المرتبة الثالثة الكويت بنسبة 14,25%، والإمارات في المرتبة الرابعة بنسبة 13,73%، ثم ليبيا بحصة 6,79%، سنة 2018، كانت هذه النسبة شبه ثابتة منذ سنة 2000، والشكل التالي يوضح ذلك:

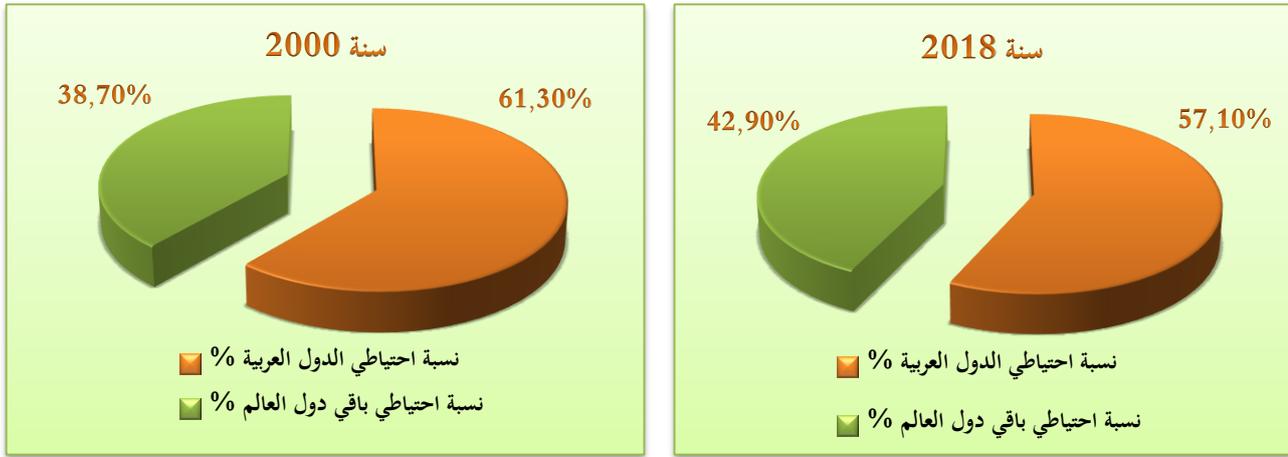
الشكل (2-5): نسبة مساهمة كل دولة عربية من إجمالي احتياطيات البترول العربية لسنة 2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL اعتماداً على الملحق الإحصائي رقم (07)

ويمكن القول أن للاكتشافات البترولية العربية والعالمية دور كبير في زيادة حجم الاحتياطيات أو الحفاظ على قيمتها دون تغيير سواء عربيا أو عالميا، إضافة إلى السياسات المتبعة لكل دولة وأهميتها في الحفاظ على حجم احتياطياتها البترولية، كما أن لظاهرة النضوب الطبيعي لمكامن البترول في بعض الدول أثرت على حجم احتياطيات البترول علميا وعربيا، وتراوحت نسبة مساهمة إجمالي احتياطيات البترول العربية من إجمالي احتياطيات العالم بين 55% و61,3%، أي أن الاحتياطيات العربية تفوق نصف احتياطيات العالم، وهذا ما يفسر أهمية البترول في الدول العربية وتأثيره على اقتصادها، والشكل التالي يوضح نسبة إجمالي احتياطي البترول في الدول العربية إلى إجمالي احتياطي البترول في العالم خلال سنتي 2000 و2018.

الشكل (2-6): نسبة إجمالي احتياطي البترول العربي إلى إجمالي احتياطي البترول العالمي في سنتي 2000 و2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL اعتمادا على بيانات الملحق الإحصائي رقم (3)

المطلب الثاني: تحليل تطور إنتاج واستهلاك البترول الخام في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018

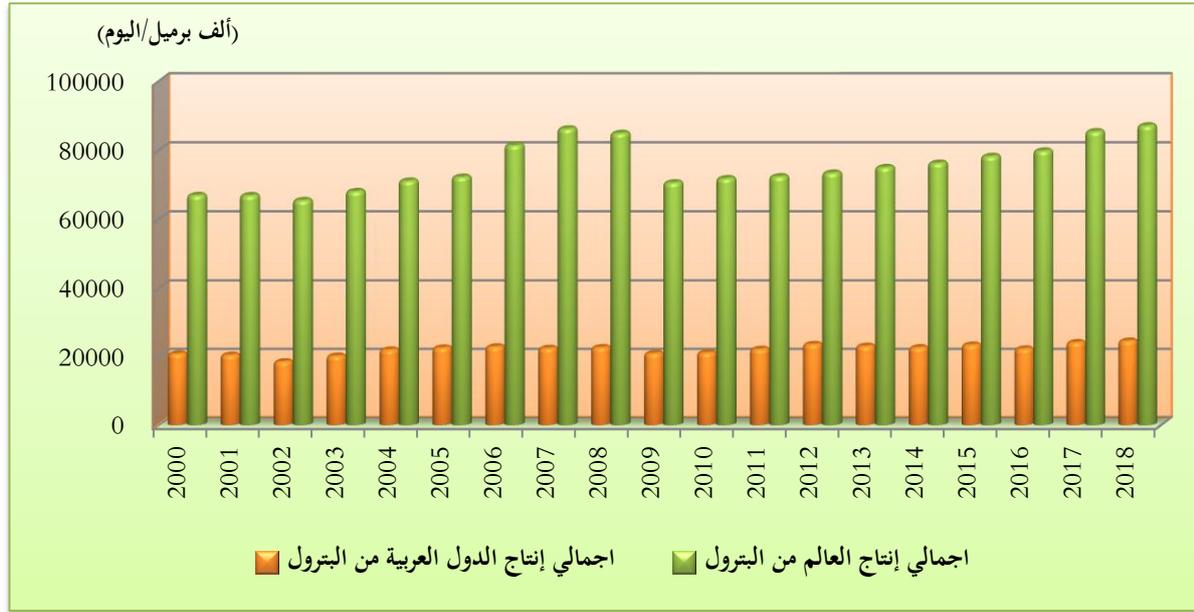
فيما يلي سيتم تحليل تطور كل من إنتاج البترول واستهلاكه في الدول العربية:

الفرع الأول: تحليل تطور إنتاج البترول في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018

تسيطر الدول العربية على ما يزيد عن ثلث إنتاج البترول في العالم نظرا لامتلاكها أكثر من نصف احتياطي البترول في العالم، حيث أن استقرار حجم احتياطيات البترول فيها يساعدها على المحافظة على حصتها من الإنتاج العالمي للبترول، وبالرغم من تأثير بعض الأوضاع الاقتصادية والسياسية وغيرها إلا أنها بقيت مسيطرة على حصتها من الإنتاج العالمي للبترول.

ويمكننا تتبع تطور إنتاج البترول في العالم وفي الدول العربية خلال الفترة 2000-2018 من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-7): تطور إنتاج البترول عالميا وعربيا خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL استنادا على بيانات الملحق الإحصائي (03)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحنى البياني تم أخذها من الملحق الإحصائي رقم (03)

حققت سنة 2000 معدل إنتاج للبترول الخام في العالم قدر بحوالي 67,08 مليون برميل في اليوم، بينما حققت الدول العربية معدل إنتاج للبترول الخام قدر بـ 21 مليون برميل في اليوم، حيث أن معدلات إنتاج البترول الخام خلال هذه السنة شهدت زيادة مقارنة بالسنة السابقة، وتعود معظم هذه الزيادة إلى زيادة إنتاج الدول العربية الرئيسية المنتجة كالسعودية والإمارات، وحققت الدول العربية نسبة مساهمة بلغت الـ 31,3% من إنتاج البترول الخام في العالم خلال هذه السنة.

ثم شهد معدل إنتاج البترول الخام في العالم والدول العربية تراجعاً خلال سنة 2001، حيث قدر معدل الإنتاج عالمياً بـ 67,03 مليون برميل في اليوم، منخفضاً بحوالي 7% عن السنة السابقة، وقدر معدل الإنتاج عربياً بـ 20 مليون برميل في اليوم، منخفضاً بحوالي 1,83% عن السنة السابقة، ويعود هذا التراجع في معدلات الإنتاج إلى خفض دول الأوبك إنتاجها بهدف المحافظة على سعر برميل البترول، بالتالي انخفاض معدلات إنتاج البترول في الدول العربية الرئيسية المنتجة له كالسعودية، الكويت، العراق والإمارات، ما أدى إلى تراجع نسبة مساهمة الدول العربية من الإنتاج العالمي للبترول إلى 30,8% سنة 2001 مقابل 31,3% سنة 2000.

واستمر معدل إنتاج البترول الخام العالمي والعربي تراجعاً خلال سنة 2002، حيث قدر معدل إنتاج البترول عالمياً بـ 65,61 مليون برميل في اليوم، منخفضاً بحوالي 2,12% عن السنة السابقة، وقدر معدل الإنتاج عربياً بـ 18,68 مليون برميل في اليوم، منخفضاً بحوالي 9,42% عن السنة السابقة، ولم يكن هذا التراجع بسبب الحفاظ على سعر برميل البترول فقط، بل يعود كذلك إلى الاضطراب العام الذي شهدته فنزويلا خلال الشهر الأخير من السنة، والذي أدى إلى انخفاض الإنتاج الفنزويلي إلى أدنى مستوياته، بالإضافة إلى

الأوضاع الجيوسياسية والمخاوف المتعلقة بأوضاع الشرق الأوسط، بالتالي تراجع نسبة مساهمة الدول العربية من الإنتاج العالمي للبترول إلى 28,5% سنة 2002 مقابل 30,8% سنة 2001.

ثم عاد وارتفع معدل إنتاج البترول الخام العالمي والعربي سنة 2003، حيث قدر معدل إنتاج البترول في العالم بـ 68,21 مليون برميل في اليوم، مرتفعا بنسبة 3,96% عن سنة 2002، كما ارتفع معدل إنتاج البترول العربي بحوالي 20,36 مليون برميل في اليوم مرتفعا بنسبة 9% عن سنة 2002، ويعود ذلك إلى زيادات الإنتاج المحققة في كل من السعودية، الكويت، الإمارات، الجزائر ليبيا وقطر، وهذا ما ساهم في ارتفاع نسبة مساهمة الدول العربية من الإنتاج العالمي للبترول إلى 29,8% سنة 2003 مقابل 28,5% سنة 2002.

واستمر معدل إنتاج البترول الخام العالمي والعربي في الارتفاع خلال الأربع سنوات التالية 2004، 2005، 2006، 2007 ليسجل الإنتاج العالمي للبترول المعدلات (71,24، 72,37، 81,56، 86,34) مليون برميل في اليوم للسنوات المذكورة على التوالي، بنسب ارتفاع قدرت بحوالي (4,44%، 1,59%، 12,70%، 5,87%) لكل سنة عن سابقتها على التوالي، حيث سجلت الدول العربية معدلات إنتاج قدرت بحوالي (22,15، 22,7، 23,06) مليون برميل في اليوم للثلاث سنوات الأولى، بينما شهدت سنة 2007 تراجعا في الإنتاج ليصل إلى 22,63 مليون برميل في اليوم (لكنه يبقى أعلى من إنتاج سنة 2004).

وقد ساهمت الدول العربية المنتجة للبترول بالحصة الأكبر من زيادات معدلات الإنتاج، لتغطية احتياجات السوق العالمية وتغطية النقص الحاصل في إنتاج الدول الرئيسية المنتجة للبترول، وبالرغم من ارتفاع الإنتاج خلال هذه السنوات إلا أن نسبة مساهمة الدول العربية في الإنتاج العالمي من البترول شهدت تراجعا من نسبة 31,1% سنة 2004 إلى 26,2% سنة 2007.

ويعود سبب الزيادة في معدلات إنتاج البترول العالمي والعربي إلى الارتفاع الكبير الذي تشهده الأسعار العالمية للبترول خاصة خلال سنتي 2006 و 2007، وزيادة الطلب عليه، بالإضافة إلى استخدام التقنيات الحديثة في الإنتاج، مما أدى إلى اضطراب الدول المنتجة للبترول إلى زيادة إنتاجها بمعدلات مرتفعة للتجاوب مع مستوى الطلب على البترول.

وفي سنة 2008 تراجعت معدلات إنتاج البترول العالمي إلى 85,05 مليون برميل في اليوم، محققة بذلك انخفاضا نسبته 1,5%، بينما شهد معدل إنتاج الدول العربية من البترول ارتفاع طفيف بلغ حوالي 22,87 مليون برميل في اليوم، بزيادة نسبتها حوالي 1,02% عن السنة السابقة، ووصلت نسبة مساهمتها في الإنتاج العالمي للبترول حوالي 26,9% خلال هذه السنة.

وقد كان للأزمة المالية العالمية انعكاسا واضحا على سوق البترول حيث أثرت بشكل كبير على أسعار البترول ومعدلات إنتاجه، حيث ارتفعت أسعاره، مما شجع الدول المنتجة للبترول على رفع معدلات الإنتاج، وبتفاهم الأزمة المالية العالمية تراجع الطلب على البترول تبعه انخفاض حاد في الأسعار، وانعكس ذلك على معدلات الإنتاج فانخفضت بداية من النصف الثاني من سنة 2008، وكان ذلك بعد عقد منظمة الأوبك اجتماعات طارئة في الربع الأخير من السنة، لرصد ومتابعة تطورات الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي عامة وسوق البترول خاصة، حيث اتخذت المنظمة قرارات خفض متتالية في الحصص الإنتاجية لأعضائها، ويعد أكبر خفض في

الحصص الإنتاجية منذ بداية العمل بنظام الحصص سنة 1982. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2009، صفحة 82)

وواصلت الأزمة المالية العالمية حدتها خلال سنة 2009، لتلقي بظلالها على أسواق البترول العالمية، ويظهر ذلك جليا في الانخفاض الحاد في معدلات إنتاج البترول العالمي، تبعا لقرارات منظمة الأوبك بتقليص حجم الإنتاج المتخذة في نهاية السنة السابقة، وباستمرار انخفاض الطلب العالمي على البترول جراء حالة الركود التي سادت الاقتصاد العالمي واصلت أسعار البترول انخفاضها، وتراجعت معدلات إنتاج البترول العالمي إلى حوالي 16,84% عن السنة السابقة، لتصل إلى 70,73 مليون برميل في اليوم سنة 2009.

لم تكن معدلات إنتاج البترول في الدول العربية بمنأى عن التطورات التي أفرزتها الأزمة المالية العالمية، حيث شهد إنتاج البترول العربي تراجعا مجاولي 7,65% عن السنة السابقة ليصل معدل الإنتاج إلى 21,11 مليون برميل في اليوم، ويعود هذا التراجع إلى تخفيض الحصص الإنتاجية للدول العربية في منظمة أوبك والتي كانت تظم سبعة دول عربية آن ذاك (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2010، صفحة 97)، وبلغت نسبة مساهمة الدول العربية في الإنتاج العالمي للبترول حوالي 29,9% خلال سنة 2009.

وفي سنة 2010 شهدت معدلات إنتاج البترول العالمي والعربي زيادة طفيفة، نتيجة حالة التوازن التي سادت أسواق البترول، والتي تميزت باتجاه أسعار البترول نحو الارتفاع والاستقرار النسبي وعودة نمو الطلب على البترول نتيجة الانتعاش الاقتصادي العالمي مقارنة بسنتي 2008 و2009، حيث ارتفعت معدلات إنتاج البترول العالمي إلى حوالي 71,95 مليون برميل في اليوم، بزيادة نسبتها 1,72% عن سنة 2009، وحققت الدول العربية معدل إنتاج قدر بـ 21,28 مليون برميل في اليوم، بزيادة نسبتها 0,78% عن السنة السابقة، حيث ساهمت الدول العربية بنسبة 29,6% من الإنتاج العالمي للبترول سنة 2010.

وبعد تعافي الاقتصاد العالمي وأسواق البترول من الأزمة المالية العالمية، زادت نشاطات الاستكشاف البترولية في العالم، وارتفعت أسعار البترول نسبيا، مما أدى إلى ارتفاع معدلات إنتاج البترول العالمية والعربية خلال سنتي 2011 و2012، لتصل إلى (72,5 و73,55) مليون برميل في اليوم على التوالي، محققة ارتفاعا بلغت نسبته حوالي (0,77% و 1,45%) لكل سنة عن سابقتها على التوالي.

وشهدت الدول العربية كذلك ارتفاعا في معدلات إنتاج البترول لديها خلال سنتي 2011 و2012، حيث بلغت قيمتها (22,35 و23,78) مليون برميل في اليوم على التوالي، بزيادة نسبتها حوالي (5,02% و 6,41%) لكل سنة عن سابقتها على التوالي، ويجدر الإشارة إلى أن ارتفاع الإنتاج في بعض الدول العربية كان نتيجة ارتفاع أسعار البترول العالمية، ومشاريع توسيع الطاقات الإنتاجية في بعض الدول كالإمارات، البحرين، الجزائر، السعودية، العراق، قطر، الكويت ومصر، كما كان للتطورات الجيوسياسية والأمنية خلال سنة 2011 التي شهدتها المنطقة العربية أو ما تسمى بالربيع العربي آثارا متفاوتة على إنتاج البترول في الدول العربية المختلفة، كإنخفاض الإنتاج في ليبيا، سوريا، اليمن، هذا وبقيت الدول العربية مستحوذة على حصة كبيرة من الإنتاج العالمي للبترول وصلت إلى حوالي 30,8% سنة 2011.

هذا وواصلت معدلات إنتاج البترول العالمي نموها خلال السنوات التالية من 2013 إلى 2018 بنسب متفاوتة حيث سجلت نسب النمو المقدرة بـ (2,2% ، 1,66% ، 2,57% ، 2,01% ، 6,98% ، 2%) لكل سنة عن سابقتها من 2013 إلى 2018.

بينما استمر تأثير التطورات الجيوسياسية والأمنية في المنطقة العربية (خاصة في تونس واليمن وليبيا وسوريا) على معدلات إنتاج البترول في الدول العربية مجتمعة سنتي 2013 و2014، حيث شهدت هذه المعدلات تراجعاً خلال هذه الفترة بنسبة (2,25% و1,79%) لكل سنة عن سابقتها على التوالي بمعدل إنتاج قدر بحوالي (23,25 و22,83) مليون برميل في اليوم على التوالي، وهذا ما أدى إلى تراجع نسبة مساهمتها في الإنتاج العالمي للبترول خلال هاتين السنتين مقارنة بالسنة السابقة لتصل النسبة إلى حوالي (30,9% و29,9%) من حجم الإنتاج العالمي للبترول لسنتي 2013 و2014.

فيما وصلت معدلات إنتاج الدول العربية من البترول سنة 2015 إلى حوالي 23,6 مليون برميل في اليوم، بنسبة زيادة بلغت 3,42% عن سنة 2014، مسجلة نسبة مساهمة قدرت بـ 30,1% من الإنتاج العالمي للبترول خلال سنة 2015.

لتعود معدلات إنتاج البترول العربي إلى الانخفاض مجدداً سنة 2016 متأثرة بتراجع أسعار البترول، والتي أدت بدورها إلى توقف الكثير من عمليات البحث والتنقيب والاستكشاف البترولية، وصدور قرارات منظمة الأوبك بخفض الإنتاج للدول داخل المنظمة بالإضافة إلى الاتفاقيات التي عقدتها منظمة الأوبك مع 11 دولة من خارج المنظمة لخفض إنتاجها، للتأثير على أسعار البترول المنخفضة وإعادة تمهيدها إلى مستواها الطبيعي في السوق العالمي (كما سبق ذكرها في المطلب السابق)، وتراجع معدل إنتاج البترول العربي خلال سنة 2016 ليصل إلى 22,45 مليون برميل في اليوم، بنسبة انخفاض قدرت بـ 4,89% عن السنة السابقة، ونسبة مساهمة قدرت بـ 30,8% من الإنتاج العالمي للبترول سنة 2016.

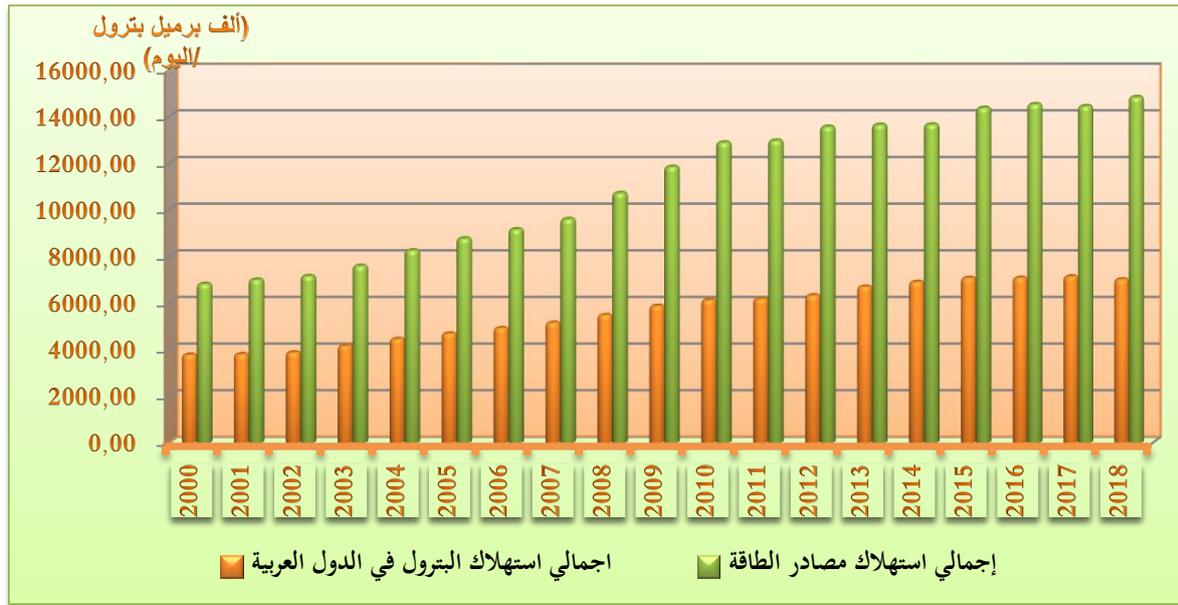
ثم وصل إنتاج الدول العربية من البترول سنتي 2017 و2018 إلى (24,33 و24,77) مليون برميل في اليوم، محققاً بذلك زيادة في الإنتاج نسبتها (8,33% و1,84%) لكل سنة عن سابقتها، وقد ساهمت الدول العربية بنسبة 28,4% من الإنتاج العالمي للبترول خلال سنتي 2017 و2018 مقابل 30,8% سنة 2016.

من خلال تتبعنا لتطور معدل إنتاج البترول الخام العالمي عامة والعربي خاصة لاحظنا أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر على حجم إنتاج البترول سواء على المستوى العالمي أو العربي، وعلى رأس هذه العوامل نجد أسعار البترول وتقلباتها حيث أن زيادة الأسعار أدت في كثير من الأحيان إلى خفض معدل إنتاج البترول، بالإضافة إلى قرارات منظمة الأوبك لتحديد حصص إنتاج البترول لكل دول المنظمة سعياً منها للمحافظة على المستويات المناسبة لأسعار البترول في السوق العالمي، كما كان للتطورات والأحداث الجيوسياسية والأمنية والأزمات الاقتصادية في العالم دور مهم في التأثير على معدل إنتاج البترول عالمياً وعربياً، وهذا ما لاحظناه جلياً في انخفاض حجم إنتاج البترول خلال الأزمة المالية العالمية سنة 2008، وخلال ثورات الربيع العربي التي بدأت سنة 2011، ويمكن القول كذلك أن لعمليات البحث والاستكشاف البترولية أثر واضح على حجم إنتاج البترول في العالم.

الفرع الثاني: تطور استهلاك البترول في الدول العربية خلال 2000-2018

يمثل البترول أحد أهم مصادر الطاقة المطلوبة في العالم عامة والدول العربية خاصة، ولهذا تم تتبع وتحليل استهلاك الدول العربية للبترول لتغطية متطلبات الطاقة لديها، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل (2-8): تطور استهلاك البترول في الدول العربية خلال 2000-2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL استنادا على بيانات الملحق الإحصائي رقم (04)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحنى البياني تم أخذها من الملحق الإحصائي رقم (04).

من خلال الشكل نلاحظ أن إجمالي استهلاك البترول في الدول العربية شهد نموا متزايدا خلال فترة الدراسة (2000-2018)، وهو ما يفسر اعتماد البترول كمصدر أول للطاقة فيها، والذي تجاوزت نسبته الـ 50% من إجمالي مصادر الطاقة المستهلكة في الدول العربية خلال هذه الفترة.

وقد بلغ معدل استهلاك البترول في الدول العربية سنة 2000 الـ 3786 ألف برميل في اليوم، مشكلا بذلك نسبة 55,5% من إجمالي مصادر الطاقة المستهلكة خلال نفس السنة، بينما شهد استهلاك البترول نموا بنسبة 0,61% سنة 2001 عن السنة السابقة ليصل بذلك إلى 3809 ألف برميل في اليوم، مسجلا نسبة 54,4% من إجمالي مصادر الطاقة المستهلكة منخفضة بذلك عن النسبة المسجلة في السنة السابقة.

واستمر نمو معدل استهلاك البترول في الدول العربية ليصل إلى حدود الـ 7144,1 ألف برميل في اليوم سنة 2017 وهي أعلى قيمة لاستهلاك البترول خلال فترة الدراسة، ليتراجع إلى الـ 7018,7 ألف برميل في اليوم سنة 2018، ويمكن تفسير الزيادة في استهلاك البترول كمصدر للطاقة إلى استمرار النمو الاقتصادي في الدول العربية، وتوسع المشاريع الصناعية التنموية، حيث شهدت معدلات الناتج المحلي الإجمالي نموا متزايدا في الدول العربية خلال هذه السنوات، و من الواضح أن هناك تباين بين الدول العربية من ناحية نمو معدلات

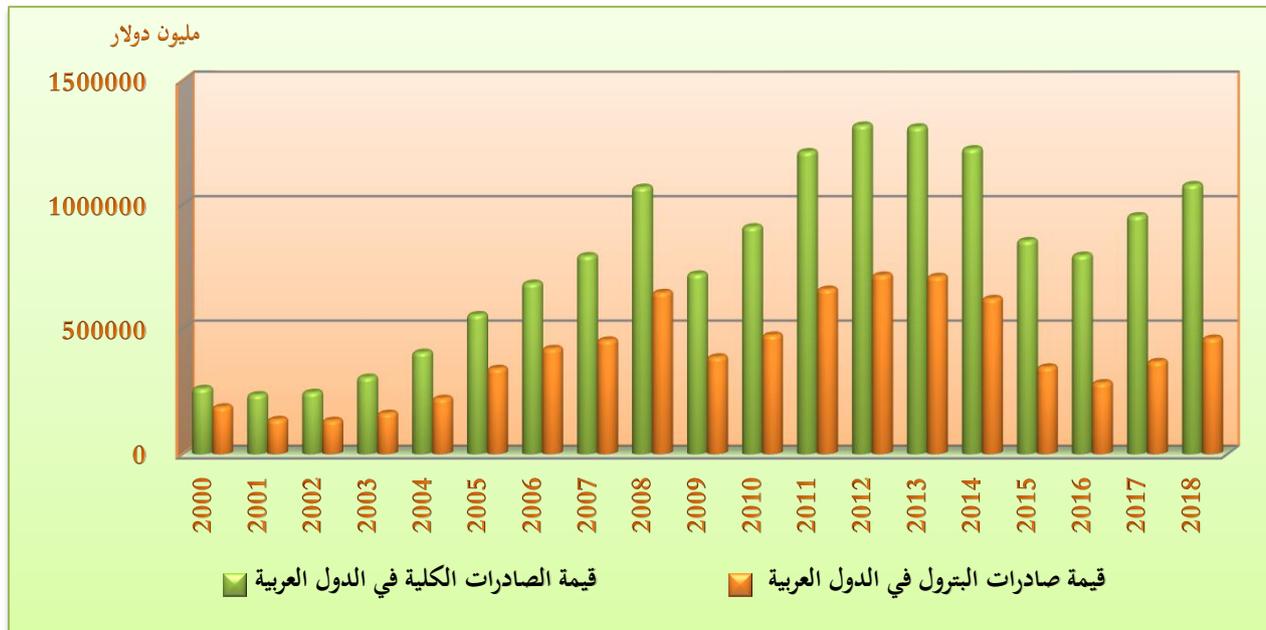
استهلاك البترول كمصدر أولي للطاقة يعود إلى درجة توفر مصادر الطاقة ومستوى أسعارها والتركيبية الاقتصادية، بالإضافة إلى مستوى التقدم في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وعدد السكان، والظروف الطبيعية والمناخية لكل دولة، وما تمتلكه من احتياطات هيدروكربونية.

بينما تراجع نسبة استهلاك البترول من إجمالي مصادر الطاقة من 55,5% سنة 2000 إلى 47,3% سنة 2018، ويمكن تفسير هذا التراجع في الاعتماد على البترول كمصدر طاقة أول إلى زيادة الاعتماد على بدائل الطاقة الأخرى للبترول كالغاز الطبيعي والذي يعتبر ثاني مصدر للطاقة في العالم، بالإضافة إلى الاعتماد على الفحم وعلى مصادر الطاقة المتجددة كالطاقة الشمسية والطاقة الكهرومائية وطاقة الرياح.

المطلب الثالث: تحليل تطور صادرات البترول في الدول العربية خلال الفترة 2000-2018

بما أن البترول سلعة لها مكانتها الهامة في اقتصاد الدول العربية، فقد احتلت صادرات البترول في الدول العربية النسبة الأكبر من القيمة الإجمالية للصادرات العربية وفاقته الـ 50% في أغلب سنوات الدراسة، حيث تعد قيمة صادرات البترول المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية خاصة المنتجة للبترول، والداعم الرئيسي لاحتياطات بنوكها المركزية من العملة الأجنبية والمعزز الأساسي للفوائض في ميزانيتها، وفيما يلي سيتم تحليل تطور قيمة صادرات البترول إلى إجمالي الصادرات في الدول العربية من خلال الشكل الموالي:

الشكل (2-9): تطور قيمة صادرات البترول إلى إجمالي الصادرات في الدول العربية خلال 2000-2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL استنادا على بيانات الملحق الإحصائي رقم (04)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحنى البياني تم أخذها من الملحقين الإحصائيين رقم (02) و(04).

من خلال الشكل نلاحظ أن قيمة صادرات البترول شهدت نموا متزايدا خلال هذه الفترة، بالإضافة إلى أن نسبة مساهمتها في قيمة إجمالي الصادرات في الدول العربية تفوق النصف في أغلب السنوات، بالإضافة إلى وجود طفرات نمو أو تراجع خلال بعض السنوات، والذي يعود أساسا إلى تقلبات أسعار البترول والصدمات البترولية التي شهدتها هذه الفترة، حيث أن قيمة صادرات البترول مرتبطة ارتباطا وثيقا بسعره، وهذا ما يؤكد انعكاس التطورات في أسعار البترول على قيمة الصادرات، كما تتأثر قيمة صادرات البترول بحجمها فقد يتراجع حجم الصادرات في حالات الركود الاقتصادي والأزمات الاقتصادية وذلك لتقلص حجم الطلب على البترول، كما قد تتراجع قيمة الصادرات لتراجع حجمها في حالة افتراض ثبات أسعار البترول.

وقدرت قيمة صادرات البترول في الدول العربية سنة 2000 بـ 189313 مليون دولار، وبلغت مساهمتها في إجمالي قيمة الصادرات العربية نسبة 71,9% وهي أكبر نسبة مساهمة تم تسجيلها خلال فترة الدراسة.

لتنخفض بعد ذلك قيمة صادرات البترول العربية خلال سنتي 2001 و2002 إلى (139255 و139255) مليون دولار على التوالي، محققة بذلك تراجع بنسبة (26,44%، و2,68%) لكل سنة عن سابقتها، وذلك بعد تراجع أسعار البترول العالمية من 27,6 مليون دولار للبرميل سنة 2000 إلى (23,1 و24,3) دولار للبرميل سنتي 2001 و2002 على التوالي، وبذلك تراجعت نسبة مساهمة صادرات البترول في قيمة إجمالي الصادرات العربية إلى 58,5% سنة 2001، و54,8% سنة 2002.

لعود وترتفع قيمة صادرات البترول العربية مجددا سنة 2003 بنسبة 20,88% عن السنة السابقة، لتصل إلى 163832 مليون دولار، محققة نسبة مساهمة قدرت بـ 53,2% من قيمة إجمالي الصادرات العربية، وذلك لارتفاع أسعار البترول العالمية مجددا سنة 2003 والتي بلغت 28,2 دولار، ثم واصلت قيمة صادرات البترول العربية ارتفاعها خلال السنوات الخمس التالية، لتصل إلى 648311 مليون دولار سنة 2008، حيث أن أسعار البترول شهدت كذلك نموا كبيرا خلال هذه الفترة لتصل إلى عتبة 94,4 دولار للبرميل سنة 2008، وبذلك زادت نسبة مساهمة صادرات البترول في قيمة إجمالي صادرات الدول العربية لتبلغ 60,6% سنة 2008.

ثم تراجعت قيمة صادرات البترول العربية سنة 2009 بنسبة 40% عن سنة 2008، لتبلغ 389504 مليون دولار، وبذلك انخفضت نسبة مساهمتها في قيمة إجمالي الصادرات العربية إلى 53,9%، ويعود هذا التراجع في قيمة الصادرات إلى انخفاض حجمها من 17815,9 ألف برميل في اليوم سنة 2008 إلى 15630,5 ألف برميل في اليوم سنة 2009، بالإضافة إلى انخفاض أسعار البترول العالمية سنة 2009 إلى حدود الـ 61 دولار للبرميل متأثرة بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والركود الاقتصادي الذي ساد العالم بعدها.

ومع بداية تعافي الاقتصاد العالمي والعربي من الأزمة المالية العالمية عادت أسعار البترول العالمية إلى الارتفاع من جديد سنة 2010 لتصل إلى 77,4 دولار للبرميل، وارتفع حجم صادرات البترول العربية إلى 16020,4 ألف برميل في اليوم، مما ساهم في ارتفاع قيمة صادرات البترول العربية بنسبة 22,46% عن سنة 2009، حيث بلغت الـ 476977 مليون دولار، محققة نسبة 52,3% من قيمة إجمالي الصادرات العربية سنة 2010.

وواصلت قيمة صادرات البترول العربية ارتفاعها خلال سنتي 2011 و2012 لتصل إلى (661340 و717989) مليون دولار على التوالي، محققة زيادة نسبتها (38,65% و8,57%) لكل سنة عن سابقتها، كما بلغت مساهمتها في قيمة إجمالي الصادرات العربية نسبة (54,5% و54,4%) خلال سنتي 2011 و2012 على التوالي، حيث كانت أسعار البترول العالمية في أوجها، فوصلت قيمتها سنة 2011 سقف 107,5 دولار للبرميل، و109,5 دولار للبرميل سنة 2012، وهي السنة التي شهدت فيها أسعار البترول العالمية فيها ارتفاعا كبيرا ووصلت إلى مستويات غير مسبوقة، رافقتها زيادة في حجم صادرات البترول العربية حيث بلغت الـ18293,5 ألف برميل في اليوم خلال هذه السنة، وبذلك سجلت أكبر قيمة لصادرات البترول العربية خلال هذه السنة.

لتشهد السنوات الأربعة التالية من 2013 إلى 2016 تراجعا تدريجيا في قيمة صادرات البترول العربية، لتراجع أسعار البترول العالمية، بينما لم ينحرف حجم صادرات البترول كثيرا عن مستواه السابق، حيث عرفت قيمة الصادرات تراجعا طفيفا سنة 2013 بنسبة 0,74% عن سنة 2012، لتبلغ حوالي 712678 مليون دولار مساهمة بنسبة 54,3% من قيمة إجمالي الصادرات العربية، وذلك للتراجع الحاصل في أسعار البترول العالمية سنة 2013 إلى 105,9 دولار للبرميل.

ثم عرفت أسعار البترول العالمية انخيارا كبيرا بداية من الربع الرابع لسنة 2014 إلى 2016، لتصل إلى أدنى مستوى لها منذ سنة 2005، مسجلة قيمة 40,7 دولار للبرميل سنة 2016، وبذلك انهارت معها قيمة صادرات البترول العربية بداية من سنة 2014 بنسبة 12,42% عن سنة 2013 لتصل إلى 624146 مليون دولار، مواصلة بذلك تراجعها الحاد سنة 2015 بنسبة 44% عن السنة السابقة ثم تراجع أحر سنة 2016 بنسبة 18,11% عن السنة السابقة، لتصل إلى 286059 مليون دولار سنة 2016، وهي أدنى قيمة لها منذ سنة 2004، كما انخفضت نسبة مساهمة قيمة صادرات البترول في قيمة إجمالي الصادرات العربية خلال هذه السنوات من 50,9% سنة 2014، إلى 40,8% سنة 2015، و35,8% سنة 2016.

وبحلول سنة 2017 بدأت قيمة صادرات البترول في الدول العربية ترتفع تدريجيا، بالرغم من التراجع الطفيف في حجم صادرات البترول، لتصل إلى 371146 مليون دولار في نهاية السنة بزيادة نسبتها 29,74% عن السنة السابقة، وبلغت مساهمتها في قيمة إجمالي الصادرات العربية 38,8%، ويعود ذلك للارتفاع النسبي لأسعار البترول العالمية سنة 2017 حيث بلغت 52,5 دولار للبرميل.

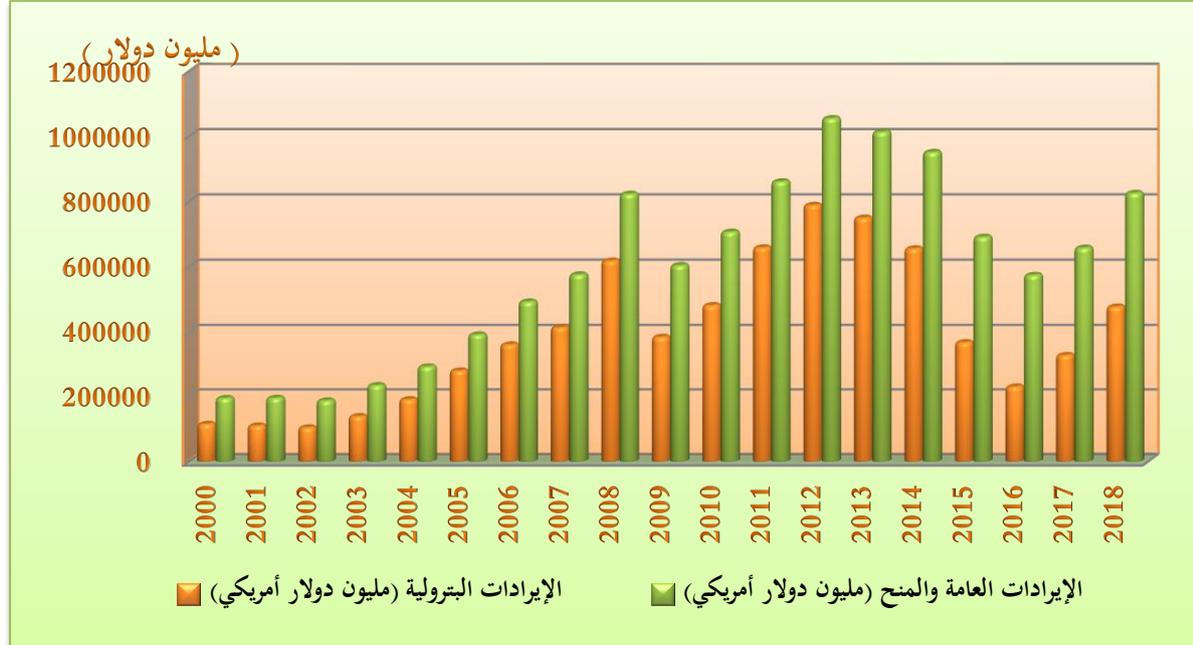
وواصلت أسعار البترول العالمية ارتفاعها سنة 2018 لتصل إلى سقف الـ69,8 دولار للبرميل، محدثة بذلك ارتفاعا في قيمة صادرات البترول العربية بنسبة 25,18% عن سنة 2017 لتبلغ 464616 مليون دولار، مساهمة بنسبة 43% في قيمة إجمالي الصادرات العربية، بينما بلغ حجم صادرات البترول العربية في ذات السنة الـ18398,6 ألف برميل في اليوم، وتعتبر المملكة العربية السعودية أكبر دولة عربية مصدرة للبترول خلال فترة الدراسة، تليها العراق، ثم الإمارات، والكويت، وليبيا، الجزائر وعمان، بترتيبات مختلفة، وتسيطر هذه الدول على أكثر من 90% من صادرات البترول في الدول العربية.

وفي الأخير يمكن القول أن لأسعار البترول العالمية انعكاس وتأثير مباشر على قيمة صادرات البترول في الدول العربية أكثر من تأثير حجم الصادرات في حد ذاته.

المطلب الرابع: تحليل تطور الإيرادات البترولية في الدول العربية 2000-2018

من خلال الشكل التالي سيتم تحليل تطور الإيرادات البترولية والإيرادات الإجمالية للدول العربية:

الشكل (2-10): تطور الإيرادات البترولية والإيرادات الإجمالية للدول العربية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL استنادا على بيانات الملحق الإحصائي رقم (05)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحنى البياني تم أخذها من الملحقين الإحصائيين رقم (02) و(05).

من خلال الشكل نلاحظ أن قيمة إيرادات البترول شهدت نموا متزايدا، بالإضافة إلى أن نسبة مساهمتها في قيمة إجمالي الإيرادات في الدول العربية تفوق النصف في أغلب السنوات، بالإضافة إلى وجود طفرات نمو أو تراجع خلال بعض السنوات، والذي يعود أساسا إلى تقلبات أسعار البترول والصدمات البترولية التي شهدتها هذه الفترة، حيث أن قيمة إيرادات البترول مرتبطة ارتباطا وثيقا بسعره، وهذا ما يؤكد انعكاس التطورات في أسعار البترول على قيمة الإيرادات.

وقدرت قيمة إيرادات البترول في الدول العربية سنة 2000 بـ 11630 مليون دولار، وبلغت مساهمتها في إجمالي قيمة الإيرادات العربية نسبة الـ 59,3%، حيث بلغ إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية 196850 مليون دولار سنة 2000.

لتنخفض بعد ذلك قيمة إيرادات البترول العربية خلال سنتي 2001 و2002 إلى (111480 و105710) مليون دولار على التوالي، محققة بذلك تراجع بنسبة (0,6%، و1,5%) لكل سنة عن سابقتها، وذلك بعد تراجع أسعار البترول العالمية من 27,6 مليون دولار للبرميل سنة 2000 إلى (23,1 و 24,3) دولار للبرميل سنتي 2001 و2002 على التوالي، وبذلك تراجعت نسبة مساهمة إيرادات البترول في قيمة إجمالي الإيرادات العربية حيث بلغت 58,7% سنة 2001، و57,2% سنة 2002، وبلغ إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية (189463 و197498) مليون دولار للسنتين المذكورتين.

وعادت قيمة إيرادات البترول في الدول العربية للارتفاع مجددا سنة 2003 بنسبة 4,6% عن السنة السابقة، لتصل إلى 140560 مليون دولار، محققة نسبة مساهمة قدرت بـ 53,2% من قيمة إجمالي الإيرادات العربية، وذلك لارتفاع أسعار البترول العالمية مجددا سنة 2003 والتي بلغت 28,2 دولار، ثم واصلت قيمة إيرادات البترول العربية ارتفاعها خلال السنوات الخمس التالية، لتصل إلى 620700 مليون دولار سنة 2008، حيث أن أسعار البترول شهدت كذلك نموا كبيرا خلال هذه الفترة لتصل إلى عتبة 94,4 دولار للبرميل سنة 2008، وبذلك زادت نسبة مساهمة إيرادات البترول في قيمة إجمالي إيرادات العامة والمنح العربية لتبلغ 75,2% سنة 2008، وبلغ إجمالي الإيرادات العامة والمنح 825500 مليون دولار خلال هذه السنة.

ثم تراجعت قيمة إيرادات البترول العربية سنة 2009 بنسبة 10,6% عن سنة 2008، لتبلغ 386900 مليون دولار، وبذلك انخفضت نسبة مساهمتها في قيمة إجمالي الإيرادات العربية إلى 64,6%، حيث بلغ إجمالي الإيرادات العامة والمنح 606743 مليون دولار خلال هذه السنة، ويعود هذا التراجع في قيمة الإيرادات إلى انخفاض حجم صادرات البترول بالإضافة إلى انخفاض أسعار البترول العالمية سنة 2009 إلى حدود الـ 61 دولار للبرميل متأثرة بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والركود الاقتصادي الذي ساد العالم بعدها.

ومع بداية تعافي الاقتصاد العالمي والعربي من الأزمة المالية العالمية عادت أسعار البترول العالمية إلى الارتفاع من جديد سنة 2010 لتصل إلى 77,4 دولار للبرميل، وارتفعت إيرادات البترول العربية إلى 484200 مليون دولار، مما ساهم في ارتفاع قيمة مساهمة إيرادات البترول العربية إلى 68,9% من إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية، حيث بلغت هذه الأخيرة الـ 709240 مليون دولار خلال هذه السنة.

وواصلت قيمة إيرادات البترول العربية ارتفاعها خلال سنتي 2011 و2012 لتصل إلى (661160 و 791355) مليون دولار على التوالي، كما بلغت مساهمتها في قيمة إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية نسبة (76,6% و 74,8%) خلال سنتي 2011 و2012 على التوالي، حيث كانت أسعار البترول العالمية في أوجها، فوصلت قيمتها سنة 2011 سقف الـ 107,5 دولار للبرميل، و109,5 دولار للبرميل سنة 2012، وهي السنة التي شهدت فيها أسعار البترول العالمية فيها ارتفاعا كبيرا ووصلت إلى مستويات غير مسبوقه هذه السنة.

لتشهد سنة 2013 تراجعا تدريجيا في قيمة إيرادات البترول العربية، لتراجع أسعار البترول العالمية، بينما لم ينحرف حجم إيرادات البترول كثيرا عن مستواه السابق، حيث عرفت قيمة إيرادات البترول تراجعا طفيفا سنة 2013 بنسبة 0,7% عن سنة 2012، لتبلغ حوالي 752200 مليون دولار مساهمة بنسبة 74,1% من قيمة إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية حيث بلغت هذه الأخيرة 1015600 مليون دولار، وذلك للتراجع الحاصل في أسعار البترول العالمية سنة 2013 إلى 105,9 دولار للبرميل.

ثم عرفت أسعار البترول العالمية انخيارا كبيرا بداية من الربع الرابع لسنة 2014 إلى 2016، لتصل إلى أدنى مستوى لها منذ سنة 2005، مسجلة قيمة الـ 40,7 دولار للبرميل سنة 2016، وبذلك انهارت معها قيمة إيرادات البترول العربية بداية من سنة 2014 بنسبة 5,1% عن سنة 2013 لتصل إلى 658200 مليون دولار، مواصلة بذلك تراجعها الحاد سنة 2015 بنسبة 15,6% عن السنة السابقة لتصل إلى 370300 مليون دولار، لتسجل تراجعا آخر سنة 2016 بنسبة 13,1% عن السنة السابقة، لتصل إلى

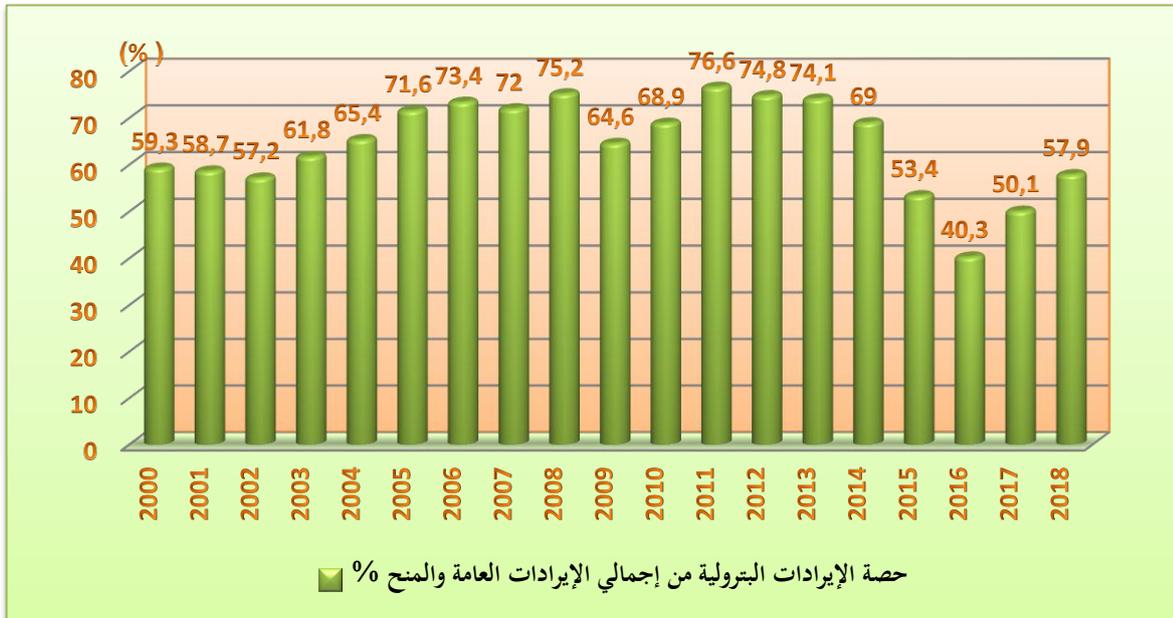
232581 مليون دولار سنة 2016، وهي أدنى قيمة لها منذ سنة 2004، وانخفضت نسبة مساهمة إيرادات البترول في إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية خلال هذه السنوات من 69% سنة 2014، إلى 53,4% سنة 2015، و40,3% سنة 2016.

وبحلول سنة 2017 بدأت قيمة إيرادات البترول في الدول العربية ترتفع تدريجياً، بالرغم من التراجع الطفيف في حجم إيرادات البترول، لتحقيق قيمتها الـ 330530 مليون دولار في نهاية السنة، بزيادة نسبتها 9,8% عن السنة السابقة، وبلغت مساهمتها 50,1% من إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية، حيث بلغت هذه الأخيرة 660300 مليون دولار، ويعود ذلك لارتفاع النسبي لأسعار البترول العالمية سنة 2017 حيث بلغت 52,5 دولار للبرميل.

وواصلت أسعار البترول العالمية ارتفاعها سنة 2018 لتصل إلى سقف الـ 69,8 دولار للبرميل، محدثة بذلك ارتفاعاً في قيمة إيرادات البترول العربية بنسبة 7,8% عن سنة 2017، لتبلغ 479900 مليون دولار، مساهمة بنسبة 57,9% من إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية، حيث بلغت هذه الأخيرة الـ 828300 مليون دولار خلال هذه السنة، وتعتبر المملكة العربية السعودية أكبر دولة عربية من حيث الإيرادات البترولية خلال فترة الدراسة، تليها العراق، ثم الإمارات، والكويت، وليبيا، الجزائر وعمان، بترتيبات مختلفة، وتسيطر هذه الدول على أكثر من 90% من إيرادات البترول في الدول العربية، ويمكن القول أن لأسعار البترول العالمية انعكاس وتأثير مباشر على قيمة إيرادات البترول في الدول العربية.

ويمكن تلخيص نسبة مساهمة إيرادات البترول في إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية في الشكل التالي:

الشكل (2-11): نسبة مساهمة الإيرادات البترولية في إجمالي الإيرادات العامة والمنح العربية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL استناداً على بيانات الملحق الإحصائي رقم (05)

خلاصة الفصل الثاني

تمثل أسواق البترول وحدة العرض والطلب على السلعة البترولية في مدة زمنية معينة، أي تفاعل متغيرات كل من العرض والطلب على البترول، ففي حالة حدوث توافق بينهما يتحقق التوازن والاستقرار في أسواق البترول، أما في حالة حدوث تعارض بين العرض والطلب على البترول نتيجة تأثير عوامل داخلية أو خارجية عن السوق سيكون هناك اختلال في توازن هذه الأسواق ويظهر ما يسمى بالفائض البترولي أو العجز البترولي، وهذا ما يسمى بصدمات أسعار البترول أو الصدمات البترولية، وهي التي تعبر عن التغيرات غير المتوقعة والمفاجئة في أسعار البترول وتكون حادة في بعض الأحيان إلى درجة ترك آثار واضحة سواء على الاقتصاد العالمي أو العربي، فمن المعروف أن التقلبات الشديدة في أسعار البترول لها آثار كبيرة على كامل مستويات النشاط الاقتصادي خاصة في الدول المنتجة والمصدرة للبترول، حيث أن الإيرادات المالية تمثل المحرك الرئيسي للاقتصاد الكلي لهذه الدول، والتي يعتبر مصدرها المطلق إن لم نقل الوحيد هو البترول، وهذا ما يجعل الاستقرار الاقتصادي في الدول المنتجة للبترول غاية في التعقيد خصوصا وأن المتغيرات الاقتصادية الكلية تتأثر بشكل شديد بتقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية، كما تؤثر تقلبات أسعار البترول بالتحديد في فترة انخفاضها على الدول المستوردة وتخل بموازنتها العامة وتزيد من مديونياتها الخارجية وتعيق نموها الاقتصادي والصناعي.

وبالنسبة للدول العربية المنتجة والمصدرة للبترول فإن مواردها المالية المتأتية من تصدير البترول تشكل أهمية كبيرة في تمويل اقتصادها، حيث تعتمد هذه الدول على العائدات البترولية لتمويل برامجها التنموية وكذلك لتعظيم الإنفاق العام وتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية في هذه الدول، ومن خلال تحليل تطور صناعة البترول في الدول العربية اتضح أن الدول العربية تساهم بنسبة تفوق الـ 30% من الإنتاج العالمي للبترول كما أنها تمتلك ما يقارب الـ 60% من إجمالي احتياطات البترول العالمية، هذا وتساهم إيرادات البترول بما يفوق الـ 60% من الإيرادات العامة والمنح في الدول العربية، وهذا ما يجعلها عرضة لمخاطر تقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية.

الفصل الثالث

قياس أثر تقلبات أسعار البترول

على أداء

السوق المالية السعودية

تمهيد

تمثل المملكة العربية السعودية أكبر قوة اقتصادية عربية، انطلاقاً من كونها إحدى أكبر منتجي ومصدري البترول في العالم، حيث يمثل البترول العصب الرئيسي لاقتصاد المملكة العربية السعودية، والمؤثر على باقي القطاعات والأنشطة الاستثمارية في المملكة، وتعد تقلبات أسعار البترول أحد أهم التحديات التي تواجه المستثمرين في السوق المالية السعودية، تخوفاً من ظهور آثار سلبية على نتائج الشركات المستقبلية الفاعلة في السوق، حيث يتأثر قرار الاستثمار الذي يتخذه المستثمرون في الأسواق المالية بعدة عوامل اقتصادية كلية من بينها أسعار البترول، التضخم، أسعار الفائدة، العرض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي ... الخ، ولقد حاول الباحثون تتبع وتفسير تأثير هذه المتغيرات على أداء الأسواق المالية، من خلال استخدام النماذج الإحصائية والرياضية التي تمكن الباحث من نفي أو إثبات هذا التأثير، والتعرف على ماهيته والاستفادة منه في حال ثبوت وجوده للوصول للهدف المنشود من هذه الدراسات،

وتعتبر السوق المالية السعودية أكبر وأهم الأسواق المالية العربية ومن حيث الحجم والسيولة، وتمثل تقلبات أسعار البترول من أهم العوامل المؤثرة على مؤشرات أداء هذه السوق، وعلى إمكانية التنبؤ بالتوجهات المستقبلية لهذه المؤشرات، حيث تأتي القرارات الاستثمارية في الغالب على شكل ردود فعل لهذه التقلبات.

وللمزيد من التعمق في طبيعة أثر تقلبات أسعار البترول على السوق المالية السعودية يجب التعرف على الاقتصاد السعودي ومكانة البترول فيه وطبيعة السوق المالية السعودية، وتم الربط بين تقلبات أسعار البترول وأداء السوق المالية السعودية بدراسة قياسية للتمكن من فهم هذه العلاقة، وتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: السوق المالية السعودية
- ✓ المبحث الثاني: مكانة البترول في اقتصاد المملكة العربية السعودية
- ✓ المبحث الثالث: تحليل تطور متغيرات الدراسة وقراءة في الأدبيات والدراسات المفسرة للعلاقة بينها
- ✓ المبحث الرابع: نموذج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

المبحث الأول: السوق المالية السعودية

تعتبر السوق المالية السعودية والتي تعرف باسم "تداول" أهم وأكبر سوق مالي عربي، وذلك لكبر حجمها سواء من حيث القيمة السوقية أو حجم التداول أو الشركات المدرجة فيها، حيث تمثل السوق السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة، لكن السوق السعودية تعتبر حديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة.

من خلال هذا المبحث سيتم الإحاطة بأهم النقاط التي من شأنها تقديم نظرة شاملة على السوق المالية السعودية، مع التعقيب على تطورها التاريخي للوقوف على أهم محطات تطورها.

المطلب الأول: نشأة السوق المالية السعودية وتطورها التاريخي

فيما يلي سيتم التطرق إلى نشأة السوق المالية السعودية وتطورها.

الفرع الأول: نشأة السوق المالية السعودية

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطها في أواسط الثلاثينات من القرن الماضي، عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول سنة 1975 كان هناك نحو 14 شركة مساهمة، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنباً إلى جنب مع عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات، إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات وبنوك المساهمة.

وظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة في إيجاد سوق منظم للتداول وتطوير الأنظمة اللازمة لذلك، ففي سنة 1984 تم تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق (التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاماً، 2015).

وفي يوم 23 فيفري 1985 كان الانطلاق الأول للسوق المالية السعودية رسمياً، وكان عدد قطاعات السوق أربعة قطاعات، وعدد شركاته 48 شركة، وتم إعطاء المؤشر العام للسوق وزناً نسبياً بحسب كل قطاع ليبدأ عند 1000 نقطة، وكان يسمى المؤشر العام في بداية التداول (NCFEI) (بن ربيعان، 2020، صفحة 63)، والجدول الموالي يوضح القطاعات الأربعة التي انطلقت بها السوق المالية السعودية في أول يوم للتداول فيها:

الجدول(3-1): القطاعات الرئيسية في اليوم الأول للتداول الرسمي في سوق الأسهم السعودية

القطاع	عدد الشركات	عدد الأسهم	رأس المال (مليون ريال)
المالي	10	17550000	1,8
الصناعي	17	87110000	11,191
الخدمات والمرافق	15	297513623	28,334
الزراعي	6	16966769	1,174
المجموع	48	419140392	32,499

المصدر: (بن ربيعان، 2020، صفحة 64)

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، وبموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 30/06/02/1424هـ الموافق لـ 31 جويلية 2003 تأسست هيئة السوق المالية، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وقد نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، وقد تم إنشاء شركة السوق المالية السعودية "تداول" كشركة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على مستوى عالمي، ويتضح ذلك من خلال رسالتها التي تتلخص في تقديم منتجات وخدمات الأسواق المالية بكل كفاءة وفعالية وتميز بما يحقق قيمة مضافة لجميع المستفيدين والمشاركين في السوق، واعتبارا من 2008 أصبح عدد القطاعات 15 قطاعا بدلا من 8 (أبو النصر، 2016، صفحة 24)، وأصبح حاليا 20 قطاع.

وفي الجلسة المنعقدة في 19 مارس 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي برئاسة الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق السعودية-تداول"، ويأتي هذا القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية هي شركة مساهمة (التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاماً، 2015).

وتتولى شركة السوق المالية السعودية "تداول" مسؤولية إدراج وتداول الأوراق المالية للمستثمرين المحليين والدوليين باعتبارها سوق الأوراق المالية المعنية بأنشطة التداول والمصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق في المملكة، كما تقوم الشركة بدور محوري في تحقيق خطط النمو الاستراتيجية للمجموعة وتزويد المشاركين في السوق بفرص استثمارية جذابة ومتنوعة.

وتحتل السوق المالية السعودية تداول المرتبة التاسعة كأكبر سوق مالية بين الأسواق المالية الـ 67 الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات، كما تصنف كأكبر سوق مالية في دول مجلس التعاون الخليجي، وثالث أكبر سوق مالية بين نظيراتها في الأسواق الناشئة، وهي عضو منتسب في كل من المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، والاتحاد الدولي للبورصات، واتحاد البورصات العربية.

ويوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ جويلية 2003م، الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بسوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية (تداول السعودية، نبذة عن السوق، بلا تاريخ).

الفرع الثاني: التطور التاريخي للسوق المالية السعودية

مرت السوق المالية السعودية بعدد من المحطات الرئيسية التي أكسبتها الريادة في مجال الأوراق المالية على مستوى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وأكسبتها المهنية العالية والخبرة اللازمة لإدارة هذا النوع من مشاريع تطوير التداول الآلي، حيث كان السوق يعمل بأنظمة تداول وتسوية فورية، حيث أن تمكن السوق من إدارة المخاطر التقنية أو البشرية التي قد تحدث في أي سوق مالي يعتمد على التقنية وشبكات الاتصال، وفيما يلي سيتم عرض أهم مراحل تطور السوق المالية السعودية.

أولاً: ما قبل ثمانينات القرن الماضي

تميزت السوق المالية السعودية خلال هذه المرحلة بما يلي: (الغنام، 2003، صفحة 05)

- ✓ المحدودية في عدد الشركات المساهمة فيها والتي تمثلت في شركة الإسمنت العربية، والبنك الأهلي، وبنك الرياض، إضافة لعدد من البنوك التي اشترت الدولة حصص فيها، مما غير مسمياتها مثل البنك السعودي الهولندي.
- ✓ محدودية التعاملات نتيجة لقلّة عدد الشركات المساهمة.
- ✓ يتم التعامل فيها بدون رقابة أو إشراف حكومي وعن طريق الاتفاق المباشر بين المتعاملين أو بواسطة مكتب عقاري، بعدها تنتقل الملكية عن طريق إدارة شؤون المساهمين في الشركة أو كتابة مبيعة تصادق عليها إحدى البنوك أو الغرف التجارية.

ثانياً: بداية الثمانينات

وتميزت السوق خلال هذه الفترة بتطورات كثيرة، حيث شهدت السوق: (حسين، 2014/2013، صفحة 13)

- ✓ ارتفاع عدد الشركات المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، مما جعل من الإشراف الحكومي ضرورة ملحة لتنظيم عمليات البيع والشراء.
- ✓ صدور المرسوم الملكي في 1983 الذي نص على إيجاد لجنة مشتركة تضم (وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وزارة التجارة، مؤسسة النقد العربي السعودية)، ويعتبر هذا المرسوم أول تنظيم لتعاملات الأسهم، حيث أن هذه اللجنة مسؤولة بالاشتراك مع قسم مراقبة الأسهم التابع لإدارة مراقبة البنوك بمؤسسة النقد عن تداول الأسهم، وقد أصدرت مجموعة من القواعد التنفيذية لتنظيم عمليات التداول التي دخلت طور التطبيق في 23 ديسمبر 1984.
- ✓ إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في سنة 1984، ورأس مال بلغ 11 مليون ريال سعودي، وأوكل إليهما مهمة تسجيل الأسهم ونقل ملكيتها وإصدار الوثائق المطلوبة، وتطور إثر ذلك الإشراف بمؤسسة النقد مما شجع الشركات الأخرى على طرح أسهمها للاكتتاب العام مثل شركة الراجحي للصرافة والتجارة التي تحولت سنة 1989 من تضامنية إلى مساهمة، وكانت المفاجأة

بتغطية الاكتتاب عليها بأكثر من 6 مرات لأول مرة بتاريخ الشركات المساهمة مما لفت أنظار المواطنين للأسهم فأجريت عمليات البيع في السوق السوداء مما أنعش السوق في ذلك الوقت.

ثالثاً: بداية التسعينات

في سنة 1990 تم إطلاق نظام ESIS، ثم أضيف تحديث يعنى بنشر الأسعار وإعلانات الشركات، ونشر قوائمها المالية، وفي 1994 تم إضافة فترة تداول ثانية وتم احتساب مؤشر السوق أسبوعياً، وفي مرحلة لاحقة أضيف يوم الخميس لفترة واحدة صباحية.

رابعاً: من 1997 إلى 2000

وبدأت هذه المرحلة من سنة 1997 حتى سنة 2000، حيث بدأت إدارة الرقابة على الأسهم بإرسال العديد من التقارير إلى مؤسسة الخليج للاستثمار، وتم أيضاً دمج أنظمة التسويات والمقاصة ونقل الملكية في منصة واحدة ومن ثم تم التحول من الإشعارات كوسيلة لإثبات الملكية إلى الحسابات.

خامساً: سنة 2001

في سنة 2001 تم تطوير جميع الأنظمة بالتعاون مع شركة EFA الكندية نتج عنه إطلاق نظام التداول الآلي Horizon، والتحول إلى التسوية اليومية (T+0) بدلا من (T+1) واستبدال الوثائق بتطبيقات الحسابات الاستثمارية، وفي هذه المرحلة تحديدا طورت البنوك من أنظمتها وبدأ التداول في البنوك من خلال شبكة الانترنت والهاتف المصرفي وأجهزة الصراف الآلي (التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما، 2015).

سادساً: بداية من سنة 2003 (تأسيس هيئة السوق المالية السعودية)

بهدف تنظيم السوق المالية السعودية على أسس حديثة ومتطورة تواكب التطور الاقتصادي وتعزز ثقة المستثمرين وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في معاملات الأوراق المالية، تأسست هيئة السوق المالية السعودية كخطوة إصلاحية للسوق المالية السعودية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1424/6/2هـ الموافق لـ 2003/07/13، وتتولى الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق (هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، 2007، صفحة 16).

وتتولى هيئة السوق المالية السعودية مجموعة من المهام وتمتع بمجموعة من الصلاحيات والمتمثلة في:

1 مهام هيئة السوق المالية السعودية

تتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق (هيئة السوق المالية السعودية، التعريف بالهيئة، بلا تاريخ).

ويمكن تلخيص المهام الأساسية للهيئة حسب ما وضعتها نظام السوق المالية كالتالي: (هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، 2018، صفحة 3)

- ✓ تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- ✓ حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال أو تدليس، أو غش وتلاعب، أو تداول بناء على معلومات داخلية.
- ✓ العمل على تحقيق العدالة والمصادقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- ✓ تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية.
- ✓ تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها.
- ✓ تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.
- ✓ تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- ✓ تنظيم رهن الأوراق المالية والتنفيذ عليها.
- ✓ الترخيص بتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة، وتنظيم مراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية، وتسجيلها في السجل الخاص بها الذي تضعه الهيئة، وتنظيم نظام تأسيسها وأحكام تسجيل الأموال المنقولة إليها بما في ذلك توثيق الحقوق عليها وحاجياتها في مواجهة الغير، وإصدار القواعد المنظمة لذلك.
- ✓ تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين والمستثمرين، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.

2 صلاحيات هيئة السوق المالية السعودية

تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية: (هيئة السوق المالية السعودية، التعريف بالهيئة، بلا تاريخ)

- ✓ تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- ✓ حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية.

- ✓ العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية .
- ✓ تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية .
- ✓ تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.
- ✓ تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية .
- ✓ تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

كما تم استحداث مؤسسات جديدة بالسوق ولجان للفصل في المنازعات إضافة إلى هيئة السوق المالية مثل لجنة الفصل في النزاعات، لجنة الاستئناف، ومركز إيداع الأوراق المالية، والذي نص "نظام السوق المالية" على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى مركز إيداع الأوراق المالية لتنفيذ عمليات لإيداع، والتسوية، والتحويل، والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق، ويقوم بهذه المهام في هذه المرحلة مركز إيداع الأوراق المالية بشركة السوق المالية السعودية.

سابعاً: بداية من سنة 2007

في سنة 2007 أطلقت السوق المالية السعودية بالتعاون مع الشركة الرائدة في عالم البرمجيات OMX بتطوير شامل للبنية الفنية، ولجميع أنظمة تداولها قدرة فنية واستيعابية وطاقة تحمل أكبر، وذلك تحسباً لزيادة وارتفاع معدلات العمليات اليومية والرغبة في إدراج أدوات استثمارية جديدة، وكذلك منصة نشر بيانات السوق ومنصة مراقبة السوق (SAXESS, TARGIN, SMARTS) وتم اختيار شركة OMX السويدية المتخصصة في صناعة تقنية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية (التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاماً، 2015).

ثامناً: مرحلة تحديث السوق أواخر سنة 2013

وقعت السوق المالية في أواخر العام 2013 اتفاقية مع شركة NASDAQ العالمية والرائدة في البرمجيات والأنظمة الخاصة بالأسواق المالية عقداً تقوم بموجبه الشركة بتحديث وتطوير بنية التداول التحتية وترقيتها من نظام SAXESS إلى نظام X-STREAM INET في عام 2015 والذي يتميز بسرعه الفائقة وقدراته الاستيعابية العالية، وذلك لمواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج وتطبيق التقنيات الحديثة وتسخيرها لخدمة القطاع، وضمن مساعي السوق المالية لاستخدام أحدث الحلول التقنية التي تساعد على تقديم أفضل الخدمات والمنتجات المالية للأسواق والمتعاملين فيها.

وتستخدم هذه النسخة من النظام في عدد من الأسواق المالية العالمية المتقدمة وتعتبر السوق المالية السعودية واحدة من 4 أسواق عالمية تطبق هذا الإصدار من النظام الذي يتضمن العديد من الخصائص الفنية والمزايا الإضافية كما يدعم النظام تطبيق العديد من المنتجات (الأسهم، الصكوك والسندات، السلع، صناديق الاستثمار وصناديق المؤشرات وغيرها)، ويساعد على تقديم أفضل الخدمات والحلول المالية للأسواق والمتعاملين.

ولضمان سهولة وانسيابية الانتقال إلى البيئة الجديدة قامت السوق المالية السعودية بالتنسيق المباشر مع جميع الأشخاص المرخص لهم، ومزودي بيانات ومعلومات السوق للتغلب على المخاطر والمشاكل الفنية التي قد تطرأ عند تطبيق أي نظام جديد بهذا الحجم والقيام بإجراء العديد من الاختبارات الضرورية للتأكد من سلامة الأنظمة والتغلب على المخاطر سواء كانت في البرامج أو قنوات وشبكات التواصل مع السوق (التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاماً، 2015).

المطلب الثاني: أهداف وخصائص السوق المالية السعودية والأدوات المالية المتداولة فيها

تتمحور السوق المالية السعودية حول مجموعة من الأهداف، كما لها مجموعة من الخصائص والأدوات المتداولة فيها، سيتم ذكرها فيما يلي:

الفرع الأول: أهداف السوق المالية السعودية

كأي سوق مالي آخر، للسوق المالية السعودية مجموعة من الأهداف تتمثل في: (كتاف، 2013/2014، صفحة 336)

1) إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية: مثل:

- ✓ إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية، مع ضمان جودة وعدالة السوق.
- ✓ دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- ✓ تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء.
- ✓ تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

2) تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية: مثل:

- ✓ توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم.
- ✓ تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية.
- ✓ تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.
- ✓ تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية مجزية للمنشأة ومساهميها.

الفرع الثاني: خصائص السوق المالية السعودية

يتميز سوق الأسهم السعودية بحدائثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، واليابان، ودول الاتحاد الأوروبي، كذلك تتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدوداً نسبياً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

وتؤثر جملة من العوامل والمتغيرات في أسعار الأسهم المتداولة في السوق من ضمنها الأوضاع الاقتصادية المحلية، والنمو الاقتصادي، وكذلك المشكلات التي قد يعاني من جرائها الاقتصاد مثل التضخم والبطالة، كذلك تؤثر فيه ربحية الشركات المساهمة والتطورات الجارية في أسواق الأسهم العالمية، إضافة إلى السياسات الاقتصادية المحلية التي تتبعها الدولة من ناحية الصرف والإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع، وكمية النقود والسيولة المتداولة في الاقتصاد. (هيئة السوق المالية السعودية، صفحة 14)

وهناك خصائص رئيسية ومحددة لسوق الأسهم الرئيسية وكذلك السوق الموازية وهي عبارة عن: (السوق المالية السعودية تداول، 2023)

أولاً: سعر الإغلاق

- ✓ يتم حساب سعر الإغلاق طبقاً لآلية المزاد وهي تكون معتمدة على الطلب والعرض خلال مدة مزاد الإغلاق.
- ✓ يذكر أن ميعاد إغلاق السوق يكون مختلف بشكل يومي.

ثانياً: سعر الافتتاح

يتم حساب سعر الافتتاح على حسب آلية المزاد مثل حساب سعر الإغلاق، ففي الحالتين تتأثر آلية المزاد بالطلب والعرض، كما أن التوقيت الخاص بافتتاح السوق يكون مختلف يوماً عن يوم.

الفرع الثالث: أدوات الاستثمار في السوق المالية السعودية

تقدم السوق المالية السعودية "تداول" للمستثمرين العديد من الخيارات والأدوات المالية المتاحة للاستثمار ومنها: (عبد الوهاب، 2019)

1) الأسهم

وهي التي تمنح مالكيها حصة من شركة معينة حسب حجم الاستثمار فيها، ويتم اختيار السهم عن طريق المستثمر أملاً في توزيع أرباح على حملة الأسهم ويسمى هذا النوع من الأسهم "أسهم العوائد" والنوع الأخر من المستثمرين يفضل الأسهم التي تسمى "أسهم النمو" وهي التي يتوقع ارتفاع قيمتها مع مرور الزمن.

2) الصناديق الاستثمارية

والهدف من الصناديق الاستثمارية إتاحة الفرصة للمستثمرين للمشاركة بشكل جماعي في أرباح الصندوق الذي يدار من قبل مختصين مقابل رسوم.

3) الصكوك والسندات

وتكون تكلفتها منخفضة نسبيا تقدم عائد دوري آمن ومخاطر قليلة، وتطرح من قبل الشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة.

4) صناديق المؤشرات المتداولة

وهي صناديق تتكون من سلة أسهم يتم تداولها في السوق المالي خلال فترات التداول، وما يميزها هو تتبعها لحركة المؤشرات ما يسهل على المستثمرين معرفة أداء الصناديق من خلال أداء المؤشرات.

5) صناديق الاستثمار العقارية المتداولة

تعرف عالميا باسم ريت أو ريتس " real estate investment trust " وهي صناديق استثمارية عقارية متاحة للمستثمرين ويتم تداولها خلال فترة التداول كتداول الأسهم.

وتمتاز المحافظ أو الصناديق الاستثمارية بشكل عام بالمزاي الآتية: (مسعودي، 2012/2011، صفحة 108)

- ✓ **التنوع الجيد:** حيث يتنقي الصندوق الآليات الاستثمارية التي تلائم أهدافه ويستفيد من مبدأ التنوع لتقليل المخاطرة.
- ✓ **الإدارة المتخصصة:** حيث يدار الصندوق عادة بفريق عمل متخصص يتولى متابعة أداء الآليات الاستثمارية المدرجة بكفاءة تتفق وأهداف الصندوق.
- ✓ **السيولة:** حيث يمكن وبسرعة تحويل الوحدات المستثمرة في الصندوق إلى نقد.
- ✓ **تحقيق التنوع بأقل التكاليف:** حيث أن الوحدة في الصندوق تعني ملكية في أكثر من نوع من الآليات الاستثمارية المدرجة في الصندوق .

ومن أهم العوامل التي تدفع المستثمر للاستثمار في نوع معين من الأوراق المالية دون آخر، هو البحث عن استثمار يولد عائدا مرتفعا، ويكون بأقل درجة من مخاطرة.

الفرع الرابع: الجهات المعنية بالاستثمار في السوق السعودية

لكونها أكبر سوق مالية من حيث السيولة والقيمة السوقية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، تقدم تداول السعودية للمستثمرين فرصا تمكنهم من تنمية رؤوس أموالهم بثقة، من خلال تسهيل تداول الأوراق المالية المتنوعة مثل الأسهم وأدوات الدين، وصناديق المؤشرات المتداولة، وصناديق الاستثمار العقارية المتداولة، وصناديق الاستثمار المغلقة المتداولة والمشتقات.

قبل البدء بالاستثمار، يجب على المستثمر أن يعي المخاطر والمكاسب المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، وللاستثمار في الأوراق المالية في السوق المالية السعودية، ينبغي على المستثمرين التواصل مع أحد أعضاء السوق لفتح محفظة استثمارية، ووفقا للشروط

والقيود المنصوص عليها في قواعد مركز إيداع الأوراق المالية، يمكن فتح المحافظ الاستثمارية لأي من المستثمرين الآتي بيانهم: (تداول السعودية، 2020)

- ✓ الأشخاص من ذوي الصفة الطبيعية.
- ✓ الشركات المساهمة والشركات ذات المسؤولية المحدودة.
- ✓ الأشخاص المرخص لهم.
- ✓ المؤسسات والجمعيات الخيرية والاجتماعية.
- ✓ الأوقاف.
- ✓ صناديق الاستثمار المرخص لها.
- ✓ المؤسسات العامة.
- ✓ الصناديق الحكومية.
- ✓ أي شخص آخر يجيز له نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية تملك الأوراق المالية وتداولها.

المطلب الثالث: الإطار التشريعي والهيكل التنظيمي للسوق المالية السعودية

لتطبيق أحكام نظام السوق المالية لابد من توافر مجموعة من اللوائح والقواعد والتعليمات بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق، وفي هذا المطلب سيتم التطرق إلى أهم الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق المالية السعودية.

الفرع الأول: نظام السوق المالية

صدر "نظام السوق المالية" بموجب المرسوم الملكي رقم (م) 30/بتاريخ 31/7/2003، ويهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجادية للسوق والمستثمرين، بما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية في السوق، وقد وفر النظام مظلة ومرجعية نظامية متكاملة للسوق توضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات .

عندما يشعر المستثمرون أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل والمساواة فإنهم يقبلون على الاستثمار فيها بكل ارتياح، وهذا يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية، ويتيح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد، أما إذا كان الاستثمار حكراً على فئة قليلة تسيطر على السوق وتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركات قبل غيرها من الناس، فلن يكون هناك إقبال على الاستثمار في السوق المالية، وقد يعزف

الكثير من المستثمرون عنها تماماً، وهذا بدوره يقلص من مستويات النمو الاقتصادي. (هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، بلا تاريخ)

وتتمثل أهم ملامح التطوير بالسوق السعودية فيما يلي:

- ✓ الإطار التشريعي ودور الجهة الرقابية في الإشراف والرقابة على السوق.
- ✓ تنظيم عمل شركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار.
- ✓ وضع قواعد خاصة بالإفصاح.
- ✓ قواعد خاصة لكشف الاحتيايل والتداول بناء على معلومات داخلية.
- ✓ العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات.
- ✓ وجود دور أفعال لصناديق الاستثمار.

الفرع الثاني: البنية التنظيمية للسوق المالية السعودية واللوائح التنفيذية فيها

أولاً: البنية التنظيمية للسوق المالية السعودية

وتتمثل أهم ملامح نظام السوق المالية فيما يلي: (هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، بلا تاريخ)

1) هيئة السوق المالية

هي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق المالية السعودية وذلك منذ تاريخ 2003/07/31 بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، والذي بموجبه تشرف الهيئة على تنظيم ومراقبة السوق المالية، من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق، ويتألف مجلس هيئة السوق المالية من خمسة أعضاء من أصحاب الخبرة والاختصاص، ويتم تعيينهم بناء على أمر ملكي، وهو يتألف من رئيس ونائب رئيس وثلاثة أعضاء، وأهم وظائفه هي وضع اللوائح الداخلية للهيئة، وكيفية تعيين الموظفين والمستشارين والمدققين، وأي خبراء آخرين من أجل القيام بالمهام والوظائف المناطة بها (كما سبق تعريفها)، و الشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية:

الشكل (3-1): الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية



المصدر: (هيئة السوق المالية السعودية، إدارات الهيئة، بلا تاريخ)

2) شركة السوق المالية السعودية "تداول"

هي شركة مساهمة سعودية وتم تأسيسها وفقا لأحكام ونظام السوق المالية ونظام الشركات، ويتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية "تداول" من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودية، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين اثنين عن الشركات المساهمة المدرجة، وتشمل مهام الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها ولها.

3) مركز إيداع الأوراق المالية

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

4) لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص.

5) لجنة الاستئناف

نص نظام السوق المالية أيضا على إنشاء لجنة الاستئناف، ويشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاث أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة، وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوما من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية.

ثانيا: اللوائح التنفيذية للسوق السعودية

تتمثل أكبر مهمة لهيئة السوق المالية في عملها على إيجاد سوق مالية منظمة وعادلة وشفافة، تحقق الحماية لجميع المستثمرين من كافة الممارسات غير النظامية، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش أو تدليس أو تلاعب، ويعد إصدار اللوائح التنفيذية ضروريا لتنفيذ المهام التي يجب على الهيئة القيام بها، وهذه الضرورة جاءت بسبب أن نظام السوق المالية لم يضع نصوصا تنظيمية تفصيلية لكل المهام التنفيذية التي على الهيئة السعي للقيام بها، وقامت الهيئة بوضع العديد من اللوائح التنفيذية اللازمة لتنفيذ أحكام نظام السوق المالية، وتعد لائحة سلوكيات السوق اللائحة الأكثر عناية واهتماما بتنظيم نشاطات وسلوكيات المستثمر الفرد من بين اللوائح التي أصدرتها الهيئة، كما نظمت لائحة الأشخاص المرخص لهم (العلاقة بين المستثمر والشخص المرخص له).

واللوائح التنفيذية هي مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية، وقد عملت الهيئة على إعداد اللوائح التنفيذية بعد أخذ رأي المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص، وقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية الآتية (هيئة السوق المالية السعودية، اللوائح التنفيذية، 2020):

- ✓ لائحة أعمال الأوراق المالية المعدلة.
- ✓ لائحة مؤسسات السوق المالية.
- ✓ لائحة مراكز مقاصة الأوراق المالية.
- ✓ لائحة وكالات التصنيف الائتماني.
- ✓ لائحة حوكمة الشركات.
- ✓ لائحة صناديق الاستثمار العقاري.
- ✓ لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية.
- ✓ لائحة سلوكيات السوق.
- ✓ لائحة الأشخاص المرخص لهم.
- ✓ لائحة صناديق الاستثمار والتعليمات المنظمة لتملك المستثمرين.
- ✓ الاستراتيجيةين الأجنب حصصا استراتيجية في الشركات المدرجة.
- ✓ دليل إجراءات استطلاع مرئيات العموم عن مشاريع اللوائح التنفيذية.
- ✓ قواعد الكفاية المالية.
- ✓ الدليل الاسترشادي لاستثمار الأجنب غير المقيمين في السوق الموازية.
- ✓ قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات.

والقائمة طويلة من اللوائح التنفيذية لهيئة السوق المالية، سيتم شرح البعض منها:

1) لائحة سلوكيات السوق: وتهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين في السوق المالية من الممارسات والسلوكيات غير النظامية، ومن أهم أنواع الممارسات المحظورة بناء على هذه اللائحة هي: التلاعب بالسوق، التداول بناء على معلومات داخلية، بث البيانات غير الصحيحة (الشائعات).

2) لائحة الأشخاص المرخص لهم: يعد القائمون بأعمال الأوراق المالية من مستشارين ماليين ووسطاء ووكلاء ومديري محافظ مسؤولين عادة عن غالب النشاط الاستثماري الذي يتم في السوق المالية، ولهذا السبب خصصت لائحة مستقلة تحدد الإجراءات والشروط اللازمة لحصولهم على الترخيص واستمرار صلاحيته، والقواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم بأعمالهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم، إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وعملائهم، وعلاوة على المبادئ العامة التي حددتها اللائحة والمتعلقة بالترخيص ومعايير السلوك للمرخص له مثل ضوابط النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح، فإن هناك مبادئ وضوابط أخرى مرتبطة بعلاقة المرخص له بالعميل أهمها ضرورة التزام المرخص له بما يلي:

- ✓ حماية أصول العملاء بتبني الاحترازمات الكافية لتوفير الحماية لهذه الأصول.
- ✓ التواصل مع العملاء الأفراد، وذلك بمعاملتهم بإنصاف وعدل ومراعاة مصالحهم.
- ✓ معالجة تضارب المصالح بالإنصاف بين المرخص له وبين عملائه الأفراد، أو بين عميل وعميل آخر.
- ✓ اعتماد سياسات ونظم ملائمة لإدارة المخاطر.
- ✓ التأكد من ملائمة ما يقدمه المرخص له من خدمات مشورة وإدارة للعميل المقدمة له هذه الخدمات.

كما قامت الهيئة بإصدار لائحتين تنفيذيتين منفصلتين لتنظيم إصدار الأوراق المالية هما لائحة " طرح الأوراق المالية"، ولائحة "قواعد التسجيل والإدراج"، وحددت فيهما شروط الطرح العام والطرح المستثنى، كما حددت شروط المستشار المالي والتزاماته وشروط التسجيل والإدراج، وشروط التسجيل في القائمة الرسمية، وضوابط نشرات الإصدار، وغير ذلك من التفاصيل الدقيقة

التي لم تكن موجودة في نظام السوق المالية، وبشكل مماثل أصدرت الهيئة لوائح تنفيذية لتنظيم أعمال الأوراق المالية، وأخرى لتنظيم صناديق الاستثمار... الخ.

الفرع الثالث: هيكلية وتصنيف قطاعات السوق المالية السعودية

وضعت السوق المالية السعودية تصنيف لقطاعات السوق في سنة 2008، ومع تطور الاقتصاد في المملكة طرأت تغييرات جديدة على القطاعين العام والخاص مما يستلزم مواكبة هذه التغييرات من خلال إعادة تصنيف قطاعات الشركات المدرجة في تداول السعودية.

في تصنيفها السابق، صنفت الشركات التي ترغب في الاكتتاب العام بقطاعات محددة والتي من الممكن ألا تعكس طبيعة نشاطها أو القطاع الفعلي الذي تنتمي إليه بشكل دقيق، وكان لهذا التصنيف السابق لقطاعات "تداول السعودية" عدة قيود وعوائق حيث أنه لم يكن مبنيًا على معايير تصنيف عالمية، ولم تتوفر مراجعات دورية لمتابعة التغييرات التي تطرأ على أنشطة الشركات والتي بناءً عليها يتم تعديل القطاع الذي تنتمي إليه، حيث لجأت سوق تداول السعودية إلى تصنيف جديد لقطاعاتها (GICS) يعتمد على موازنة الأنشطة الرئيسية للشركة ومصادر دخلها وتصنيفها في القطاع الأنسب لها. (تداول السعودية، هيكلية قطاعات السوق، 2018) ويمكن التعرف على معيار التصنيف الجديد (GICS) للسوق المالية السعودية وهيكلية قطاعاتها وفقه كما يلي:

أولاً: المعيار العالمي لتصنيف القطاعات في السوق المالية السعودية (GICS)

1) تعريف معيار (GICS)

المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) هو نظام تصنيف متعارف عليه عالمياً يتم تطبيقه من آلاف المشاركين في الأسواق ضمن عدة مجموعات ذات علاقة بالأنشطة الاستثمارية مثل مدرء الأصول، والوسطاء (سواء على المستوى المؤسسي أو مستوى التجزئة)، والمستشارون، والباحثون، وأسواق الأسهم.

وقد قامت كل من شركتي P&S و MSCI العالميتين والمختصتين في مجال المعلومات المالية بتطوير المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS)، وهما من الشركات العالمية الرائدة في مجال توفير بيانات مالية عالمية مستقلة، ومعلومات المؤشرات، ومنتجات وخدمات متعلقة بالمقارنات الاسترشادية، وتم اختيار المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) كمعيار لإعادة تصنيف قطاعات السوق المالية السعودية تداول، مما يسهل على المستثمرين المحليين والأجانب تحليل وتقييم ومقارنة مؤشرات الأداء الاستثماري في قطاعات تداول السعودية مع مثيلاتها من القطاعات بالأسواق المالية العالمية، وبالتالي يساهم في وضع استراتيجيات استثمارية أكثر فاعلية (تداول السعودية، هيكلية قطاعات السوق، 2018).

إذن (GICS) هو نظام تصنيف قطاعي هرمي، حيث يتم تطبيق تعريفات القطاعات الموحدة على جميع الشركات على مستوى العالم، وعلى نطاق واسع فإن منهجية (GICS) مقبولة بشكل كبير كإطار لتحليل بحوث الاستثمار وإدارة المحافظ وتخصيص الأصول. (شركة السوق المالية السعودية (تداول)، 2020، صفحة 3)

2) مميزات معيار (GICS)

يتميز هذا المعيار بعدة خصائص تتمثل فيما يلي: (تداول السعودية، هيكله قطاعات السوق، 2018)

- ✓ عالمي: يطبق معيار التصنيف على آلاف الشركات حول العالم.
- ✓ موثوق: تصنيف مستقل وحيادي تقوم به شركتين عالميتين ذات طابع موثوق في مجال المعلومات المالية.
- ✓ مرن: توفر الهيكله أربعة مستويات للتحليل، بدءاً من القطاعات الرئيسية ووصولاً إلى القطاعات التفصيلية.
- ✓ قابل للتطوير والنمو: تقوم شركتي P&S و MSCI العالميتين والمختصتين في مجال المعلومات المالية بمراجعة سنوية لضمان مواءمة الهيكله الخاصة بالتصنيف مع الأسواق العالمية اليوم.

3) الهيكله والمنهجية المتبعة في تطبيق معيار (GICS)

يعتمد معيار (GICS) على نظام تصنيف مكون من أربعة مستويات تتألف من 11 قطاع رئيسي (المستوى 1)، و 24 قطاع (المستوى 2)، وأكثر من 60 قطاع فرعي (المستوى 3)، وأكثر من 150 قطاع تفصيلي (المستوى 4).

فيما يلي سيتم اتخاذ تصنيف (GICS) لقطاع الطاقة كمثال عن التصنيف لباقي القطاعات كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول (2-3): نموذج عن الهيكله والمنهجية المتبعة في تطبيق معيار (GICS)

المستوى 4	المستوى 3	المستوى 2	المستوى 1
القطاع التفصيلي	القطاع الفرعي	القطاع	القطاع الرئيسي
التنقيب عن الغاز والبترول	خدمات الطاقة ومعداتها	الطاقة	الطاقة
خدمات الغاز والبترول ومعداتها			
الغاز والبترول المتكامل	الغاز والبترول والوقود المستهلك		
إنتاج وتنقيب الغاز والبترول			
تكرير وتسويق الغاز والبترول			
نقل وتخزين الغاز والبترول			
إنتاج الفحم والوقود المستهلك			

المصدر: (تداول السعودية، هيكله قطاعات السوق، 2018)

وتهدف المنهجية المتبعة في تطبيق هذا التصنيف إلى تعزيز مستويات البحث عن المعلومات الاستثمارية وتحسين عملية إدارة الأصول للمتخصصين الماليين حول العالم.

وبناءً على هيكلية التصنيف السابقة، يتم تصنيف الشركات بحسب القطاعات التفصيلية (المستوى الرابع)، ومن ثم تدرج هذه القطاعات التفصيلية تحت قطاعات فرعية (المستوى الثالث)، وبالمثل تدرج القطاعات الفرعية تحت القطاعات (المستوى الثاني) ومن بعدها تجتمع لتشكيل قطاعات رئيسية (المستوى الأول).

والشكل الموالي يوضح مثال لشركة وتصنيفها وفق المنهجية المتبعة في تصنيف (GICS):

الشكل (3-2): مثال عن تصنيف الشركات وفق معيار التصنيف (GICS)



المصدر: (تداول السعودية، هيكلية قطاعات السوق، 2018)

ويطبق هذا التصنيف منهجية كمية ونوعية، حيث يتم تصنيف كل شركة بحسب القطاع التفصيلي الذي يحدده النشاط الرئيسي المدرر لمعظم العائدات بالشركة، وتعتبر التقارير السنوية والقوائم المالية من المصادر الرئيسية للمعلومات التي يتم على ضوءها تصنيف الشركات، وبالنسبة للشركات الجديدة، فيتم تصنيفها بحسب الأنشطة المذكورة في نشرة الإصدار.

ثانياً: هيكلية قطاعات السوق المالية السعودية وفق معيار التصنيف الجديد (GICS)

قسمت قطاعات تداول السعودية سابقاً إلى 16 قطاع رئيسي، أما هيكلية قطاعات السوق الجديدة في تداول السعودية فهي تتكون من 20 قطاع تمثل المستوى الثاني بحسب المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS)، كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول (3-3): قطاعات السوق المالية السعودية وفق المستوى الثاني من تصنيف (GICS):

الرقم	القطاع	الرقم	القطاع
1	الطاقة	11	إنتاج الأغذية
2	المواد الأساسية	12	الرعاية الصحية
3	السلع الرأسمالية	13	الأدوية
4	الخدمات التجارية والمهنية	14	البنوك
5	النقل	15	الاستثمار والتمويل
6	السلع طويلة الأجل	16	التأمين
7	الخدمات الاستهلاكية	17	الاتصالات
8	الإعلام والترفيه	18	المرافق العامة
9	تجزئة السلع الكمالية	19	الصناديق العقارية المتداولة
10	تجزئة الأغذية	20	إدارة وتطوير العقارات

المصدر: (تداول السعودية، هيكلية قطاعات السوق، 2018)

المطلب الرابع: المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI

تقوم شركة السوق المالية السعودية (تداول) باحتساب مؤشرات الأسهم العامة (مؤشر السوق الرئيسية TASI ومؤشر السوق الموازية ذو الحد الأعلى ومؤشر السوق الموازية بدون الحد الأعلى ومؤشرات القطاعات في السوق الرئيسية ومؤشر حجم التداول ومؤشر القيمة السوقية ومعدل دوران الأسهم)، وتمثل هذه المؤشرات الأسهم المدرجة في تداول، وتحتسب السوق المالية السعودية وتنشر مؤشراتها خلال وقت جلسة التداول بناء على الصفقات العادية، ولا تحتسب الصفقات المتفاوض عليها في حساب مؤشرات تداول.

إذن تختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يرمى إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات خاصة بالسوق عامة، ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو الصغيرة الحجم (هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، 2019، صفحة 07).

أولاً: تعريف مؤشر العام TASI

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداءً من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر حيث وصلت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس 1985، ومؤشر الأسهم المحلية أو مؤشر تداول لجميع الأسهم TASI والذي كان يعرف سابقاً باسم "مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية" يعكس التغير في

القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في السوق المالية السعودية، ومن هنا فالمؤشر يعكس نشاط سوق الأسهم وازدهارها، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة، وازدياد ثقة الجمهور والجهات المالية والاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين (حوحو، 2015/2014، صفحة 215).

وسمي المؤشر العام للسوق المالية السعودية بمؤشر TASI اختصارا لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية " Tadawul All Share Index"، وهو مؤشر يقيس المستوى العام للأسعار للشركات مقوما بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق.

ومؤشر TASI هو مؤشر تداول جميع الأسهم في السوق المالية السعودية، وهو معيار رقمي يعكس التغير في القيمة السوقية لجميع أسهم السوق السعودي، لذا يعتبر بمثابة ترمومتر يقيس نشاط وازدهار سوق المالي في حال اتسم السوق بقدر من الكفاءة مما يجعله من أهم المؤشرات التي تعكس الأداء العام للاقتصاد ويشجع على طرح الأموال إلى الاستثمار خاصة في بلد يعاني من فائض السيولة ونقص في المشاريع الإنتاجية كالسعودية، آخذين بعين الاعتبار ما يقدمه من إحدائيات تساعد الباحثين في التنبؤ بالمستقبل نتيجة للعلاقة القوية التي تربطه بالدورات الاقتصادية. (حسين، 2014/2013، صفحة 19)

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

ويقاس المؤشر العام TASI في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوما بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة (على سبيل المثال) فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثل ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين، وهكذا في بقية القطاعات (هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، 2019، الصفحات 7-8)

ومنه فإن مؤشر تاسي هو مؤشر رئيسي لجميع الأسهم في السوق الرئيسية، ويضم جميع الأسهم المؤهلة المدرجة في تداول (شركة السوق المالية السعودية (تداول)، 2020، صفحة 04).

ثانيا: إدارة المؤشر العام

تمثل إدارة المؤشر فيما يلي: (شركة السوق المالية السعودية (تداول)، 2020، صفحة 4)

1) مسؤوليات تداول

تداول هي المسؤول الأساسي عن مؤشراتنا وعن حساباتها اليومية وعرضها وتشغيلها، وتتضمن هذه المسؤوليات:

- ✓ الاحتفاظ بسجلات أوزان المؤشر لجميع مكونات المؤشر.
- ✓ إجراء التغييرات على مكونات المؤشر بناء على منهجية مؤشرات تداول .
- ✓ القيام بمراجعة مكونات المؤشر.
- ✓ استطلاع رأي المشاركين في السوق بشأن التغييرات في المنهجية.
- ✓ الإعلان عن أي تطورات متعلقة بمؤشرات تداول، والتغييرات في المنهجية وإجراءات وأحداث المصدر والإضافات والاستبعادات.
- ✓ نشر بيانات المؤشرات ومنهجياتها وتوزيعها.

2) لجنة الإشراف على المؤشرات

تتضمن مسؤوليات لجنة الإشراف على المؤشرات ما يلي :

- ✓ مراجعة واعتماد توصيات لجنة تشغيل وإدارة المؤشرات بشأن إنشاء مؤشر جديد ومنهجيات المؤشرات الحالية.
- ✓ الموافقة على إجراءات لجنة تشغيل وإدارة المؤشرات المتعلقة بصيانة مؤشرات تداول.
- ✓ تجتمع لجنة الإشراف على المؤشرات بشكل ربع سنوي وحسب الحاجة.
- ✓ للجنة الإشراف على المؤشرات دعوة أشخاص من ذوي الخبرة في المجال وممثلين من مدراء الأصول المحليين لاستطلاع مرئياتهم.

3) لجنة تشغيل وإدارة المؤشرات

تتولى لجنة تشغيل وإدارة المؤشرات مسؤولية مراقبة الأنشطة التشغيلية للمؤشر، وتتضمن هذه المسؤوليات:

- ✓ تحليل وتقديم توصية إلى لجنة الإشراف على المؤشرات لإعداد منهجية مؤشرات تداول .
- ✓ انضمام المكونات واستبعادها .
- ✓ تحديث الأسهم الحرة .
- ✓ نشر الإعلانات المتعلقة بالمؤشرات .
- ✓ نشر التقارير العامة المتعلقة بالمؤشرات.

ثالثاً: حساب المؤشر العام

رياضياً يحتسب المؤشر من خلال حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في فترة سابقة ضرب المؤشر في نفس الفترة السابقة، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية، ويمكن أن يحسب المؤشر بطرق أخرى، منها متوسط الأسعار باحتساب إجمالي أسعار أسهم مختارة مقسوماً على عدد هذه العينة من الأسهم. (هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، 2019، صفحة 7) حيث يتم حساب المؤشر بناءً على الحجم

السوقي للشركات المساهمة فكلما ازداد حجم الشركة كان تأثير المؤشر بما أقوى بالتالي لدينا علاقة طردية إيجابية بين كلا من السعر السوقي وحجم الشركة والمؤشر.

أي أن حساب المؤشر في أي يوم (أو وقت معين) يتم عن طريق تعديل (أو ترجيح) قيمة المؤشر في يوم سابق (أو وقت سابق) بواسطة التغير في القسمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق، وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي: (حسين، 2014/2013، صفحة 19)

$$\text{المؤشر في الزمن } T_1 = (\text{قيمة السوق في الزمن } T_1 / \text{قيمة السوق في الزمن } T_0) \times \text{المؤشر في الزمن } T_0$$

حيث:

✓ قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق.

✓ القيمة السوقية لإحدى الشركات = عدد الأسهم المصدرة للشركة ضرب سعر السهم.

ومن هنا فإن القيمة السوقية أو المؤشر يعتمدان على عاملين: (القاضي، 2005)

✓ عدد الأسهم المصدرة (وليس المتاحة للتداول فقط، أو المتداولة فعلا) وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط.

✓ سعر السهم في السوق ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).

رابعا: خصائص المؤشر العام TASI

من خلال حساب المؤشر يمكن استنتاج مجموعة من خصائصه: (القاضي، 2005)

1) يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعودا وهبوطا من يوم إلى آخر، كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا ببطء).

2) يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش (أو الركود) الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق، وعوامل أخرى مثل توفر السيولة وجاذبية (أو عدم جاذبية) القنوات الاستثمارية الأخرى (مثل العقار وأسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة) وكذلك الظروف السياسية المحيطة.

3) تسمح معادلة المؤشر بتكليفه في حالة تغير تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو تجزئة ودمج الأسهم، أو زيادة أو خفض رأس المال، أو سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئيا، أو اندماج الشركات، ولا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي.

المبحث الثاني: مكانة البترول في اقتصاد المملكة العربية السعودية

يتسم الاقتصاد السعودي باعتماده الشبه كلي على البترول، حيث أن هناك علاقة ارتباط وثيقة بين النشاط في القطاع الغير البترولي وأسعار البترول، وذلك من خلال زيادة إنفاق الدولة على الأنشطة الغير بترولية بزيادة العوائد والإيرادات البترولية للمملكة.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على مكانة البترول في اقتصاد المملكة العربية السعودية وذلك من خلال التعرف على طبيعة اقتصادها وتاريخ اكتشاف البترول فيها، ثم تحليل تطورا إنتاج البترول والاحتياجات المؤكدة من البترول الخام في المملكة العربية السعودية، وتطور مساهمة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية للمملكة السعودية، ثم تطور مساهمة عائدات قطاع البترول إلى الناتج المحلي الإجمالي للمملكة خلال فترة الدراسة.

المطلب الأول: طبيعة الاقتصاد السعودي واكتشاف البترول في المملكة

الفرع الأول: طبيعة وتصنيف الاقتصاد السعودي في العالم

يصنف اقتصاد المملكة العربية السعودية ضمن أقوى الاقتصادات في العالم باعتبارها عضوا في المجموعة العشرين، وتمتلك المملكة ما يفوق الـ 80% من الاحتياطيات المؤكدة من البترول في العالم حيث تحتل الترتيب الثاني عالميا، ولديها خامس أكبر احتياطي مؤكد من الغاز الطبيعي، وهي عضو في منظمة أوبك والأوبك، وتأتي في الترتيب الثالث بعد روسيا والولايات المتحدة من حيث الموارد الطبيعية والتي تقدر قيمتها بنحو 35 تريليون دولار أمريكي، وفي المرتبة الـ 7 من بين مجموعة دول العشرين G20، والمركز 26 عالميا في معيار التنافسية العالمي بحسب تقرير الكتاب السنوي للتنافسية العالمية 2019 الصادر عن المعهد الدولي للتنمية الإدارية، والذي يقيس تنافسية 140 دولة على مستوى العالم، بالاعتماد على قدرة الدولة في الاستفادة من مصادرها المتاحة.

وباعتبارها أكبر دولة مصدرة للبترول ويقوم اقتصادها عليه، فقد سعت السعودية منذ 2016 إلى إجراء إصلاحات اقتصادية تخفف من الاعتماد على البترول كمصدر رئيسي لإيراداتها، ووضعت استراتيجيات لتنويع مصادر الدخل غير البترولي ضمن ما يسمى رؤية السعودية 2030، وأدت تلك الإصلاحات إلى رفع معدل النمو الاقتصادي المتوقع من 1,8% سنة 2019 ليصل إلى 2,1% سنة 2020، وتمثلت الإصلاحات التي نفذتها المملكة في إنشاء نظام الشباك الواحد لتسجيل الشركات واستحداث قانون للمعاملات المضمونة، وقانون إشهار الإفلاس وتحسين حماية مستثمري الأقلية، وإجراءات لضم المزيد من النساء إلى قوة العمل، وساهمت هذه الإصلاحات في تقدم المملكة السعودية 30 مرتبة عن سنة 2019 ضمن تقرير ممارسة الأعمال 2020 الصادر عن البنك الدولي، لتصبح الدولة الأكثر تقدما وإصلاحا بين 190 دولة حول العالم، محققة المركز الأول عالميا في إصلاحات بيئة الأعمال بين الدول المشمولة بالتقرير ضمن مؤشر سهولة ممارسة الأعمال.

وبحسب تقرير التنافسية العالمي 2019 حققت المملكة المركز الأول على مستوى العالم بالمشاركة مع دول أخرى في مؤشر استقرار الاقتصاد الكلي الذي اشتمل أيضا على استقرار معدل التضخم والديون، كما أظهر التقرير تقدم المملكة السعودية ثلاثة مراكز من حيث

التنافسية عن العام 2018، لتحتل المركز الثالث عربيا وال 36 عالميا، وحافظت المملكة على المرتبة 17 في حجم السوق، فيما تقدمت إلى المرتبة 19 عالميا في إنتاج السوق، والمرتبة 37 في مؤشر المؤسسات (الاقتصاد السعودي، 2020).

كما تعد المملكة العربية السعودية اليوم أكبر اقتصاد في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، إذ بلغ إجمالي الناتج المحلي للمملكة أكثر من 780 مليار دولار بنهاية عام 2018، أي ما يمثل حوالي 1,26% من اقتصاد العالم، كما تمتلك المملكة تاريخا طويلا في مجال التنمية، وتحقيق معدلات استثمار مرتفعة، بالإضافة إلى السياسات المستقرة المتعلقة بالنقد وسعر الصرف.

الفرع الثاني: اكتشاف البترول في السعودية

أخذت قصة اكتشاف البترول في المملكة العربية السعودية منحى تاريخي ضخم حيث تحولت المملكة من دولة موردها الأساسي يعتمد على الحج والعمرة، اقتصادها يتركز على تربية المواشي والزراعة والتجارة والصناعات البسيطة، إلى دولة تعتمد على 90% من إيراداتها على عوائد البترول، وكانت بداية تاريخ البترول في المملكة عندما بدأ الملك عبد العزيز آل سعود التفكير في تطوير دخل المملكة، ليساهم ذلك في نهضة الدولة، وقامت المملكة بمنح امتياز للتنقيب عن البترول للنقابة الشرقية العامة في سنة 1923، وقد انتهى ذلك الامتياز في سنة 1928 ولم تقم النقابة خلال هذه المدة بإجراء أي أعمال تنقيبية (تاريخ النفط في السعودية، 2020).

وفي سنة 1933 وقعت الحكومة السعودية أول اتفاقية امتياز للتنقيب عن البترول في رمالها مع الشركة الأميركية ستاندرد أويل أوف كاليفورنيا "سوكال"، تقرر على إثرها إنشاء شركة تابعة لها سميت بكاليفورنيا أريبيان ستاندرد أويل كومباني "كاسوك" (أرامكو حاليا) للعمل على تنفيذ الاتفاقية، لم تكن بدايات المملكة سهلة في الوصول إلى الذهب الأسود بباطن صحرائها، إذ كانت بدايات مخيبة للآمال، فقد استغرق العثور على الخام منذ توقيع أول اتفاقية للبحث والاستكشاف سنوات عديدة (تاريخ اكتشاف النفط في السعودية رحلة تحتل موقع الصدارة عالميا، 2022).

وفي 30 أبريل 1935 تقرر بدء العمل في حفر "بئر الدمام رقم 1"، ولكن أجبر عطل في المعدات طاقم الحفر على إيقاف تدفق البئر، وفي 8 فيفري 1936 بدأ العمل في حفر "بئر الدمام رقم 2" التي تدفق الزيت منها بمعدل 335 برميلا في اليوم وارتفع إلى 3,840 برميلا في اليوم، ما شجع المملكة على حفر "آبار الدمام 3 و4 و5 و6"، ثم "بئر الدمام رقم 7" لتكون بئر اختبار عميقة، وخلال أشهر قليلة صنعت خزانات التجميع، وخطوط الأنابيب، ومحطة تحميل صغيرة في الدمام، وفي سبتمبر 1938 بدأت الشركة شحن البترول إلى مصفاة بابكو في البحرين، وفي 16 أكتوبر 1938 أعلن عن بدء الإنتاج التجاري.

وزار الملك عبد العزيز مقاطعة الظهران في 1 ماي 1939 للاحتفال بتحميل أول ناقلة بترول في رأس تنورة، وتزامن ذلك مع اكتمال خط الأنابيب الذي امتد من حقل الدمام إلى ميناء رأس تنورة، حيث رست ناقلة البترول "دي-جي-سكوفيلد" لتعبئتها بأول شحنة من البترول السعودي، والتي كانت أول شحنة من البترول الخام تصدرها المملكة على متن ناقلة.

ثم توالى اكتشافات السعودية لحقول بترول وغاز جديدة، حيث تم اكتشاف أول بئر بترول بمحافظة بقيق سنة 1940، والذي يقع في المنطقة الشرقية للمملكة، ويضم أكبر معمل لتكرير البترول الخام في العالم وأكبر مرفق لمعالجة البترول حاليا، ثم تلاها اكتشاف بئر

بقيق 2 الذي انتهت أعمال الحفر فيه سنة 1942، وبئر بقيق 3 والذي انتهت أعمال الحفر فيه سنة 1943 (اكتشاف النفط في السعودية، 2022).

وفي سنة 1944، تقرر تغيير اسم شركة كالفورنيا أرابيان ستاندرد أول كومباني "كاسوك" إلى شركة الزيت العربية الأمريكية (أرامكو)، وفي 1952 تم نقل مقر إدارتها من نيويورك إلى مدينة الظهران في المملكة السعودية، ومع توالي الاكتشافات وبحلول سنة 1949 نجحت الشركة بتحقيق رقم قياسي آن ذاك بإنتاج بترولي بلغ 500 ألف برميل يوميا.

ودفع النمو السريع لإنتاج البترول المملكة العربية السعودية إلى تأسيس خط أنابيب "تابلاين" سنة 1950، لنقل البترول الخام من الحقول، وكان الخط يربط بين المنطقة الشرقية عاصمة البترول في المملكة والبحر الأبيض المتوسط، وهو ما ساعد على تقليل تكلفة التصدير، (يشار إلى أن العمل بخط "تابلاين" توقف وتحول إلى أول موقع تراث صناعي في السعودية).

وفي سنة 1951، عثرت المملكة على حقل السفانية في مياه الخليج العربي الضحلة، بعد عامين من البحث في تلك المنطقة، والذي يعد أكبر حقل بحري في العالم، ليتجاوز إنتاج البترول في المملكة السعودية مليون برميل من الخام يوميا سنة 1958، وبحلول سنة 1962 سجلت المملكة رقما قياسيا جديدا آن ذاك، حيث بلغ إنتاج البترول في المملكة حينها نحو 5 مليار برميل (تاريخ اكتشاف النفط في السعودية رحلة تحتل موقع الصدارة عالميا، 2022).

ونظرا للاهتمام العالمي بالبترول، والمتغيرات العالمية المتسارعة في سوق الطاقة اقترحت المملكة العربية السعودية سنة 1960 على كل من الكويت والعراق وإيران وفنزويلا إنشاء منظمة الدول المصدرة للبترول وبعد تدارس الموضوع قامت الدول المعنية بالتوقيع على اتفاقية إنشاء منظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك"، وتم اختيار فيينا مقرا لها، ثم شهدت سنة 1968 توقيع المملكة العربية السعودية على ميثاق منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول "أوابك" واختيرت الكويت مقرا لها.

ثم شهدت فترة السبعينيات أولى خطوات الحكومة السعودية نحو تأميم شركة الزيت العربية الأمريكية "أرامكو"، إذ قامت في سنة 1973 بشراء 25% من أسهم أرامكو، قبل أن ترتفع هذه النسبة سنة 1974 إلى 60%، وبحلول سنة 1980 نجحت الحكومة في الاستحواذ على كامل أسهم شركة أرامكو، لتنشئ بعد 8 سنوات شركة الزيت العربية السعودية "أرامكو السعودية" رسميا، بموجب المرسوم الملكي رقم (8/م) بتاريخ 13/11/1988، لتحل محل سابقتها شركة الزيت العربية الأمريكية (أرامكو)، وتم تعيين علي النعيمي أول رئيس سعودي للشركة، وأصبحت من أكبر شركات إنتاج البترول في العالم، وتعتبر أرامكو السعودية شركة عملاقة تعمل في كل قطاعات الطاقة والتنقيب والاستكشاف إلى الإنتاج والتكرير وصناعة البتروكيماويات، وتستطيع رفع إنتاجها من البترول إلى حوالي 12,5 مليون برميل في اليوم إن احتاجت الأسواق إلى ذلك، وتدير الشركة أكبر الاحتياطات المؤكدة من البترول العالمية والتي تبلغ نحو 260 مليون برميل، واكتشفت أكثر من 100 حقل للبترول والغاز في جميع أنحاء المملكة والمناطق البحرية التابعة لها (قصة اكتشاف النفط في السعودية، 2018، الصفحات 46-48).

ولم تتوقف أعمال الاكتشافات في المملكة، حيث تمكنت أرامكو السعودية سنة 2020م من اكتشاف حقلين جديدين للبترول والغاز في الأجزاء الشمالية من المملكة، وهما: حقل "هضبة الحجر" للغاز في منطقة الجوف، وحقل "أبرق التلول" للبترول والغاز في منطقة الحدود الشمالية (اكتشاف النفط في السعودية، 2022).

المطلب الثاني: تطور إنتاج البترول الخام واحتياطاته في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 2000-2018

تسيطر المملكة العربية السعودية على ما يزيد عن 12% من إنتاج البترول في العالم نظرا لاملاكها أكثر من 20% من احتياطيات البترول العالمية، حيث أن استقرار حجم احتياطيات البترول فيها ساعدها في الحفاظ على حصتها من الإنتاج العالمي للبترول، وبالرغم من تأثير بعض الأوضاع الاقتصادية والأزمات العالمية وغيرها على أسعار البترول العالمية إلا أن المملكة العربية السعودية بقيت مسيطرة على حصتها من الإنتاج العالمي للبترول، مع حفاظها على حجم احتياطاتها من البترول الخام.

الفرع الأول: تطور إنتاج البترول في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 2000-2018

يمكن تتبع تطور إنتاج البترول في المملكة العربية السعودية من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-4): تطور متوسط إنتاج البترول الخام في المملكة العربية السعودية (2000-2018)

السنة	متوسط إنتاج البترول السنوي في السعودية (مليون ب / السنة)	متوسط إنتاج البترول اليومي في السعودية (ألف ب / اليوم)	التغير في متوسط الإنتاج اليومي %	متوسط إنتاج البترول اليومي الدول العربية (ألف ب/يوم)	نسبة إنتاج السعودية إلى إنتاج الدول العربية %	متوسط إنتاج البترول اليومي في العالم (ألف ب/يوم)	نسبة إنتاج السعودية إلى الإنتاج العالمي %
2000	2 962,60	8 095,00	---	21 005,10	38,54	67 087,20	12,07
2001	2 879,46	7 890,00	-2,53	20 621,70	38,26	67 037,40	11,77
2002	2 588,98	7 093,00	-10,10	18 679,40	37,97	65 613,90	10,81
2003	3 069,74	8 410,00	18,57	20 361,00	41,30	68 212,90	12,33
2004	3 256,30	8 897,00	5,79	22 158,10	40,15	71 242,50	12,49
2005	3 413,94	9 353,00	5,13	22 746,00	41,12	72 373,00	12,92
2006	3 360,90	9 208,00	-1,55	23 065,00	39,92	81 562,00	11,29
2007	3 217,77	8 979,00	-2,49	22 636,00	39,67	86 346,00	10,40
2008	3 366,34	8 532,00	-4,98	22 867,00	37,31	85 053,00	10,03
2009	2 987,27	8 184,00	-4,08	21 117,70	38,75	70 734,00	11,57
2010	2 980,43	8 165,60	-0,22	21 282,80	38,37	71 951,80	11,35
2011	3 398,52	9 311,00	14,03	22 351,40	41,66	72 506,60	12,84

13,27	73 556,00	41,05	23 785,10	4,86	9 763,40	3 573,40	2012
12,82	75 173,70	41,46	23 250,10	-1,26	9 640,00	3 517,62	2013
12,69	76 422,30	42,49	22 832,80	0,63	9 701,00	3 545,14	2014
13,00	78 384,10	43,16	23 613,40	5,05	10 191,00	3 720,28	2015
13,08	79 956,90	46,57	22 459,40	2,64	10 460,00	3 828,43	2016
11,64	85 540,20	40,93	24 331,00	-4,79	9 959,20	3 635,29	2017
11,82	87 250,10	41,64	24 778,00	3,59	10 317,00	3 765,13	2018

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL انطلاقاً من تجميع المعطيات من: وزارة الطاقة، والتقارير السنوي لأرامكو السعودية، والتقارير

الإحصائي السنوي للأوبك، ومؤسسة النقد العربي السعودي، والهيئة العامة للإحصاء السعودية.

بلغ متوسط الإنتاج اليومي للمملكة العربية السعودية من البترول الخام 2 962,60 ألف برميل في اليوم سنة 2000، بينما انخفض متوسط الإنتاج سنة 2001 بنسبة 2,53 % عن سنة 2000، ليبلغ 7890 ألف برميل في اليوم، وواصل انخفاضه سنة 2002 بنسبة 10,10 % ليبلغ 7093 ألف برميل في اليوم.

أما في سنة 2003 فارتفع متوسط الإنتاج اليومي للبترول بنسبة 18,57 % عن سنة السابقة، ليبلغ 8410 ألف برميل في اليوم، وواصل ارتفاعه خلال سنتي 2004 و 2005 بنسبة (5,79 % و 5,13 %) على التوالي، ليصل إلى (8897 و 9353) ألف برميل في اليوم على التوالي.

ثم شهد بعدها المتوسط اليومي لإنتاج البترول في المملكة العربية السعودية انخفاضا متواصلا من سنة 2006 إلى 2010، حيث تراجع سنة 2006 بنسبة 1,55 % عن السنة السابقة ليصل إلى نحو 9208 ألف برميل في اليوم، ثم واصل تراجعته إلى 8165 ألف برميل نهاية سنة 2010 بانخفاض قدره 0,22 % عن 2009، ويعود الانخفاض في الإنتاج خلال هذه الفترة إلى الركود الاقتصادي العالمي نتيجة الأزمة المالية سنة 2008 وانخفاض الطلب العالمي على البترول.

وبعد تعافي الاقتصاد العالمي سنة 2011، شهد متوسط إنتاج البترول السعودي ارتفاعا بنسبة 14,03 % عن سنة 2010 ليبلغ نحو 9311 ألف برميل في اليوم، ويصل إلى 9763,40 ألف برميل في اليوم سنة 2012 وهو أعلى مستوى إنتاج منذ سنة 2000 بعدما سجل ارتفاعا بنسبة 4,86 % عن سنة 2011، بينما تراجع متوسط الإنتاج اليومي للبترول في المملكة سنة 2013 بنسبة 1,26 % عن سنة السابقة ليصل إلى 9640 ألف برميل في اليوم سنة 2013 و 9 701 ألف برميل في اليوم سنة 2014.

ثم واصل المتوسط اليومي لإنتاج البترول ارتفاعه خلال السنوات الخمس التالية عن مستواه المحقق سنة 2014، ليحقق أعلى متوسط إنتاج سنة 2016 والذي بلغ نحو 10460 ألف برميل في اليوم، محققاً بذلك أعلى مستوى منذ سنة 2000، واستقر المتوسط اليومي لإنتاج البترول عند الـ 10317 ألف برميل في اليوم سنة 2018.

أما عن مساهمة المملكة العربية السعودية في المتوسط اليومي لإنتاج البترول في الدول العربية فقد تراوحت النسبة بين 37,31% كأدنى قيمة خلال فترة الدراسة وتم تسجيلها سنة 2008، بينما قدرت أعلى نسبة مساهمة بـ 46,57% وسجلت سنة 2016، أي ما يقارب نصف إنتاج الدول العربية من البترول، وهذا ما يؤكد مكانة المملكة العربية السعودية في سوق البترول عربياً وعالمياً.

وتعتبر المملكة العربية السعودية أكبر منتج للبترول في منظمة الأوبك والدول العربية، ومن بين أكبر ثلاث دول منتجة للبترول في العالم، حيث تراوحت نسبة مساهمتها في المتوسط اليومي للإنتاج العالمي للبترول خلال فترة الدراسة بين 10,03% وسجلت سنة 2008، ونسبة 13,27% وسجلت سنة 2012.

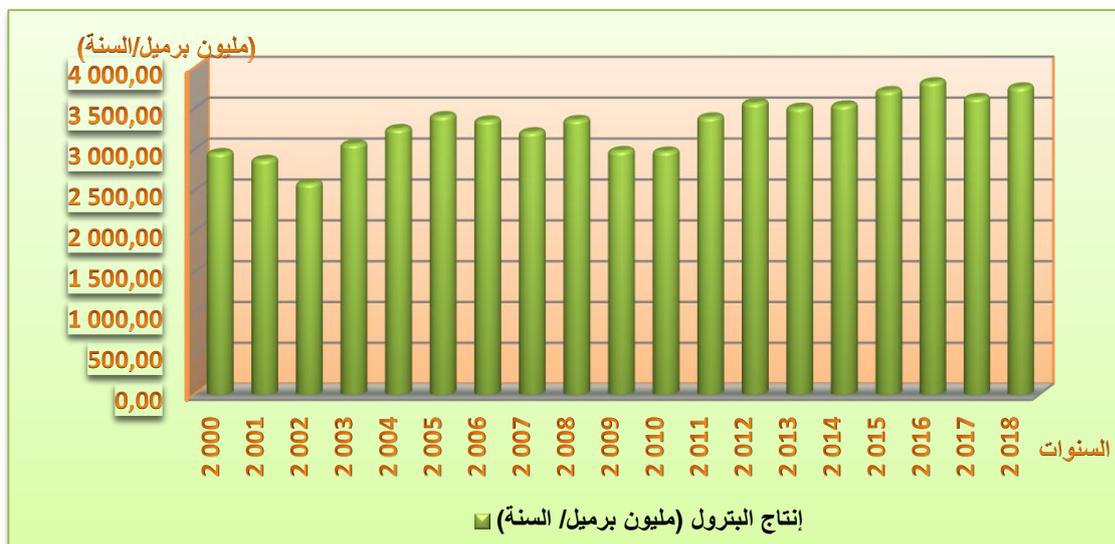
ويمكن القول أن تغيرات نسب إنتاج البترول الخام تعود أساساً إلى سياسات دول الأوبك وباقي الدول المنتجة للبترول للحفاظ على توازن سوق البترول العالمية واستقرار الأسعار فيها، كما يلعب وضع الاقتصاد العالمي سواء كان في انتعاش أو ركود دور في تحديد مستويات إنتاج البترول الخام في العالم، حيث ينخفض الإنتاج في حالة الأزمات العالمية سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو جيوسياسية، ثم يعود إلى حجمه الطبيعي بانفراج الأزمات.

وتقود المملكة العربية السعودية دوراً بارزاً في مواجهة اختلال توازن سوق البترول العالمية، ففي حالات انقطاع العرض البترولي من بلدان أخرى أو طفرات الطلب، تحركت المملكة العربية السعودية عن طريق زيادة إنتاجها للمساعدة في تحقيق التوازن بين العرض والطلب في سوق البترول، فعلى سبيل المثال في حرب الخليج الأولى (1990-1991) والاضطراب في فنزويلا وحرب الخليج الثانية (2002-2003)، وإعصار كاترينا في 2005، وطفرت الطلب في الصين سنة 2004، والأزمة الليبية (2010-2011)، رفعت المملكة العربية السعودية إنتاجها لضمان تلبية الطلب على البترول في مواجهة تراجع العرض من مصادر أخرى، وبالمثل في أوقات ضعف الطلب العالمي على البترول أو تراجع العرض، مثل الركود الذي حدث في الولايات المتحدة في مطلع الألفينيات والأزمة المالية العالمية (2008-2010)، حيث خفضت المملكة العربية السعودية إنتاجها لاستجابة لظروف السوق.

وواصلت المملكة العربية السعودية في تعاونها على تحقيق التوازن في سوق البترول العالمية، فقد رفعت إنتاجها من البترول في النصف الأول من عام 2012، بعد تشديد العقوبات على إيران، ولكنها خفضته بعد ذلك في النصف الثاني من عام 2012، بعد زيادة الإنتاج في العراق وليبيا والولايات المتحدة، وبعد ذلك رفعت الإنتاج مرة أخرى في النصف الثاني من عام 2013 نظراً لانخفاض الإنتاج الليبي غير أن الزيادة السريعة في إنتاج البترول في الولايات المتحدة منذ أواخر سنة 2012 أدت إلى قيام المملكة العربية السعودية بزيادة إنتاجها بمقدار أقل لتلبية النقص في العرض في المناطق الأخرى مقارنة بزيادة إنتاجها خلال سنة 2011 (صندوق النقد الدولي، 2015، صفحة 13).

ومما سبق ويمكن تلخيص تطور إنتاج البترول في المملكة العربية السعودية في الشكل التالي:

الشكل (3-2): تطور متوسط إنتاج المملكة السعودية من البترول الخام (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL انطلاقاً من معطيات الجدول (3-1)

الفرع الثاني: تطور احتياطات البترول الخام في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 2000-2018

تؤدي السعودية دوراً رئيسياً في سوق البترول العالمية، حيث تزيد حصتها على 20% من احتياطات البترول العالمية المؤكدة، والـ 37% من احتياطات البترول العربية المؤكدة، ويمكن ذلك المملكة العربية السعودية من المساهمة بشكل إيجابي في تحقيق استقرار الاقتصاد والنمو في العالم، ويمكن تتبع تطور احتياطات البترول الخام في المملكة العربية السعودية من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-5): احتياطات البترول الخام في المملكة العربية السعودية (2000-2018)

السنوات	احتياطي البترول في السعودية (مليار برميل في نهاية السنة)	إجمالي احتياطي البترول في الدول العربية (مليار برميل في نهاية السنة)	نسبة احتياطي السعودية إلى الدول العربية %	إجمالي احتياطي البترول في العالم (مليار برميل في نهاية السنة)	نسبة احتياطي السعودية إلى الاحتياطي العالمي %
2000	262,76	646,86	40,62	1 055,13	24,90
2001	262,70	654,90	40,11	1 081,65	24,29
2002	262,79	652,41	40,28	1 124,24	23,37
2003	262,73	658,33	39,91	1 138,60	23,07
2004	264,31	661,20	39,97	1 145,14	23,08

22,43	1 178,17	39,17	674,57	264,21	2005
22,67	1 165,59	38,90	679,34	264,25	2006
22,45	1 177,14	38,87	679,77	264,21	2007
22,42	1 177,82	38,79	680,73	264,06	2008
21,79	1 214,50	37,11	713,00	264,59	2009
21,49	1 231,00	37,18	711,50	264,52	2010
21,38	1 241,60	37,27	712,10	265,41	2011
20,95	1 268,80	37,27	713,40	265,85	2012
20,70	1 283,80	37,27	713,20	265,79	2013
20,76	1 284,30	37,45	711,90	266,58	2014
20,74	1 284,70	37,71	706,50	266,46	2015
21,42	1 242,60	37,21	715,39	266,21	2016
21,34	1 247,90	37,29	714,02	266,26	2017
21,39	1 248,10	37,47	712,68	267,03	2018

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL انطلاقاً من تجميع المعطيات من: موقع وزارة الطاقة والتقارير السنوي لأرامكو السعودية والتقارير

الإحصائي السنوي للأوبك ومؤسسة النقد العربي السعودي، والهيئة العامة للإحصاء السعودية.

تراوحت احتياطات البترول المؤكدة للمملكة العربية السعودية بين 262,76 مليار برميل في السنة و267,03 مليار برميل في السنة خلال فترة الدراسة، ويمكن القول أن الزيادات الطفيفة في الاحتياطات المؤكدة لبترول السعودية قد تكون نتيجة اكتشافات بترولية جديدة أو فائض في الطاقة الإنتاجية، وهذا ما يدل على محافظة المملكة العربية السعودية على حصتها الكبرى من احتياطات البترول العالمية طيلة هذه السنوات، حيث أنها كانت تحتل المرتبة الأولى بأكبر احتياطي بترول في العالم الذي يفوق الـ 267 مليار برميل سنوياً، حتى تجاوزتها فنزويلا بأكثر من 300 مليار برميل في السنة، وقد شكلت احتياطات المملكة ما يفوق الـ 20% من الاحتياطات العالمية للبترول، أما عن حصتها من احتياطات البترول عربياً فقد تجاوزت نسبة الـ 37%، وهذا ما يؤكد دورها الهام ومكانتها في الحفاظ على استقرار سوق البترول العالمية.

المطلب الثالث: تطور مساهمة صادرات البترول في الصادرات الإجمالية للمملكة العربية السعودية (2000-2018)

يمثل البترول أهم مصدر للصادرات في المملكة العربية السعودية إذ أن صادرات البترول تمثل ما يزيد عن الـ 85% من الصادرات الإجمالية للمملكة، كون أن اقتصاد المملكة السعودية هو اقتصاد ريعي يعتمد على البترول بصفة رئيسية.

ومن خلال الجدول التالي يمكن تتبع تطور حجم صادرات البترول ونسبة مساهمتها في إجمالي صادرات المملكة العربية السعودية:

الجدول (3-6): تطور قيمة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية في المملكة العربية السعودية (2000-2018)

السنوات	حجم صادرات البترول (مليون برميل)	قيمة صادرات البترول في المملكة السعودية (مليون ريال)	إجمالي الصادرات (مليون ريال)	نسبة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية %
2000	2 282,38	265 747,00	290 553,00	91,46
2001	2 203,10	224 205,00	254 898,00	87,96
2002	1 928,89	239 305,00	271 741,00	88,06
2003	2 380,85	308 517,00	349 664,00	88,23
2004	2 486,77	415 297,00	472 491,00	87,90
2005	2 631,24	605 881,00	677 144,00	89,48
2006	2 565,72	705 811,00	791 339,00	89,19
2007	2 541,16	769 935,00	874 403,00	88,05
2008	2 672,42	1 053 860,00	1 175 482,00	89,65
2009	2 287,66	611 490,00	726 174,00	84,21
2010	2 425,09	807 176,00	941 785,00	85,71
2011	2 634,59	1 191 051,00	1 367 619,00	87,09
2012	2 783,78	1 265 550,00	1 456 502,00	86,89
2013	2 763,32	1 207 080,00	1 409 523,00	85,64
2014	2 611,01	1 067 091,00	1 284 122,00	83,10
2015	2 614,51	573 412,00	763 313,00	75,12
2016	2 731,59	510 729,00	688 423,00	74,19
2017	2 543,44	638 402,00	831 881,00	76,74

75,12	763 313,00	573 412,00	2 690,61	2018
-------	------------	------------	----------	------

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL انطلاقاً من تجميع المعطيات من: موقع وزارة الطاقة والتقارير السنوي لأرامكو السعودية والتقارير الإحصائي السنوي للأوبك ومؤسسة النقد العربي السعودي، والهيئة العامة للإحصاء السعودية.

بلغت قيمة صادرات البترول للمملكة العربية السعودية سنة 2000 الـ 265747 مليون ريال سعودي مشكلة بذلك نسبة 91,46% من إجمالي الصادرات في المملكة، ثم انخفضت قيمة صادرات البترول سنة 2001 بنسبة 15,63% عن السنة السابقة، محققة نحو 224205 مليون ريال سعودي أي ما نسبته 87,96% من إجمالي صادرات المملكة.

ثم ارتفعت قيمة صادرات البترول للمملكة العربية السعودية ابتداءً من سنة 2002 إلى سنة 2008 بوتيرة كبيرة، ويعود هذا أساساً إلى ارتفاع أسعار البترول العالمية خلال هذه الفترة، فانتقلت قيمة صادرات البترول من 239305 مليون ريال سعودي سنة 2002 إلى 1053860 مليون ريال سعودي سنة 2008، حيث تراوحت نسبة مساهمتها في إجمالي صادرات المملكة بين 88,06% سنة 2002 و 89,65% سنة 2008.

ليعرف العالم بعدها أزمة مالية أدت إلى ركود الاقتصاد العالمي وانخفاض أسعار البترول العالمية ما أدى إلى انخفاض حاد في قيمة صادرات البترول في المملكة العربية السعودية سنة 2009 بنسبة 41,98% عن السنة السابقة لتبلغ الـ 611499 مليون ريال سعودي كما انخفضت حصة مساهمتها في إجمالي صادرات المملكة حيث بلغت الـ 84,21%.

ليتعافى بعدها الاقتصاد العالمي سنة 2010 وتنتعش أسعار البترول، مؤثرة بذلك على قيمة صادرات البترول السعودية فارتفعت قيمتها عن سنة 2009 بنسبة 32% لتبلغ الـ 807176 مليون ريال سعودي، محققة نسبة 85,71% من إجمالي صادرات المملكة.

وواصلت قيمة صادرات بترول المملكة العربية السعودية ارتفاعها خلال السنتين التاليتين 2011، 2012، بنسبة (47,56% و 6,25%) لكل سنة عن سابقتها، وبلغت بذلك نحو 1191051 مليون ريال سعودي سنة 2011 بنسبة مساهمة في إجمالي الصادرات بلغت 87,09%، و 1265550 مليون ريال سعودي سنة 2012 بنسبة مساهمة في إجمالي صادرات المملكة بلغت 86,89%، ويعود هذا إلى ارتفاع أسعار البترول إلى معدلات قياسية خلال هذه السنوات، بالإضافة إلى ارتفاع حجم صادرات البترول إلى 2783,78 مليون برميل في السنة، وتعتبر قيمة صادرات البترول المسجلة سنة 2012 أعلى قيمة خلال فترة الدراسة.

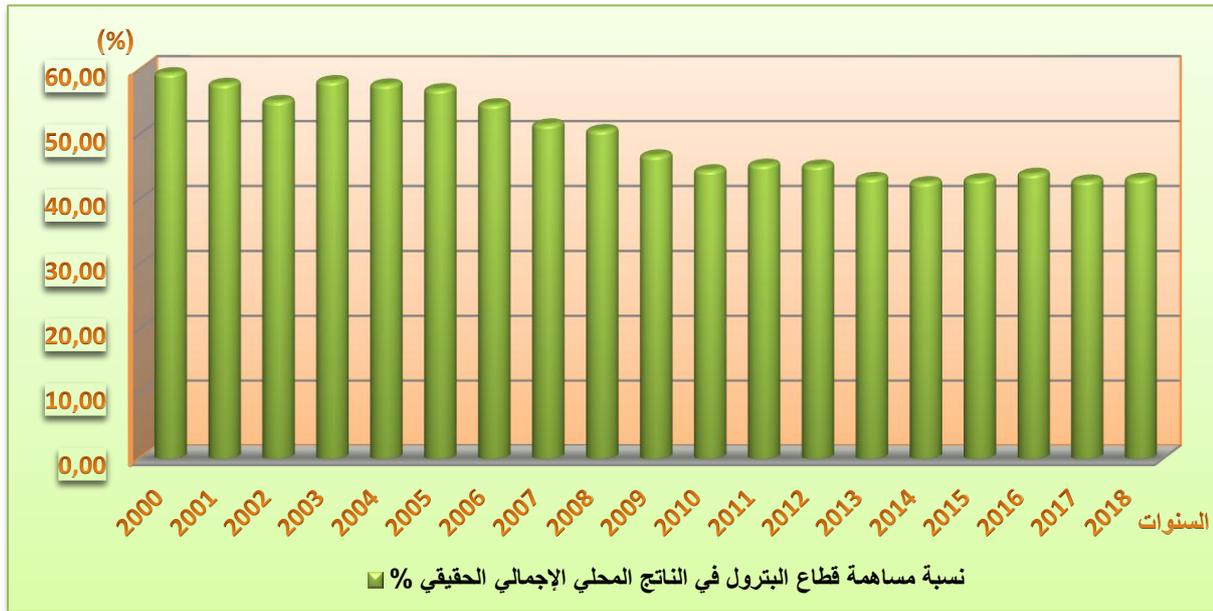
ثم شهدت بعد ذلك قيمة صادرات بترول المملكة العربية السعودية انخفاضاً متوالياً للأربع سنوات التالية (2013، 2014، 2015، 2016) حيث كان الانخفاض طفيفاً خلال سنتي 2013 و 2014 نتيجة الانخفاض الطفيف في أسعار البترول العالمية، بينما انهارت قيمتها سنتي 2015 و 2016 نتيجة انهيار أسعار البترول العالمية ابتداءً من الربع الرابع لسنة 2014، لتصل قيمة صادرات البترول سنة 2016 إلى 510729 مليون ريال سعودي منخفضة معها الصادرات الإجمالية للمملكة إلى 688423 مليون ريال سعودي، وقد بلغت حصة مساهمة صادرات البترول في إجمالي الصادرات نسبة 74,12% سنة 2016.

وفي سنة 2017 ارتفعت قيمة صادرات البترول بنسبة 25% عن سنة 2016 لتبلغ 638402 مليون ريال سعودي، مساهمة بذلك بنسبة 76,74% من إجمالي صادرات المملكة، لكن عادت وانخفضت مجددا سنة 2018 بنسبة 10,18% عن السنة السابقة لتصل إلى 573412 مليون ريال سعودي، محققة نسبة مساهمة 75,12% من إجمالي صادرات المملكة.

ومن خلال تتبع تطورات قيمة صادرات البترول يمكن القول أن المؤثر الرئيسي فيها هو أسعار البترول، حيث أنها تتأثر بتغيرات أسعار البترول، فكلما ارتفعت أسعار البترول ارتفعت معها قيمة الصادرات، وإذا انخفضت تنخفض معها قيمة الصادرات، بغض النظر عن حجم هذه الصادرات حيث أن حجمها يكاد يكون ثابت (والذي يتحكم فيه حجم الإنتاج).

ويوضح الشكل البياني التالي تراجع نسبة مساهمة العائدات البترولية في الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة، بالرغم من تسجيل أسعار البترول معدلات أعلى مما كانت عليه في بداية الألفية الثالثة، حيث انخفضت من 91,46% سنة 2000 إلى 75,12% سنة 2018، ويعود ذلك إلى تبني المملكة العربية السعودية فكرة التنوع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات بصفة عامة، والذي أصبح ضرورة حتمية في ظل تقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية.

الشكل (3-4): نسبة مساهمة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية في المملكة العربية السعودية (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL اعتمادا على بيانات الجدول (3-3)

المطلب الرابع: مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية (2000-2018)

يعد قطاع البترول أهم مساهم في الناتج المحلي الإجمالي في المملكة العربية السعودية، حيث تساهم عائدات قطاع البترول بما يفوق الـ 55% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول (3-7): تطور مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للمملكة العربية السعودية خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (مليون ريال) 100=2010	عائدات قطاع البترول الحقيقية (مليون ريال) 100=2010	نسبة مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي %
2 000	1 422 088,00	845 784,56	59,47
2 001	1 404 869,94	812 634,13	57,84
2 002	1 365 264,20	753 595,33	55,20
2 003	1 518 748,04	884 788,66	58,26
2 004	1 639 616,72	946 763,55	57,74
2 005	1 731 006,50	986 926,73	57,01
2 006	1 779 273,92	973 103,58	54,69
2 007	1 812 139,43	934 755,80	51,58
2 008	1 925 394,03	976 118,47	50,70
2 009	1 885 745,37	882 949,39	46,82
2 010	1 980 776,37	881 820,40	44,52
2 011	2 178 792,46	989 066,77	45,40
2 012	2 296 696,61	1 039 358,36	45,25
2 013	2 358 690,31	1 022 382,02	43,35
2 014	2 444 841,04	1 043 701,26	42,69
2 015	2 545 236,21	1 098 711,71	43,17
2 016	2 587 757,55	1 138 298,95	43,99
2 017	2 568 569,26	1 103 167,78	42,95
2 018	2 631 091,08	1 137 645,62	43,24

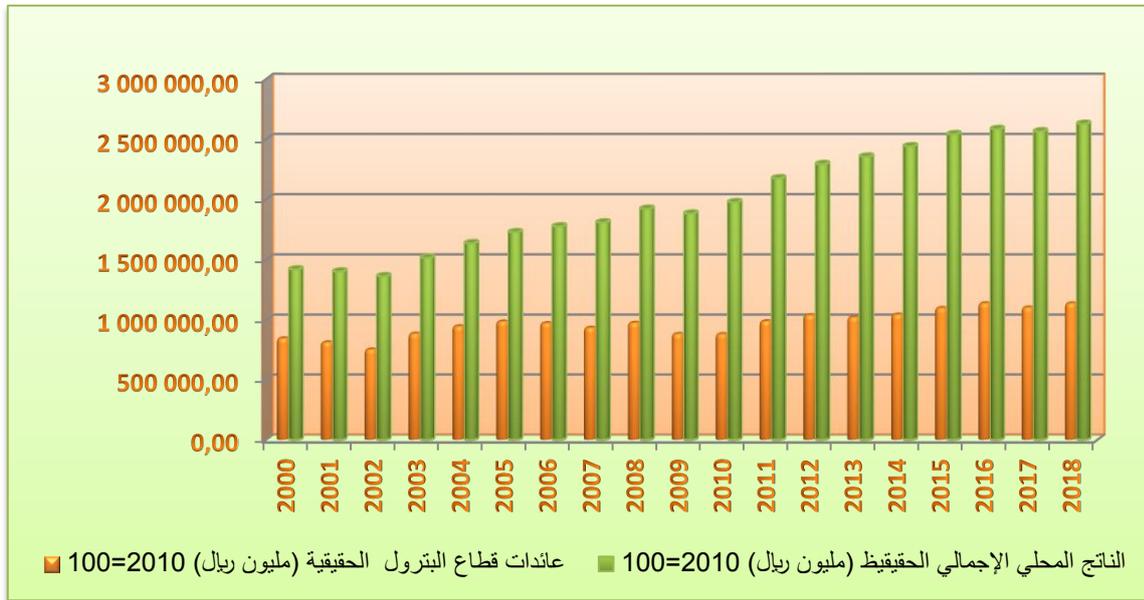
المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL انطلاقاً من تجميع المعطيات من: موقع وزارة الطاقة والتقرير السنوي لأرامكو السعودية، والتقرير

الإحصائي السنوي للأوبك ومؤسسة النقد العربي السعودي، والهيئة العامة للإحصاء السعودية.

بلغت عائدات قطاع البترول سنة 2000 قيمة 845784,56 مليون ريال، وهو ما شكل نسبة 59,47% من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال هذه السنة، وهذا ما يؤكد الاعتماد الكبير للمملكة العربية السعودية على عائدات البترول في نمو ناتجها الإجمالي الحقيقي مقارنة بعائدات القطاع الخاص، وباقي العائدات الحكومية.

ومن الملاحظ أن عائدات قطاع البترول بقيت محافظة على نسبتها التي تفوق الـ50% من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في المملكة بين سنة 2000 و2008، ثم شهدت بداية من سنة 2009 نسب مساهمة تقل عن الـ50% في الناتج، حيث بلغت عائدات البترول سنة 2009 الـ882949,39 مليون ريال إلا أنها ساهمت بـ46,82% من الناتج المحلي الإجمالي منخفضة عن نسبة المساهمة سنة 2008 البالغة 50,7%، نتيجة لتراجع أسعار البترول وإنتاجه وصادراته بسبب الركود الاقتصادي عقب الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى زيادة مساهمة باقي القطاعات الاقتصادية السعودية في الناتج، كما انخفضت كذلك نسبة مساهمة عائدات البترول في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للمملكة السعودية من سنة 2010 إلى 2018 حيث تراوحت نسبة الساهمة بين 44,52% و43,24%، بالرغم من ارتفاع قيمتها إلى 1137645,62 مليون ريال سعودي سنة 2018 إلا أن نسبة مساهمتها في الناتج الإجمالي الحقيقي انخفضت وهذا ما يفسر زيادة مساهمة القطاعات الأخرى فيه، وسعي المملكة للتقليل من الاعتماد على البترول في نمو الناتج المحلي الإجمالي بدعم الأنشطة الغير نفطية والتوسع فيها، والشكل الموالي يوضح تطورات عائدات البترول الحقيقية مقابل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السعودي:

الشكل (3-5) تطور عائدات البترول الحقيقية مقابل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL اعتمادا على بيانات الجدول (3-4)

المبحث الثالث: تحليل تطور متغيرات الدراسة وقراءة في الأدبيات والدراسات المفسرة للعلاقة بينها

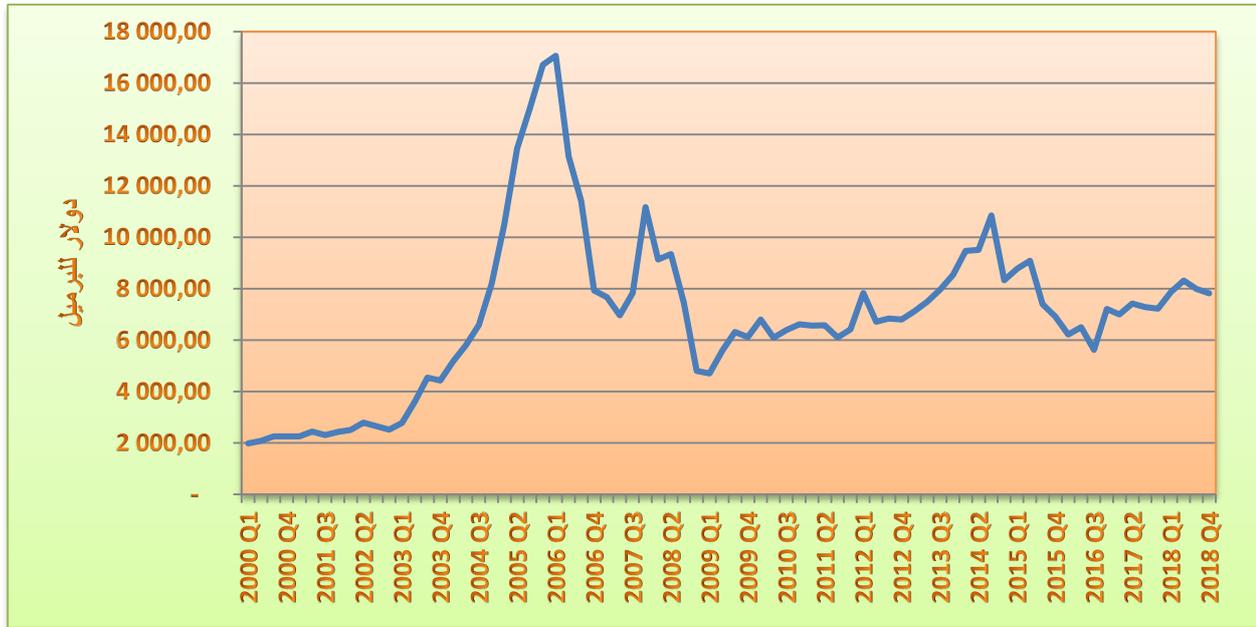
من فيما يلي سيتم تقديم دراسة تحليلية لتطور كل مؤشر من مؤشرات الدراسة منفردا خلال الفترة الزمنية الممتدة من الربع الأول لسنة 2000 إلى الربع الرابع من سنة 2018، والتعقيب على أهم العوامل المؤثرة على تطور هذه المؤشرات.

المطلب الأول: تحليل تطور مؤشر أسعار البترول السعودي -العربي الخفيف- خلال الفترة 2000-2018

يندرج البترول العربي الخفيف السعودي ضمن سلة أوبك المرجعية، والتي تضم حاليا أربعة عشر نوعا من البترول الخام، التي تمثل خامات الدول الأعضاء مقومة وفقا لأوزان ترجيحية تأخذ في الاعتبار إنتاج وصادرات الدول الأعضاء، وسيتم اعتماده كمؤشر لأسعار البترول في هذه الدراسة.

ولتحليل تطور مؤشر أسعار البترول العربي الخفيف خلال الفترة 2000-2018 تم استخراج المعطيات الرقمية من مصادر مختلفة من التقارير والإحصائيات الشهرية والسنوية من موقع الدول المصدرة للبترول " أوبك" ومنظمة الدول العربية المصدرة للبترول "أوابيك"، ومؤسسة النقد العربي السعودي، وصندوق النقد العربي، وتم تجميعها في جدول وتحويلها إلى منحنى بياني حتى يتم تسهيل عملية التحليل، والملاحظة الواضحة لمسار انخفاض وارتفاع مؤشر الأسعار، وسيتم القيام بتحليل تقلبات وتطورات أسعار البترول، مع الوقوف على أهم أسباب حدوث هذه التقلبات من خلال المنحنى البياني التالي:

الشكل (3-6): تطور مؤشر أسعار البترول العربي الخفيف خلال الفترة 2000-2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج ال EXCEL اعتمادا على البيانات الملحق الإحصائي رقم (11)

ومن خلال المنحنى يتضح أن أسعار البترول شهدت العديد من التقلبات خلال فترة الدراسة (2000-2018) على غرار الصدمات السابقة التي تعرضت لها قبل سنة 2000، حيث أنها تعرضت لهبوط مفاجئ في 1986، فانخفضت تلك الأسعار إلى حوالي 13 دولار للبرميل، لتتعاوى بعد ذلك وتستقر بين 1986-1996 عند متوسط 17,3 دولار للبرميل حيث عاد النمو الموجب في الطلب والزيادة في إنتاج الأوبك في تلك المدة، (إبراهيم، 2010، صفحة 136) ثم تعرضت إلى هبوط آخر سنة 1998، وكان هذا بسبب الأزمة المالية الآسيوية وارتفاع الإمدادات اليومية للبترول من دول الأوبك، و التي أدت إلى حدوث اختلال كبير في العرض والطلب على البترول، فانخفض السعر إلى 12,3 دولار للبرميل، وبعد ذلك بدأت أسعار البترول ترتفع تدريجياً خلال 1999، بسبب خفض إنتاج بترول دول الأوبك ودول غير الأوبك، لتسجل معدل 17,5 دولار للبرميل.

وتعتبر حالة التوازن التي سادت سوق البترول العالمية السمة الرئيسية الأولى المميزة لتطورات السوق البترولية لسنة 2000 إذ تحقق التوازن بسبب الزيادة في الإنتاج التي اعتمدها الدول البترولية من داخل أوبك من بينها المملكة العربية السعودية ودول خارج الأوبك، وجاءت تلك الزيادة لتلبية ارتفاع الطلب العالمي على البترول الذي تعزز نتيجة لحالة النمو المستمر في اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية بصفة خاصة وفي الاقتصاد العالمي بصفة عامة، حيث استمرت أسعار البترول الخام في الارتفاع، وزادت الدول البترولية إنتاجها أربع مرات خلال سنة 2000 لتحقيق الاستقرار في أسواق البترول، وبلغ إجمالي حجم الزيادة 3,7 مليون برميل في يوم، ليصل إنتاج أوبك إلى 26,7 مليون برميل في اليوم في نهاية عام 2000 مقابل 22.97 مليون برميل في اليوم قبل إقرار الزيادات في أبريل 2000، وتبنت دول أوبك آلية جديدة لتحقيق سعر مستهدف لسلة خاماتها 25 دولار للبرميل، وتقوم هذه الآلية على الإدارة المستمرة للإمدادات بحيث يتم تخفيض الإنتاج بمقدار 500 ألف برميل في اليوم في حالة انخفاض الأسعار إلى أقل من 22 دولار للبرميل لمدة 10 أيام عمل متتالية، وزيادة الإنتاج بمقدار 500 ألف برميل في اليوم في حالة ارتفاع الأسعار إلى ما يزيد عن 28 دولار للبرميل لمدة 20 يوم عمل متتالي وانعكس انضباط الدول البترولية والتزامها بالحصص المحددة بصورة إيجابية على استقرار الأسعار والسوق البترولية (صندوق النقد العربي، 2001، صفحة 162)، حيث وصل متوسط أسعار البترول العربي الخفيف إلى 26,81 دولار للبرميل سنة 2000، وهو أعلى معدل منذ 1985.

وفي سنة 2001 كان أداء أسواق البترول العالمية مغايراً تماماً للمنحنى الذي كان سائداً في سنة 2000، وقد تجلّى ذلك في التباطؤ الشديد في معدلات نمو الطلب على البترول عقب التراجع الحاد في نمو الاقتصاد العالمي جراء انعكاس الأداء المتواضع للاقتصاد الأمريكي على النمو الاقتصادي العالمي والطلب الإجمالي على البترول اثر أحداث 11 سبتمبر 2001، الأمر الذي أصبح يهدد بانحيار أسعار البترول، حيث انخفضت أسعار البترول العربي الخفيف من جديد سنة 2001 مسجلة 23,06 دولار للبرميل، وقد تداركت الدول المنتجة للبترول من بينها المملكة العربية السعودية ذلك التراجع في الأسعار عن طريق خفض الإنتاج ثلاث مرات خلال سنة 2001، بلغت في مجملها 3,5 برميل في اليوم، مما أدى إلى الإبقاء على الأسعار عند مستويات توازن بين تطلعات المنتجين والمستهلكين، والحيلولة دون زيادة انحيارها مما عزز من الاستقرار في الأسواق العالمية (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2002، صفحة 75).

و في سنة 2002 تميزت سوق البترول بالاستقرار نوعا ما، حيث شهدت هذه السنة تحسنا طفيفا في أداء الاقتصاد العالمي بشكل عام والاقتصاد الأمريكي بشكل خاص، بعد موجة الركود التي سادت خلال سنة 2001 اثر أحداث 11 سبتمبر 2001، حيث حافظت أسعار البترول على البقاء في نطاقها السعري المحدد والمتفق عليه من قبل دول منظمة الأوبك، ويعزى الفضل في ذلك إلى المتابعة والمراقبة المستمرة لسوق البترول (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2003، صفحة 1)، حيث سجلت أسعار البترول العربي الخفيف معدل 24,32 دولار للبرميل خلال سنة 2002، ومن العوامل التي كان لها الأثر الواضح في ارتفاع مستويات أسعار البترول هي الاهتمام المتزايد بالوضع الأمني في منطقة الشرق الأوسط، وعدم استقرار الأوضاع في فنزويلا في نهاية 2002. (منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، التقرير السنوي الأمين العام للأوبك، 2002، صفحة 120)

أما في سنة 2003 شهدت أسعار البترول العالمية ارتفاعا في مستوياتها بنحو 3,9 دولار للبرميل أي بنسبة ارتفاع بلغت 16% مقارنة بسنة 2000 ليصل معدل أسعار البترول العالمية إلى 28,2 دولار للبرميل متخطيا بذلك الحد الأعلى للنطاق السعري المحدد من قبل المنظمة وهو 28 دولار للبرميل، وبلغ متوسط أسعار البترول العربي الخفيف خلال سنة 2003 الـ 27,69 دولار للبرميل، وقد تضافرت عدة عوامل لرفع الأسعار منها:

✓ بقاء الأسعار متضمنة لعلاوة مخاطر الحرب بسبب المخاوف المتزايدة حول حدوث نقص في الإمدادات البترولية بسبب التوتر في منطقة الشرق الأوسط.

✓ استمرار انقطاع الإمدادات من فنزويلا نتيجة الإضراب العام الذي تشهده البلاد منذ مطلع شهر ديسمبر 2002.

✓ الاضطرابات العرقية والقبلية في نيجيريا التي حجبت جزءا كبيرا من إمداداتها عن السوق البترولية.

وعملت منظمة أوبك على كبح جماح ارتفاع الأسعار والعودة بها إلى حيز النطاق السعري وذلك بتطبيق سياسة رفع الحصص الإنتاجية، فعندها قررت زيادة الحصص بـ 1,5 مليون برميل يوميا في شهر فيفري 2003.

وعاودت الأسعار ارتفاعها خلال النصف الثاني من العام حيث تجاوزت مرة أخرى الحد الأعلى للنطاق السعري المتفق عليه، حيث سجل البترول العربي الخفيف سعر 28,73 دولار للبرميل في الربع الرابع من 2003، ويعزى ذلك إلى عدة أسباب منها استمرار حالة عدم اليقين بشأن صادرات العراق البترولية وخصوصا بعد التوقفات المستمرة في خطوط الأنابيب بسبب التفجيرات، والقلق الذي ساور المتعاملين في الأسواق البترولية جراء الانقطاع المفاجئ في شبكة الكهرباء الذي طال أجزاء كبيرة من شمال شرق الولايات المتحدة، وأدى إلى توقف ثماني مصافي لتكرير البترول، والاضطراب الذي اعترى حركة السفر الجوي. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2004، الصفحات 6-7)

واتسمت سنة 2004 بالارتفاع المتواصل لأسعار البترول العالمية على مدار السنة ووصولها إلى مستويات عالية لم تشهد لها مثيلا، حيث وصل متوسط سعر البترول العربي الخفيف خلال السنة إلى 34,53 دولار للبرميل، مسجلا بذلك أعلى قيمة له خلال الربع الثالث من السنة بـ 37,17 دولار للبرميل، هذا وتضافرت مجموعة من العوامل لدفع الأسعار باتجاه الصعود، وهي عوامل مختلفة ومتشابهة في آن واحد، فبعضها جيوسياسي الطابع، وبعضها الآخر يتعلق بالنمو غير المتوقع في الطلب العالمي على البترول لاسيما في الصين

والولايات المتحدة، ولا يمكن في هذا السياق إهمال دور عامل المضاربات في الأسواق المستقبلية للبترول، وقد أفضى تحسن أداء الاقتصاد العالمي بشكل عام والاقتصاد الأمريكي بشكل خاص إلى زيادة الطلب العالمي على البترول ليصل إلى 82,2 مليون برميل يوميا (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2005، صفحة 1).

أما في سنة 2005 فقد شهدت أسعار البترول العالمية تصاعدا مستمرا لتصل إلى معدلات غير مسبوقة، مسجلة أسعار البترول العربي الخفيف أعلى معدل لها خلال الربع الثالث من السنة بقيمة 56,44 دولار للبرميل، مما أوجد حالة من القلق في السوق بسبب المخاوف من آثارها السلبية على معدلات النمو الاقتصادي العالمي، وبلغ متوسط سعر البترول العربي الخفيف 50,15 دولار للبرميل خلال سنة 2005 مقارنة مع 34,53 دولار للبرميل سنة 2004 أي بزيادة 15,62 دولار للبرميل في السنة.

ويعود ارتفاع أسعار البترول خلال السنة إلى تأثير العوامل الأساسية، وخصوصا نمو الطلب العالمي على البترول في أمريكا والصين والهند، والعوامل المناخية، الأعاصير التي اجتاحت منطقة خليج المكسيك مخلفة ورائها تعطيلًا لجزء كبير من الطاقات الإنتاجية، والعوامل الجيوسياسية التي سادت في منطقة الشرق الأوسط، وتداخيات الملف النووي الإيراني، والاضطرابات العرقية في نيجيريا، وفينزويلا، علاوة على ازدياد مستوى المضاربات في الأسواق المستقبلية (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2006، صفحة 89).

أما في سنة 2006 فقد اتسمت سوق البترول العالمية باستمرار ارتفاع أسعار البترول إلى مستويات قياسية خاصة، حيث وصل المعدل السنوي لسعر البترول العربي الخفيف إلى 61,05 دولار للبرميل مقارنة بنحو 50,15 دولار للبرميل سنة 2005، ويعود هذا الارتفاع إلى تضافر عدد من العوامل منها ما هو متعلق بأساسيات السوق (العرض والطلب) بسبب معدلات النمو المرتفعة في الاقتصاد العالمي خلال سنة 2006، وارتفاع الطلب العالمي على الغازولين خاصة في السوق الأمريكية، ومنها ما يخص التوترات التي شهدتها مناطق الإنتاج الرئيسية في الشرق الأوسط، والمتمثلة في الملف النووي الإيراني، والتدهور المستمر في الوضع الأمني في العراق، والعدوان على لبنان، علاوة على الاختناقات في طاقات التكرير، والمضاربات في الأسواق المستقبلية للنفط، والتوقفات الغير مبرمجة في إنتاج البترول خلال العام، أهمها إعلان الشركة البترولية البريطانية عن إغلاق طاقة 400 ألف برميل في اليوم من إنتاج حقل "برودوبي" في ألاسكا بمدف إجراء عمليات صيانة الأنابيب، بالإضافة إلى موجات البرد التي اجتاحت أوروبا في بداية العام والتي أدت إلى تعطيل جزء من الإنتاج الروسي، وقد ساهم ارتفاع الأسعار في التوسع الملحوظ في نشاط الاستكشاف والبحث عن احتياطات جديدة خلال العام.

أما الربع الأخير من سنة 2006 شهد انخفاض في أسعار البترول العالمية والبترول العربي الخفيف، حيث سجل هذا الأخير خلال هذا الربع معدل 56,29 دولار للبرميل، ويعود ذلك لعدة أسباب منها بواذر إنهاء العدوان على لبنان، وارتفاع المخزونات البترولية العالمية، خاصة في أمريكا، ووصولها إلى مستويات قياسية تفوق معدلاتها للسنوات الخمس الماضية (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2008، الصفحات 104-105).

كما شهدت سنة 2007 ارتفاعاً مستمراً لأسعار البترول العالمية التي بلغت مستويات غير مسبوقه، وخاصة خلال النصف الثاني من السنة، وارتفع المتوسط السنوي لسعر البترول العربي الخفيف إلى 68,74 دولار للبرميل خلال سنة 2007 مقارنة بـ 61,05 دولار للبرميل خلال سنة 2006.

ويعود تصاعد الأسعار في سنة 2007 بالإضافة إلى درجة تذبذبها العالي التي وصلت إلى أكثر من 3 دولار للبرميل ما بين يوم وآخر، في بعض الأحيان إلى عوامل عديدة ومتشابهة في آن واحد، نذكر منها: (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2009، الصفحات 101-102)

- ✓ الاحتناقات في طاقات التكرير العالمية، وبالأخص التحويلية منها، والضغط والتحديات التي تعاني منها صناعة التكرير لزيادة إنتاج وقود النقل كالمغازولين والديزل بالكميات والمواصفات المطلوبة.
- ✓ المشاكل والتوترات التي تعاني منها بعض الدول المنتجة الرئيسية وبالأخص في منطقة الشرق الأوسط، ومن أبرزها الأزمة النووية الإيرانية، والتوترات على الحدود العراقية التركية بعد نشوب أزمة بين تركيا وحزب العمال الكردستاني، إذ اعتبرت هذه الأزمة من أحد أهم العوامل المباشرة وراء ارتفاع الأسعار بالإضافة إلى الوضع الأمني المتردي في العراق وعدم قدرته على استعادة طاقته الإنتاجية إلى مستوياتها السابقة، علاوة على الإضرابات والمخيمات على المنشآت البترولية في نيجيريا، والمشاكل الفنزويلية المتمثلة في توتر علاقاتها مع الولايات المتحدة الأمريكية من جهة، ومع شركات البترول الأجنبية العاملة في البلاد لأسباب تتعلق بنظام الضرائب الجديد من جهة أخرى.
- ✓ المضاربات وزيادة تدفق الاستثمارات إلى أسواق البترول المستقبلية.
- ✓ ضعف سعر صرف الدولار واستمرار انخفاضه تجاه العملات الرئيسية الأخرى، وبالأخص اليورو الذي وصل بدوره إلى مستويات قياسية خلال السنة بالتزامن مع تصاعد الأسعار.
- ✓ المستويات المنخفضة للمخزون التجاري للبترول في الدول الصناعية الذي يشكل الجزء الأعظم من إجمالي المخزون التجاري العالمي.

أما في سنة 2008 فقد شهدت أسعار البترول العربي الخفيف ارتفاعاً في مستوياتها بنسبة 36,2% مقارنة بمستويات العام الماضي حيث بلغ المعدل السنوي لسعر البترول العربي الخفيف 94,77 دولار للبرميل سنة 2008، والجدير بالذكر هو تباين الكبير في المتوسط الفصلي لأسعار البترول العربي الخفيف خلال سنة 2008، فقد بلغ متوسط الربع الأول حوالي 93,08 دولار للبرميل، وارتفع خلال الفصل الثاني ليصل إلى 118,66 دولار للبرميل، ثم بدأ المتوسط الفصلي للأسعار في التراجع فانخفض في بداية الأمر، بشكل طفيف خلال الفصل الثالث ليصل إلى 114,67 دولار للبرميل، وخلال الفصل الأخير من السنة، شهد انخفاضاً كبيراً ليصل المتوسط إلى 52,68 دولار للبرميل.

وتعود التقلبات الحادة التي شهدتها أسعار البترول على مدار سنة 2008 بشكل أساسي إلى الأزمة المالية العالمية التي ألفت بظلالها على سوق البترول بشكل عام فالمنحى التصاعدي الذي انتهجته أسعار البترول منذ جانفي 2008 إلى جويلية 2008 لم يكن

لأساسيات السوق البترولية أي دور فيها، فلم يكن هناك أي شح في مستوى الإمدادات البترولية التي تعد عاملاً رئيسياً وراء أي ارتفاع قد يطرأ على الأسعار، كما أن مستويات المخزون ظلت مرتفعة عن معدلها المسجل خلال السنوات الخمس الماضية، وبالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية هناك بعض العوامل التي لعبت دوراً رئيسياً في ارتفاع في أسعار البترول العالمية والبترول السعودي خلال الثلث الثاني والثالث من العام والمتمثلة فيما يلي:

- ✓ عامل المضاربة في الأسواق الآجلة على سلعة البترول.
- ✓ استمرار انخفاض قيمة الدولار الأمريكي أمام العملات الأخرى مما شجع على تدفق الأموال إلى سوق السلع وخاصة البترول الخام
- ✓ المخاوف المتعلقة باحتمالية تعطل الإمدادات من بلدان غرب أفريقيا، ومن خليج المكسيك بسبب العواصف التي ضربت المنطقة منها إعصار غوستاف والعاصفة الاستوائية آيك، وتعطيل لبعض شحنات البترول المصدرة من ميناء فوس لافيرا الفرنسي بسبب إضراب العمال.

ومع تفاقم الأزمة واختيار مؤسسات مصرفية كبرى في العالم في سبتمبر 2008، أخذت الأسعار في الانخفاض وبمعدلات أسرع وبشكل لم يسبق له مثيل، مسجلة بذلك أدنى مستوى لها خلال الفترة 2000-2005 (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2010، صفحة 91).

أما سنة 2009 فقد شهدت انخفاضاً في المعدل السنوي لأسعار البترول لأول مرة منذ سنة 2001، وبشكل معاكس لآليات عمل السوق التي تمثلت في انخفاض الطلب وتراكم احتياطي البترول العالمي ليصل إلى مستويات تفوق معدلاتها خلال الخمس سنوات الأخيرة، ويرجع ذلك إلى مرور الاقتصاد العالمي بأسوأ ركود عرفه منذ ثلاثينات القرن الماضي، نتيجة الأزمة المالية العالمية، وعلى الرغم من تصاعد منحنى أسعار البترول خلال المعدلات الفصلية لـ 2009، إلا أن المتوسط السنوي للأسعار شهد انخفاضاً بـ 33,39 دولار للبرميل، حيث تراجع متوسط سعر البترول العربي الخفيف من 94,77 دولار للبرميل سنة 2008 إلى 61,38 دولار للبرميل في 2009.

ويعود تصاعد أسعار البترول العالمية والسعودية منذ الربع الثاني من سنة 2009 إلى تضافر عدة عوامل أهمها: (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2010، الصفحات 107-108)

- ✓ التخفيض الكبير الذي أجرته المنظمة في إنتاجها اعتباراً من بداية شهر جانفي 2009 الذي كان عاملاً حاسماً وراء توقف الاتجاه التراجعي في الأسعار، كما أن استمرار المنظمة في تطبيق التخفيض طيلة العام ساعد في تقليص حجم الفائض في المعروض في السوق

- ✓ التصميم الدولي على مجابهة الأزمة المالية العالمية والإجراءات التي اتخذتها بعض الدول باتجاه تحفيز اقتصاداتها انعكست إيجاباً على الطلب على البترول.

- ✓ اليقين الذي تولد لدى كل من الدول المنتجة والمستهلكة على حد سواء بضرورة العمل سوياً من أجل استقرار الأسعار عند مستويات أعلى مما كانت عليه في بداية العام.

✓ المضاربات التي لعبت دورا رئيسيا في رفع أسعار البترول إلى مستويات يصعب تفسيرها ضمن إطار أساسيات السوق، حيث وصلت المعدلات اليومية في بعض الأحيان إلى أكثر من 77 دولار للبرميل، ومن الجدير بالملاحظة زيادة تدفق السيولة إلى أسواق البترول منذ بداية العام لأهداف مختلفة منها تخزين البترول في ناقلات كبيرة في عرض البحار انتظارا لارتفاع الأسعار، بالإضافة إلى عمليات التحوط من الدولار الضعيف والعائد الاستثماري المنخفض في الأصول الأخرى.

هذا وقد شهدت سنة 2010 حالة من التوازن في سوق البترول العالمية تميزت باتجاه أسعار البترول العالمي والسعودي مجددا نحو الارتفاع مع الاستقرار النسبي مقارنة مع التقلبات الحادة التي اتسمت بها حركة الأسعار خلال العامين السابقين، حيث بلغ متوسط سعر البترول العربي الخفيف 77,75 دولار للبرميل سنة 2010، مقارنة مع 61,38 دولار للبرميل سنة 2009.

وكان للدول العربية المنتجة للبترول دور حيوي في استقرار السوق، هذا بالإضافة إلى تضافر العديد من العوامل بعضها له علاقة بأساسيات السوق، وبعضها الآخر ليس له علاقة مباشرة بأساسيات السوق، ونذكر منها العوامل التالية: (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2011، الصفحات 94-95)

✓ استمرار منظمة الأوبك بالمحافظة على سياساتها الإنتاجية دون تغيير، واستمرار تطبيق تخفيض إنتاجها طيلة سنتي 2009 و2010 ساعد في تقليص حجم الفائض في معروض البترول في السوق وكان عاملا حاسما في استقرار الأسعار.

✓ أدت برامج التحفيز الاقتصادي التي اعتمدها عديد الدول في العالم إلى انتعاش اقتصادي والذي انعكس بدوره بشكل إيجابي على تحفيز الطلب على البترول ومن ثم ارتفاع مستويات أسعاره.

✓ إجماع معظم الدول المنتجة والمستهلكة على حد سواء على ضرورة العمل سويا من أجل استقرار الأسعار عند مستويات أعلى مما كانت عليه.

✓ ظروف الطقس الشديدة البرودة في أوروبا والولايات المتحدة والذي يمكن اعتباره أحد الدوافع الرئيسية التي أدت إلى زيادة نمو الطلب العالمي على البترول، مما أدى إلى تصاعد الأسعار إلى مستويات عالية.

ثم شهدت سنة 2011 ارتفاعا قياسيا في معدلات أسعار البترول العالمية والسعودية ووصلت إلى مستويات غير مسبقة، حيث تخطى المتوسط السنوي لسعر البترول العربي الخفيف عتبة 100 دولار للبرميل ليصل إلى 107,8 دولار للبرميل، بالمقارنة مع 77,75 دولار للبرميل في سنة 2010 أي بزيادة قدرها 30 دولار للبرميل.

وقد تأثرت حركة أسعار البترول خلال هذه السنة بجملة من العوامل المتنوعة والمتداخلة، فمنها ما دفع بأسعار البترول نحو الصعود تارة ونحو الهبوط تارة أخرى، ومن أهم تلك العوامل ما يلي: (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2012، صفحة 202)

- ✓ أزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة وخاصة في منطقة اليورو، والتي بدأت في اليونان لتشمل دولا أخرى ليصبح العديد منها على حافة الإفلاس، وكان لأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو تأثيرات بالغة على الاقتصاد العالمي، وظهر ذلك من خلال تباطؤ معدلات نمو التجارة الدولية واتخاذ تدابير تقشفية وتزايد الصعوبات الائتمانية في دول المنطقة.
- ✓ التخفيض التراكمي وقدره 4,2 مليون برميل في يوم الذي أجرته منظمة أوبك في إنتاجها اعتبارا من بداية شهر جانفي 2009، والذي ساعد في تقليص حجم الفائض في المعروض في السوق وكان عاملا حاسما وراء ارتفاع الأسعار وحالة الاستقرار النسبي التي اتسمت بها خاصة خلال النصف الثاني من السنة.
- ✓ التطورات السياسية في المنطقة العربية والتي بدأت في تونس في نهاية عام 2010، وما صاحبها من قلق عالمي حول احتمال امتدادها لتشمل دولا أخرى منتجة للبترول في المنطقة وانعكاس ذلك على إمدادات البترول للسوق العالمية.
- ✓ برنامج إيران النووي والحظر البترولي المفروض عليها من قبل الاتحاد الأوروبي والعقوبات المالية من قبل الولايات المتحدة، وما أثارته من مخاوف من احتمال تعطل الإمدادات بفعل التهديدات بغلق طرق النقل البحرية في الخليج العربي.
- ✓ التقلبات في أسعار صرف الدولار (عملة تسعير البترول في الأسواق العالمية) مقابل العملات الرئيسية، حيث استهل الدولار العام بأداء ضعيف مقابل اليورو والذي كان أحد الدوافع وراء الارتفاع في أسعار البترول خلال الأشهر الأولى من السنة، لكنه تحسن خلال النصف الثاني منها مقابل اليورو الذي بدأ بالتراجع أمام الدولار.

وفي سنة 2012 تميزت سوق البترول العالمية بحالة من التوازن النسبي وتراوحت المعدلات الفصلية لأسعار البترول العربي الخفيف بين 118,17 دولار للبرميل في الربع الأول من السنة و108,65 دولار للبرميل في الربع الأخير من نفس السنة، حيث شهد النصف الأول من السنة درجة أعلى نسبيا من التقلبات السعرية مقارنة مع النصف الثاني من السنة، هذا وقد حقق المتوسط السنوي لسعر البترول العربي الخفيف مستوى قياسي بلغ 110,22 دولار للبرميل خلال العام مرتفعا بحوالي 3 دولار للبرميل، مقارنة مع سنة 2011.

وبطبيعة الحال فإن حركة أسعار البترول العالمية والسعودية سنة 2012 ما هي إلا حصيلة لجملة من العوامل التي دفعت بالأسعار نحو الصعود تارة والهبوط تارة أخرى، وهي تقريبا نفس العوامل المؤثرة على أسعار البترول للسنة السابقة والتي تدعم الأسعار وتدفع بمستوياتها نحو الارتفاع، ونذكر منها العوامل التالية: (منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، التقرير السنوي للأمين العام للأوبك، 2012، الصفحات 57-58)

- ✓ التطورات الجيوسياسية وبؤر التوتر خاصة في المنطقة العربية، والحضر البترولي الإيراني من قبل الاتحاد الأوروبي والعقوبات المالية من قبل الولايات المتحدة الأمريكية.
- ✓ حالة تباطؤ الاقتصاد العالمي وتباطؤ معدلات نمو التجارة الدولية، واتخاذ التدابير التقشفية وتزايد الصعوبات الائتمانية في دول منطقة اليورو نتيجة أزمة الديون السيادية في المنطقة.
- ✓ جهود منظمة أوبك وقراراتها الخاصة بالمحافظة على إنتاجها من دون تغيير لتحقيق التوازن في سوق البترول واستقرارها.
- ✓ حركة أسعار صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية، وانخفاض سعر صرف اليورو مقابل الدولار بسبب التخوف من الأزمة في اليونان، كانت سبب في انخفاض أسعار البترول العالمية خلال شهر جوان 2012 في ضل ارتفاع سعر صرف الدولار.

✓ عوامل موسمية لها علاقة بالطقس، كإعصار ساندي الذي ضرب الساحل الشرقي للولايات المتحدة الأمريكية مسببا دمارا في المنطقة، ناهيك عن نقص في الإمدادات الذي ألحقه بمصافي التكرير ومحطات الكهرباء في أكثر مناطق العالم استهلاكاً للطاقة.

وتميزت أسعار البترول العالمية والسعودية خلال سنة 2013 بحالة من الاستقرار النسبي، حيث أسعار البترول العالمية وأسعار البترول العربي الخفيف بقيت محافظة على مستوياتها، حيث بلغ المعدل السنوي لأسعار البترول العربي الخفيف 106,53 دولار للبرميل خلال العام منخفضاً بحدود 3,6 دولار للبرميل مقارنة مع سنة 2012.

و نجد أن العوامل الرئيسية المؤثرة في حركة الأسعار البترول العالمية خلال سنة 2013 هي نفسها العوامل المؤثرة في الأسعار في السنة السابقة، كالمضاربات في أسواق البترول العالمية، وحركة أسعار صرف الدولار مقابل العملات الأخرى، والتطورات الجيوسياسية خاصة في المنطقة العربية، وقرارات منظمة الأوبك الخاصة بالمحافظة على إنتاجها دون تغيير لتحقيق التوازن في سوق البترول العالمية، وبالإضافة إلى العوامل السابقة كان لتعافي الاقتصاد العالمي وإن كان بمعدلات قليلة تأثير إيجابي في الطلب العالمي على البترول ويعتبر عاملاً داعماً للأسعار، كما أن نجاح الولايات المتحدة الأمريكية في استغلال مصادر البترول والغاز غير التقليدية وما أدى إليه من زيادة كبيرة في إجمالي إنتاجها من البترول وتحقيق زيادة صافية في الإمدادات البترولية لمجموعة الدول خارج الأوبك، أحد أهم العوامل التي أنتجت وفرة في الإمدادات العالمية للبترول وتوسيع الطاقة الإنتاجية العالمية، ما يعني ذلك الحد من ارتفاع مستويات الأسعار خلال العام (صندوق النقد العربي، التقرير السنوي، 2013، صفحة 45).

أما في سنة 2014 فقد انخفضت أسعار البترول العالمية بشكل ملحوظ بداية من النصف الثاني للسنة، لتصل إلى أدنى مستوياتها منذ سنة 2010، وحقق المعدل السنوي لأسعار البترول العربي الخفيف مستوى 97,18 دولار للبرميل خلال سنة 2014 مقارنة بمعدل 106,53 دولار للبرميل سنة 2013.

ويمكن إدراج أهم العوامل الرئيسية التي أدت إلى تحاوي أسعار البترول العالمية والسعودية فيما يلي: (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2015، صفحة 125)

✓ يعد تراجع معدل النمو السنوي للطلب على البترول مع وفرة الإمدادات العالمية من أبرز الأسباب التي أدت إلى انخفاض أسعار البترول، خاصة بعد نجاح الولايات المتحدة الأمريكية في استغلال مصادر البترول والغاز غير التقليدية وما أدت إليه من زيادة كبيرة في إجمالي إنتاجها من البترول، وتحقيق زيادة صافية في الإمدادات البترولية لمجموعة الدول خارج الأوبك لتصل إلى مليون برميل في اليوم خلال 2014.

✓ ارتفاع مؤشر سعر صرف الدولار بالنسبة للعملات الرئيسية تدريجياً من بداية 2014، الأمر الذي خفض أسعار البترول خوفاً من ارتفاع معدلات التضخم.

✓ توجه كبرى الدول المصدرة للبترول إلى الحفاظ على حجم إنتاجها لضمان حصتها السوقية بدلا من محاولة رفع الأسعار من خلال خفض الإنتاج، وهو ما خلق فجوة بين الطلب والعرض.

✓ عدم تأثير التطورات الجيوسياسية التي تشهدها بعض الدول العربية المصدرة للبترول مثل العراق وليبيا على حجم الإنتاج، وهو ما جاء مخالفا للتوقعات العالمية التي كانت تشير إلى ارتفاع أسعار البترول خلال سنة 2014.

✓ انخفاض طلب الأسواق الأوروبية والصين من البترول الخام، واللذان تعدان من أهم الأسواق الرئيسية المستهلكة للطاقة، خاصة مع استمرار معاناة العديد من الدول الأوروبية اقتصاديا وماليا، وتزايد المخاوف بشأن تباطؤ وتيرة نمو الاقتصاد العالمي.

✓ كان للمضاربات دورا كبير خاصة خلال النصف الثاني من العام، في ظل طبيعة العوامل الجيوسياسية السائدة آن ذاك.

أما في سنة 2015 فقد انخفضت أسعار البترول العالمية بشكل ملحوظ خاصة في النصف الثاني للسنة، لتصل إلى أقل مستوياتها منذ سنة 2005، حيث بلغ المعدل السنوي لأسعار البترول العربي الخفيف مستوى 49,85 دولار للبرميل خلال سنة 2015، مشكلا بذلك انخفاضا ملحوظا بحدود 47,33 دولار للبرميل مقارنة بسنة 2014 والتي سجلت معدل 97,18 دولار للبرميل.

وكانت الانخفاضات الحادة في أسعار البترول العالمية والسعودية خلال سنة 2015، استمرار لما شهدته السوق من ظروف استثنائية منذ النصف الثاني من سنة 2014، أدت إلى تغيرات مفاجئة في معدلات الطلب والعرض للبترول العالمي، فقد كانت هناك زيادة كبيرة في مستوى العرض في الوقت الذي لم تنمو فيه مستويات طلب البترول بشكل كبير لتستوعب الزيادة في العرض، حيث أن هذه التقلبات في أسواق البترول العالمية أثرت بدورها على معدلات أداء الاقتصاد العالمي من جهة وحركة التجارة البترولية من جهة أخرى، هذا وقد أدت نفس العوامل المتسببة في انخفاض أسعار البترول في النصف الثاني من سنة 2014 إلى زيادة حدة هذا الانخفاض سنة 2015. (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2016، صفحة 141)

وفي سنة 2016 واصلت أسعار البترول العالمية والسعودية انخفاضها، لتصل إلى أقل مستوياتها منذ سنة 2005، حيث بلغ المعدل السنوي لأسعار البترول العربي الخفيف معدل 40,96 دولار للبرميل خلال سنة 2016، مشكلا بذلك انخفاضا ملحوظا بحدود 9 دولار للبرميل مقارنة بسنة 2015 والتي سجلت معدل 49,85 دولار للبرميل.

ويعود سبب انخفاض أسعار البترول العالمية خلال سنة 2016 تقريبا إلى نفس العوامل المساهمة في انخفاضه في سنتي 2014 و2015، ونذكر منها: (منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، التقرير السنوي للأمين العام للأوبك، 2017، صفحة 49)

✓ استمرار وفرة الإمدادات العالمية للبترول رغم تراجع الإمدادات من الدول خارج أوبك، والتي تعد من أبرز الأسباب التي أدت إلى انخفاض أسعار البترول، خاصة مع توجه دول الأوبك إلى الحفاظ على حجم إنتاجها لضمان حصتها السوقية بدلا من محاولة رفع الأسعار بخفض الإنتاج، وما أدت إليه من زيادة في إجمالي إنتاجها وتحقيق زيادة في الإمدادات بلغت 0,7 مليون برميل خلال 2016.

✓ ارتفاع الاحتياطي العالمي للبترول إلى 3,4% مقارنة بسنة 2015، وكانت أمريكا وحدها مسؤولة عن 22,1% من هذه الزيادة.

✓ توجه الحكومة الصينية إلى تعزيز انتقال الصين إلى اقتصاد مدعوم بالاستهلاك المحلي بدلا من قطاع التصدير، وهو ما ألقى بظلاله على الآفاق المستقبلية للطلب على البترول.

✓ ارتفاع مؤشر سعر صرف الدولار بالنسبة للعملة الرئيسية، خاصة بعد قيام مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة على الدولار، بنحو ربع نقطة مئوية في نهاية 2015 لتبلغ 0,5%، الأمر الذي ساهم في خفض أسعار البترول خوفاً من ارتفاع التضخم.

وفي سنة 2017 بدأت أسعار البترول العالمية بالارتفاع مقارنة بالسنتين السابقتين، حيث بلغ المعدل السنوي لأسعار البترول العربي الخفيف مستوى 52,59 دولار للبرميل خلال سنة 2017، مشكلاً بذلك ارتفاعاً ملحوظاً بحدود 11,6 دولار للبرميل مقارنة بسنة 2016 والتي سجلت معدل 40,96 دولار للبرميل، ومن أهم العوامل التي أدت إلى ارتفاع أسعار البترول خلال سنة 2017 ما يلي: (منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، التقرير السنوي للأمين العام للأوبك، 2018، صفحة 58)

✓ يعد اتفاق خفض الإنتاج بين دول منظمة الأوبك ومنتجي البترول من خارجها، والذي دخل حيز التنفيذ بدءاً من شهر جانفي 2017، مع ارتفاع نسبة الالتزام بهذا الاتفاق وقرار تمديد العمل به حتى نهاية سنة 2018 من أبرز الأسباب التي أدت إلى ارتفاع أسعار البترول، وخاصة مع توجه دول منظمة أوبك نحو تحقيق التوازن في سوق البترول العالمية، وهو ما أدى إلى تراجع في الإمدادات البترولية لدول المجموعة الذي يمثل إنتاجها نحو 40% من إجمالي الإمدادات العالمية للبترول سنة 2017.

✓ ارتفاع الطلب العالمي على البترول بشكل عام بفضل التحسن الملحوظ في أداء الاقتصاد الأمريكي، وتحسن أداء القطاع الصناعي في الصين.

✓ العجز الذي تظهروه البيانات الأولية لمستويات الطلب والعرض من البترول الخام خلال سنة 2017 والمقدر بنحو 500 ألف برميل في اليوم، مقارنة بفائض قدره 400 ألف برميل في اليوم خلال سنة 2016.

✓ انخفاض مستويات أنواع المخزونات البترولية العالمية المختلفة بحوالي 1,7% مقارنة بمستويات سنة 2016، ولا سيما في الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

✓ سجل سعر صرف الدولار الأمريكي أكبر خسارة سنوية له منذ سنة 2003 مقابل سلة من العملات الرئيسية الأخرى، حيث تأثر أداء الدولار الأمريكي خلال سنة 2017، بانخفاض عائد السندات الأمريكية.

وبالنسبة لسنة 2018 بدأت أسعار البترول العالمية والسعودية بالارتفاع، لتصل إلى أعلى مستوياتها منذ سنة 2014، حيث حقق المعدل السنوي لأسعار البترول العربي الخفيف مستوى 70,59 دولار للبرميل خلال سنة 2018، مشكلاً بذلك ارتفاعاً ملحوظاً بحدود 18 دولار للبرميل مقارنة بسنة 2017.

ومن أهم العوامل التي أدت إلى ارتفاع أسعار البترول خلال سنة 2018 نذكر: (صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة، 2019، صفحة 97)

✓ التوقعات بشأن ارتفاع الطلب العالمي على البترول، وضعف الدولار الأمريكي الذي انخفض في نهاية شهر جانفي 2018 إلى أدنى مستويات منذ شهر ديسمبر 2014 مقابل سلة عملات رئيسية.

- ✓ انخفاض الاحتياطات العالمية للبترول، خاصة احتياطات البترول الأمريكي، والتي كان لها دورا رئيسيا في ارتفاع الأسعار خلال الربع الأول من سنة 2018.
- ✓ ارتفاع الطلب العالمي للبترول الذي خفف من تأثير قوة الدولار الأمريكي وارتفاع إنتاج البترول في أمريكا، كان لها دورا رئيسيا في ارتفاع الأسعار خلال الربع الثاني من سنة 2018.
- ✓ التوترات الجيوسياسية التي صاحبها تزايد المخاوف بشأن نقص إمدادات البترول العالمية مع اقتراب دخول الضغوطات الاقتصادية الأمريكية على قطاع الطاقة الإيراني حيز التنفيذ منذ فيفري 2015، كان لها دورا رئيسيا في ارتفاع الأسعار خلال شهري نوفمبر وديسمبر من سنة 2018.
- ✓ تزايد المخاوف بشأن زيادة إمدادات البترول العالمية، وتوقعات نمو الطلب العالمي على البترول، وضعف بيانات الاقتصاد العالمي خاصة في منطقة اليورو والصين والهند، فضلا عن قوة الدولار الأمريكي وضعف هوامش التكبير، كان لها دورا رئيسيا في انخفاض الأسعار خلال الربع الرابع من سنة 2018.

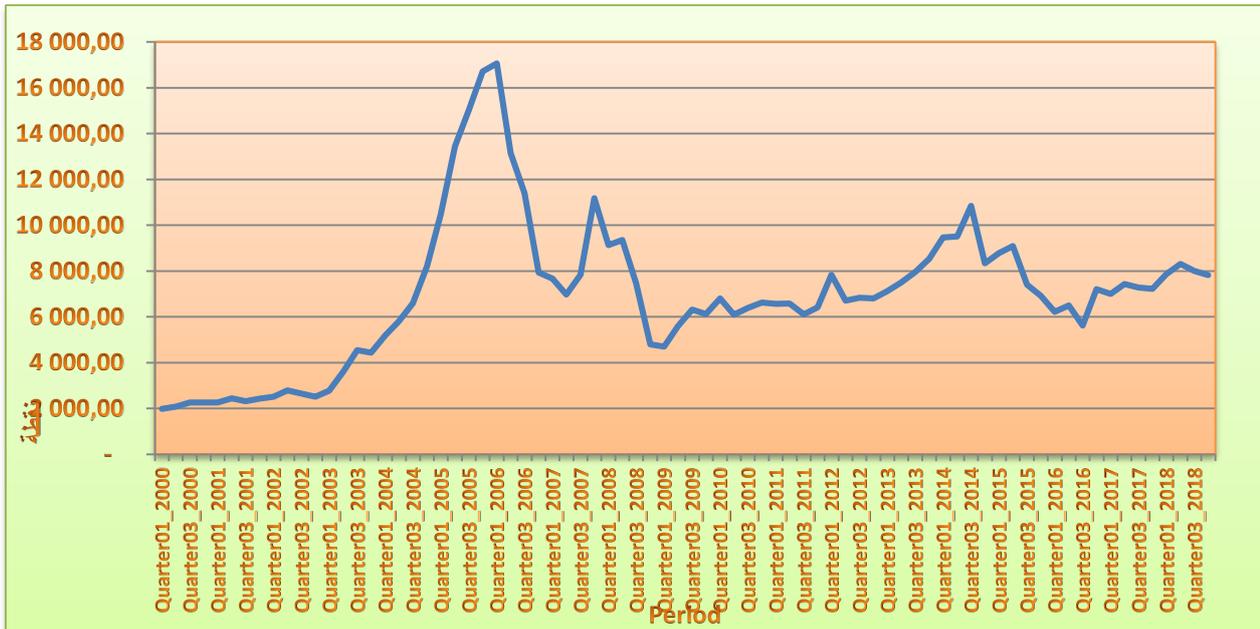
المطلب الثاني: تحليل تطور المؤشر العام "TASI" ومؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية (2018-2000)

فيما يلي سيتم تحليل تطور كل مؤشر على منفردا:

الفرع الأول: تحليل تطور المؤشر العام للسوق المالية السعودية "TASI" خلال الفترة 2018-2000

مؤشر TASI هو المؤشر الرئيسي للسوق المالية السعودية، ويقاس المستوى العام لأسعار أسهم الشركات مقوما بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، ويمكن تتبع تطور المؤشر العام في السوق المالية السعودية من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-7): تطور المؤشر العام للسوق المالية السعودية "TASI" خلال الفترة (2018-2000)



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL بالاعتماد على بيانات الملحق (12)

تجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحى البياني تم أخذها من الملحق الإحصائي رقم (12).

من خلال المنحى يتضح لنا أن مؤشر العام TASI للسوق المالية السعودية مر بالعديد من التقلبات خلال فترة الدراسة (2000-2018)، حيث شهد المؤشر سنة 2000 معدلات مطردة منذ بداية السنة حيث أغلق في الفصل الرابع منها عند 2258,29 نقطة، ويعود ارتفاع المؤشر العام إلى تطور نشاط السوق المالية السعودية بسبب تحسن أسعار البترول بنسبة 58% مقارنة بأسعارها بسنة 1999، وتحسن وضع ميزانية الحكومة التي حققت فائضا بلغ 45 مليار سنة 2000 بعد سنوات طويلة من العجز، إضافة إلى صدور قانون الاستثمار الأجنبي الجديد والأداء الإيجابي للاقتصاد آن ذاك. (بن ربيعان، 2020، صفحة 115)

وفي سنة 2001 شهد المؤشر العام للسوق المالية السعودية ارتفاعا بحوالي 171,82 نقطة عن قيمته في سنة 2000، حيث انتقل من 2258,29 نقطة سنة 2001 إلى 2430,11 نقطة خلال سنة 2000، ويعود الأداء الجيد للمؤشر العام إلى الأداء الجيد للسوق المالية السعودية، نتيجة بعض العوامل والتغيرات على مستوى السوق والاقتصاد بشكل عام والتي هيأت ودعمت السوق المالية السعودية للانطلاق ودخول مرحلة جديدة من التداول بداية من سنة 2000، ومن بين العوامل نذكر:

- ✓ قيام مؤسسة النقد العربي السعودي باستبدال نظام ESIS بنظام تداول الإلكتروني في أكتوبر 2001، وهو ما أدى لتحسن النظام التشغيلي للسوق، وأتاح فيما بعد التداول عبر الانترنت في السوق السعودي.
- ✓ الفائض في ميزانية المملكة العربية السعودية بنهاية سنة 2000، بعد سنوات طويلة من العجز المستمر والمتراكم.
- ✓ توقيع عدة اتفاقيات لتطوير حقول الغاز في المملكة مع ثمان شركات عالمية، بقيمة تصل إلى 25 مليار دولار، وكانت التوقعات أن تكون هذه المشاريع بداية لجذب الاستثمارات الأجنبية، وزيادة تدفقات السيولة في الاقتصاد والسوق المالية.
- ✓ الترخيص لعدد من المشاريع الأجنبية التي تقدمت بطلباتها للعمل في المملكة، وباستثمارات إجمالية تصل إلى 35 مليار ريال.

وواصل المؤشر العام ارتفاعه خلال سنة 2002، حيث انتقل من 2430,11 نقطة سنة 2001 إلى 2518,08 نقطة سنة 2002، ويعود الأداء الجيد للمؤشر العام خلال هذه السنة إلى الأداء الجيد للسوق المالية السعودية، نتيجة بعض العوامل والتغيرات على مستوى سوق المالية السعودية والاقتصاد بشكل عام، إضافة إلى استمرار تنوع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد المحلي، والتداول الإلكتروني عبر الأنترنت وزيادة اهتمام المستثمرين بالسوق، وطرح أسهم ودمج شركات كبيرة في السوق، كما أعلن عن طرح شركة الاتصالات السعودية للاكتتاب في نهاية 2002، كما تم خلال هذه السنة ضم السوق المالية السعودية إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات، وهو ما يعطي السوق السعودية أهمية كبيرة ومكانة بين البورصات العالمية. (بن ربيعان، 2020، الصفحات 119-121)

وبالنسبة لسنة 2003 فقد سجل المؤشر العام ارتفاعا قياسيا هو الأعلى في تاريخه بزيادة قدرها 1919,5 نقطة عن قيمته في سنة 2002، حيث أغلق المؤشر في نهاية 2003 عند 4437,58 نقطة، مقارنة بـ 2518,08 نقطة سنة 2002، وبالرغم من تباطؤ نمو الأسواق المالية العالمية خلال هذه السنة، إلا أن جميع مؤشرات السوق المالية السعودية شهدت بداية من المؤشر العام أداء جيدا وارتفاعا قياسيا خلال سنة 2003، ويعود ذلك إلى تحسن النشاط الاقتصادي المحلي، وارتفاع أرباح كثير من الشركات، وتراجع معدل العائد على الودائع، ودخول عدد كبير من المستثمرين الجدد (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، 2004، صفحة 140)، إضافة إلى

صدر مرسوم ملكي بنظام السوق المالية وإنشاء هيئة السوق المالية لتكون المسؤولة عن الإشراف على السوق إضافة إلى ارتفاع أسعار البترول لأعلى معدلاتها منذ العشرين سنة الأخيرة، وكذلك عودة السيولة المهاجرة إلى التداول في السوق، حيث ارتفع المعروض النقدي سنة 2003 بنسبة بلغت 12% عن سنة 2002، إضافة إلى إعلان الشركات لأرباح ربحية كبيرة خلال هذه السنة.

أما عن تطور المؤشر العام سنة 2004، فقد حقق نموا كبيرا بلغ نسبة 85% مقارنة بالسنة الماضية، حيث ارتفع بـ 3768,65 نقطة ليغلق عند 8206,23 نقطة في نهاية 2004، ويعزى الأداء الجيد للسوق المالية خلال سنة 2004 إلى أرباح الشركات الكبيرة والقيادية التي حققتها بنهاية 2003، كما تم إدراج شركات كبيرة في السوق، إضافة إلى استمرار ارتفاع أسعار البترول إلى مستويات قياسية قاربت الـ 60 دولارا للبرميل للمرة الأولى في تاريخها (بن ربيعان، 2020، الصفحات 123-126)، وتحقيق الناتج المحلي السعودي نموا نسبته 5,3% خلال 2004. (صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع 2004، صفحة 21)

وفي سنة 2005 فقد حقق المؤشر العام نموا كبيرا بنسبة 103,6% مقارنة بالسنة السابقة، حيث ارتفع بـ 8506,41 نقطة ليغلق عند 16712,64 نقطة في نهاية 2005، ويعود السبب لهذا الأداء النشط للسوق المالية السعودية ومؤشرها العام إلى النمو المستمر للاقتصاد المحلي خاصة القطاع الخاص غير البترولي نتيجة للإصلاحات الهيكلية والمؤسسية التي تبنتها الدولة مؤخرا، والأداء المالي القوي لمعظم الشركات المساهمة، وارتفاع عدد المستثمرين في السوق (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، 2007، صفحة 119)، بالإضافة إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدل بلغ 6,5%، وارتفاع أسعار البترول بمعدل نمو بلغ 36% سنة 2005 مقارنة مع 2004، إضافة إلى ارتفاع مستوى السيولة حيث زادت خلال سنة 2005 بنسبة 9% عن سنة 2004، وارتفاع أرباح الشركات بشكل كبير.

أما سنة 2006 فهي سنة انهيار السوق المالية السعودية، فقد سجل مؤشر العام هبوطا كبيرا بنسبة 52,53% مقارنة بالسنة الماضية، حيث انخفض بـ 8779,34 نقطة ليغلق عند 7933,3 نقطة في نهاية 2006، ويعود انهيار المؤشر العام TASI هذه السنة إلى انهيار السوق المالية السعودية في فيفري 2006، حيث كانت هذه السنة استثنائية فقد بدأ العام مع مواصلة ارتفاع جميع مؤشرات السوق المالية، حيث سجل المؤشر العام للسوق أعلى مستوى في تاريخه عند 20635 نقطة في 25 فيفري 2006 إلا أنه يوم 26 فيفري 2006 كان يوما استثنائيا بالنسبة للمستثمرين في السوق، ففي هذا اليوم انفجرت الفقاعة في السوق، فقد بدأت ملامح انفجار الفقاعة بزيادة المعروض من الأسهم على النسبة الدنيا المسموح بها عند 5% لكن هذه العروض لم يقابلها طلبات شراء. (بن ربيعان، 2020، الصفحات 130-131)

حيث شهد يوم الأحد 26 فيفري 2006 موجة بيع جماعية في الدقيقة الأولى من التداول تسببت في زيادة حدة الهلع ولامسة أكثر من 60 شركة نسبتها الدنيا، وإغلاق جميع شركات السوق على انخفاض حاد حيث تم تنفيذ بيع 1,5 مليون سهم في الدقيقة الأولى للتداول خصوصا بعد أن اتخذت هيئة السوق المالية قرار تخفيض نسبة التذبذب إلى 5% وتنفيذه مع بداية تداولات يوم السبت 25 فيفري من سنة 2006، وخسر المؤشر العام في اليوم الثاني للاختيار ما يقرب من 980 نقطة تعادل 4,75% من مجمل السوق،

وخسرت الأسهم ما يقرب من 144,5 مليار ريال من قيمتها السوقية مغلقة بذلك أبواب الأمل في عودة السوق أو استقراره عند مستويات التصحيح المعقولة، فكانت كارثة اقتصادية قومية أصابت المواطنين، كشفت عن تدني مستوى الإدارة الاقتصادية التي لم تنجح في قراءة أزمة السوق قبل حدوثها، (السوق المالية السعودية، 2021) إذا يمكن القول أن انفجار الفقاعة يعود لسلوك المضاربة وتضخم أسعار الأسهم ولا يعود لعوامل الاقتصاد، حيث كانت ظروف الاقتصاد السعودي كلها إيجابية، فأسعار البترول كانت في أعلى معدلاتها خلال 2006، وحققت فيه الميزانية فائضا كبيرا قدره 265 مليار ريال.

وفي سنة 2007، سجل المؤشر العام معدل إغلاق في نهاية السنة أكبر مقارنة بسنة 2006، حيث ارتفع بـ 3242,66 نقطة ليغلق عند 11175,96 نقطة في نهاية 2007، وتعتبر الفقاعة التي ضربت السوق في أواخر فيفري 2006 العامل الأساسي لتباطؤ أداء مؤشرات السوق المالية السعودية خلال سنة 2007.

استمر المؤشر العام في الانخفاض في قيمته سنة 2008، فسجل هبوط في قيمته بنسبة 57,02% مقارنة بالسنة الماضية، حيث انخفض بـ 6372,97 نقطة ليغلق عند 4802,99 نقطة في نهاية 2008، ويعود هذا الأداء الضعيف إلى امتداد آثار الفقاعة بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية التي ضربت أسواق الأسهم في العالم، ورغم البعد الجغرافي للسوق السعودية إلا أنه تأثر بتلك الأزمة، ويظهر ذلك جليا في تراجع جميع مؤشرات أدائه خلال 2008 (بن ربيعان، 2020، صفحة 142)، بالإضافة إلى تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وذلك نتيجة انخفاض أسعار البترول ومستوى الإنتاج خلال النصف الثاني من العام 2008 جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية (صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع 2008، صفحة 26).

وارتفع المؤشر العام سنة 2009 بنسبة 27,45% مقارنة بسنة 2008، بزيادة قدرها 1318,77 نقطة ليغلق عند 6121,76 نقطة في نهاية 2009، وعموما يمكن القول أنه ثمة تحسن في أداء المؤشر العام للسوق المالية السعودية، إلا أن بقية مؤشرات وأرقام السوق واصلت انخفاضها مع انتشار عدوى الأزمة المالية العالمية وكبر حجم تأثيرها السلبي على مؤشرات الأسواق المالية في العالم، وبشكل عام فقد كان أداء السوق ضعيفا خلال الأشهر الثلاثة الأولى من سنة 2009 مقارنة بباقي أشهر السنة.

أما عن تطور المؤشر العام سنة 2010، فقد حقق معدلات ثابتة نوعا ما لكنها مرتفعة نسبيا عن السنة السابقة، حيث ارتفع المؤشر بـ 498,99 نقطة ليغلق عند 6620,75 نقطة في نهاية 2010، ويعود التحسن النسبي في أداء المؤشر العام للسوق المالية السعودية إلى انعكاس التحسن في أداء الاقتصاد السعودي على السوق المالية، كما أظهر ارتفاع تقديرات معدلات النمو الاقتصادي إلى أن الناتج المحلي الإجمالي السعودي قد نما بالأسعار الثابتة بنسبة 3,8% خلال سنة 2010، مستفيدا بذلك من التحسن في أسعار البترول (صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع 2010، صفحة 40)، لكن بالرغم من هذا فقد واصلت باقي مؤشرات السوق انخفاضها وذلك لاستمرار تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالإضافة إلى أزمة الديون السيادية في الاتحاد الأوروبي سنة 2010.

وانخفض المؤشر العام قليلا سنة 2011 بنسبة 3.06% مقارنة بالسنة الماضية، ليغلق عند 6417,73 نقطة في نهاية 2011، وكان أداء السوق في هذه السنة معاكسا تماما لسنة 2010، فرغم انخفاض المؤشر العام بشكل طفيف إلا أن بقية المؤشرات الرئيسية

كانت إيجابية، وأدى ارتفاع حجم السيولة المتداولة بشكل جيد وعودتها لتجاوز حاجز التريلليون ريال إلى ارتفاع مقارب لبقية مؤشرات السوق الرئيسية، حيث أن مؤشرات السوق تحسنت بفعل تدخل صناديق كبيرة مثل صندوق الاستثمارات العامة للشراء، وضح سيولة في السوق لتجنب تأثيرها جراء الاضطرابات التي شهدتها بعض البلدان العربية في سنة 2011 (بن ربيعان، 2020، صفحة 149)، كما يمكن القول أن من بين العوامل المؤثرة على أداء الأسواق المالية العالمية والعربية بصفة عامة سنة 2011، هي سيطرت المخاوف من انتشار أزمة الديون السيادية إلى بقية دول القارة الأوروبية، ومن ضعف النمو الاقتصادي، وعدم استقرار القطاع المالي (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، 2012، صفحة 11).

وحقق المؤشر العام سنة 2012 نموا طفيفا مقارنة بالسنة الماضية فارتفع بنسبة 5,97%، أي ارتفع بـ 383,49 نقطة ليغلق عند 6801,22 نقطة في نهاية السنة، ووصل المؤشر أعلى مستوياته عند 7930 نقطة يوم 3 أبريل 2012 لأول مرة منذ ما قبل الأزمة المالية العالمية في سنة 2008 مدعوما بالتوقعات الإيجابية لأرباح الشركات، وهو ما حدث فعلا، حيث ارتفعت أرباح الشركات بنسبة 14,9% تقريبا للربع الأول لسنة 2012 مقارنة بنفس الربع من سنة 2011، إضافة إلى الأخبار الإيجابية بقرب فتح السوق أمام الاستثمار الأجنبي المباشر.

أما عن تطور المؤشر العام سنة 2013، فقد حقق نموا بنسبة 25,5% مقارنة بالسنة الماضية، حيث ارتفع بـ 1734,38 نقطة ليغلق عند 8535,60 نقطة في نهاية 2013، بالرغم من الأداء الجيد للمؤشر العام للسوق إلا أن بقية المؤشرات الرئيسية للسوق قد حققت انخفاضا متوسطا مقارنة مع سنة 2012، ويعود ارتفاع المؤشر العام إلى كبر حجم السيولة المتداولة في الشركات المؤثرة عليه نتيجة ارتفاع عمليات شراء المؤسسات التي سجلت 12,99 مليار ريال.

وفي 2014 تراجع المؤشر العام بنسبة 2,37% مقارنة بالسنة الماضية، حيث انخفض بـ 202,3 نقطة ليغلق عند 8333,3 نقطة في نهاية 2014، وشهدت السوق المالية السعودية سنة 2014 نموا مطردا محققة تداولات كبيرة منذ سنة 1970، حيث ساهمت هيئة السوق المالية في جعل الإطار التنظيمي مرنا لتشجيع تكوين رأس المال، وتنوع قاعدة المستثمرين، وإدخال أدوات استثمارية جديدة، وزيادة عدد الشركات المدرجة وتعميق قاعدة المستثمرين عن طريق فتح السوق تدريجيا للمستثمرين الأجانب (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي، 2015، صفحة 48)، ويعود انخفاض المؤشر بشكل حاد في الربع الأخير من السنة إلى انخفاض أسعار البترول ووصولها لمستويات متدنية لم تسجلها منذ أكثر من 5 سنوات متتالية، وما رافق انخفاض البترول من الخسار الإنفاق الحكومي الذي يعتمد عليه الاقتصاد بشكل كبير.

وتراجع المؤشر العام في سنة 2015 بنسبة 17,05% مقارنة بالسنة الماضية، حيث انخفض بـ 1421,54 نقطة ليغلق عند 6911,76 نقطة في نهاية 2015، تعد هذه الخسارة هي الأكبر للمؤشر منذ سنة 2008 حيث انخفض بـ 17,06% من قيمته من السنة السابقة، ويعود هذا الانخفاض لعدة عوامل اقتصادية وجيوسياسية، فقد سجلت أسعار البترول أقل مستوياتها عند 37 دولارا للبرميل في 2015، ورفعت مؤسسة النقد أسعار الفائدة بربع نقطة تبعا للخطوة التي اتخذها البنك الفيدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة بنصف نقطة (25 نقطة أساس) في أواخر 2015 (بن ربيعان، 2020، صفحة 157).

هذا وقد تأثرت السوق المالية السعودية بتقلبات أسعار البترول وانخفاضه بداية من الربع الأخير لسنة 2014، وبالتالي تراجع أداء جميع مؤشرات السوق المالية السعودية، وقد بدأت هيئة السوق المالية بتنفيذ خططها الاستراتيجية 2015-2019 التي من شأنها تحسين استقرار سوق المال، وتطوير سوقي الدين والمشتقات، وتحسين الكفاءة والفاعلية الداخلية والحوكمة، وتعزيز الإفصاح والشفافية، وتعزيز إدارة المخاطر الداخلية والخارجية (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي، 2016، صفحة 01).

وفي سنة 2016، ارتفع المؤشر العام للسوق بنسبة 4,32% مقارنة بالسنة الماضية، أي ارتفاع بـ 298,67 نقطة ليغلق عند 7210,43 نقطة في نهاية 2016، ويعود الأداء الضعيف للسوق المالية السعودية سنة 2016 إلى العديد من التحديات التي تواجه الاقتصاد السعودي بسبب تراجع إيرادات البترول، فقد تأثرت السوق بشكل رئيسي بضعف الطلب في معظم الأنشطة الاقتصادية، وقد أضافت تقلبات أسعار البترول مزيداً من الضغوط على استقرار السوق وتراجع جميع مؤشرات مقارنة بالسنة الماضية.

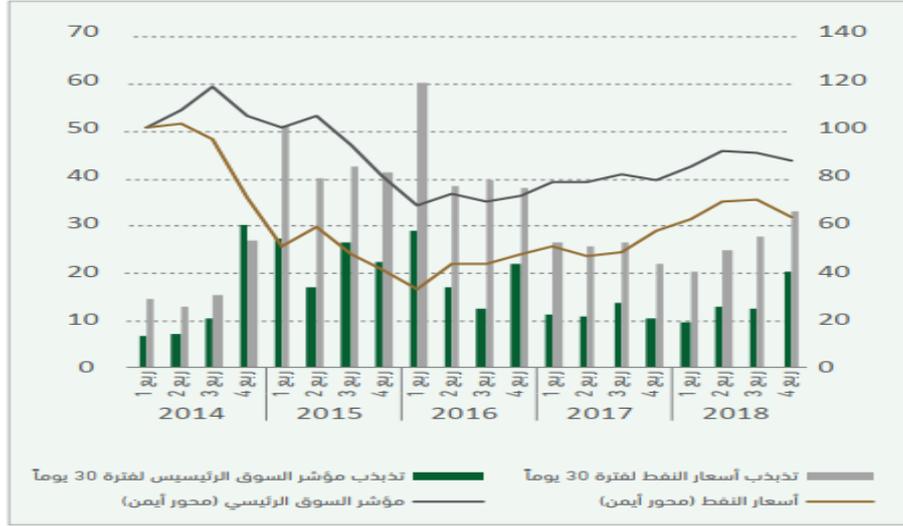
كما تعرضت السوق المالية السعودية في سنة 2016 لمخاطر السيولة والتقلبات، ويرجع ذلك أساساً إلى عدد من العوامل المتعلقة بالاقتصاد الكلي التي سببت بعض الضغوط على أنشطة السوق كما أدت الإصلاحات الحكومية إلى زيادة الضغط على القوة الشرائية للأسر وربحية الشركات، مما أسفر عن انخفاض مرونة الشركات المدرجة إلى حد ما ومع التباطؤ الاقتصادي، استمرت أنشطة الأشخاص المرخص لهم في الانخفاض، كما أدى انكماش القطاع العقاري إلى المزيد من الضغوط على محافظهم الاستثمارية خلال العام الماضيين (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي، 2017، صفحة 42).

أما في سنة 2017، فقد حقق المؤشر ارتفاعاً طفيفاً (شبه معدوم)، حيث زاد بنسبة 0,22% مقارنة بالسنة الماضية، حيث ارتفع بـ 15,89 نقطة فقط ليغلق عند 7226,01 نقطة في نهاية 2017، مقارنة بإغلاقه عند 7210,43 في نهاية 2016، ويعود أداء المؤشر العام للسوق المالية السعودية إلى التطورات والإصلاحات الاقتصادية سنة 2017، ويتوقع أن يكون لبعضها تبعات غير مرغوب فيها على السوق المالية في الأجل القريب، مثل إضفاء ظلال من الشك على حالة السوق والاقتصاد، وعلى الرغم من هذه الإصلاحات ومن الانكماش الطفيف في الأنشطة الاقتصادية، مازال وضع السوق المالية مقبولاً نسبياً، وقد حقق مؤشر سوق الأسهم، والقيمة السوقية، أداءً أفضل مقارنة مع سنة 2016، حيث شهد المؤشر تذبذبات محدودة خلال سنة 2017، حيث بلغ متوسط نسبة التذبذب 13,5% مقارنة بنسبة 21,24% سنة 2016، وكان لتحسن أسعار البترول واستقرارها النسبي خلال سنة 2017 مساهمة إيجابية في أداء المؤشر العام ومؤشر القيمة السوقية، إلا أن باقي المؤشرات شهدت انخفاضاً في أدائها مقارنة بسنة 2016 (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي، 2018، صفحة 58).

أما في سنة 2018 فحقق المؤشر العام نمواً معتبراً، حيث ارتفع في نهاية السنة بنسبة 8,3% مقارنة بنهاية 2017، أي بقيمة 600,41 نقطة ليغلق عند 7826,73 نقطة في نهاية 2018، مقارنة بإغلاقه عند 7226,32 في نهاية 2017، وتجدد الإشارة إلى ارتفاع تذبذب مؤشر السوق المالية السعودية في نهاية سنة 2018، حيث شهدت الاقتصاديات المتقدمة موجات بيع للأسهم بشكل كبير امتدت إلى الاقتصاديات الناشئة، وتزامن ارتفاع تذبذب المؤشر العام للسوق المالية السعودية مع زيادة تذبذب أسعار البترول، ويوضح الشكل البياني التالي التطورات في مؤشر السوق الرئيسية ومؤشر أسعار البترول ابتداء من الربع الأول من عام 2014،

بالإضافة إلى تذبذب المؤشرين لفترة 30 يوماً وكما هو متوقع، يمكن ملاحظة تحرك مؤشر أسعار البترول جنباً إلى جنب مع مؤشر السوق الرئيسية (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي، 2019، صفحة 59).

الشكل (3-8): حركة المؤشر العام للسوق المالية السعودية مع مؤشر أسعار البترول خلال الفترة 2014-2018



المصدر: (مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي، 2019، صفحة 59)

في الأخير يمكن القول أن المؤشر العام للسوق المالية السعودية شهد خلال هذه المدة فترات انتعاش وارتفاع كبير في قيمته، كارتفاعه الكبير ابتداءً من الربع الرابع لسنة 2004، ووصل المؤشر إلى أعلى مستوياته خلال سنتي 2005 و2006، ليشهد بعدها صدمة هبوط كبيرة في قيمته في بداية الربع الرابع من سنة 2006، ثم شهد المؤشر فترة انتعاش أخرى بداية من الربع الرابع من سنة 2007 إلى سنة 2008، إلا أنه في الربع الأخير من سنة 2008 شهد مؤشر السوق ثاني انهيار خلال فترة الدراسة والذي زادت حدته خلال النصف الأول من سنة 2009، ليعود ويرتفع قليلاً بداية من النصف الثاني من سنة 2009، إلا أنه لم يعد للمستوى الذي كان فيه خلال سنتي 2005 و2006، ثم واصل المؤشر الارتفاع مع تذبذب طفيف في قيمته حيث بلغ أعلى قيمة له في الربع الثالث من سنة 2014 لم يشهدها منذ الربع الرابع لسنة 2007، ثم انهار المؤشر مرة أخرى في الربع الرابع من سنة 2016، ليعود ويرتفع بعدها، حيث شهد المؤشر العام للسوق المالية السعودية بعدها تأرجحاً في قيمته، وقد عزز هذا التحليل بأهم العوامل والظروف المؤثرة في تقلبات المؤشر العام خلال فترة الدراسة.

الفرع الثاني: تحليل تطور مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2018

يعكس هذا المؤشر من مؤشرات أداء السوق المالية حجم السوق، وهي عبارة عن مجموعة الأسهم للشركات المدرجة بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة، أو إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة بالسوق المالية، ويمكن تتبع تطور القيمة السوقية للسوق المالية السعودية من خلال الشكل:

الشكل (3-9): تطور مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL اعتمادا على البيانات الملحق الإحصائي رقم (12)

تجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحى البياني تم أخذها من الملحق الإحصائي رقم (12).

من خلال المنحى يتضح أن مؤشر القيمة السوقية واجه العديد من التقلبات خلال فترة الدراسة (2000-2018)، ومن خلال تتبع تطوره وجد أن حركة تطورها تتماشى تماما مع حركة المؤشر العام للسوق، بالتالي سنكتفي بتتبع تقلبات قيمتها السنوية والفصلية خلال الدراسة، دون الإشارة إلى أن أسباب ارتفاعها أو انخفاضها لأنها هي نفسها أسباب ارتفاع أو انخفاض المؤشر العام TASI التي تم ذكرها في التحليل السابق لتطوره.

شهد مؤشر القيمة السوقية سنة 2000 معدلات مطردة منذ بداية الربع الأول من السنة، مسجلا بذلك 223900 مليون ريال، لتصل إلى 254460 مليون ريال في الربع الرابع من السنة، حيث أن مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية سجل ارتفاعا في مستوياته مقارنة بالسنوات السابقة قبل سنة 2000.

ثم شهد مؤشر القيمة السوقية في نهاية 2001 ارتفاعا بحوالي 20070 مليون ريال عن قيمته في نهاية سنة 2000، حيث انتقل من 254460 مليون ريال سنة 2000 إلى 274530 مليون ريال سنة 2001، وفي سنة 2002 واصل مؤشر القيمة السوقية ارتفاعه بحوالي 6200 مليون ريال عن قيمته في نهاية سنة 2001، حيث بلغ الـ 280730 مليون ريال سنة 2002، ثم سجل لمؤشر القيمة السوقية ارتفاعا قياسيا في نهاية 2003 بزيادة قدرها 309200 مليون ريال عن قيمته في نهاية سنة 2002، ليصل مؤشر القيمة السوقية 589930 مليون ريال في نهاية 2003.

أما عن تطور مؤشر القيمة السوقية سنة 2004، فقد حقق نموا كبيرا حيث زاد بنسبة 94,7% مقارنة بالسنة الماضية، ليرتفع بـ 5587125 مليون ريال، حيث سجل مؤشر القيمة السوقية 1148642 مليون ريال في نهاية 2004، وواصل نموه الكبير سنة 2005

بنسبة 110,95% مقارنة بنهاية السنة 2005، حيث ارتفع مؤشر القيمة السوقية بـ 1274504,83 مليون ريال ليصل إلى 2423146,83 مليون ريال في نهاية 2005.

أما في سنة 2006 فقد سجل مؤشر القيمة السوقية هبوطا كبيرا في نهاية السنة بنسبة 49,41% مقارنة بنهاية سنة 2005، حيث انخفض بـ 1197286,83 مليون ريال ليصل إلى 1225860 مليون ريال في نهاية 2006، بينما شهد مؤشر القيمة السوقية تذبذبا في قيمته خلال سنة 2007، إلا أنه سجل قيمة في نهاية السنة الحالية أكبر من قيمته في نهاية السنة السابقة بنسبة 58,77%، حيث ارتفع بـ 720490 مليون ريال ليصل إلى 1946350 مليون ريال في نهاية 2007.

واستمر مؤشر القيمة السوقية في الانخفاض وعدم الثبات في قيمته سنة 2008، حيث انحارت قيمته خلال هذه السنة بنسبة 52,49% عن قيمته في نهاية السنة الماضية، حيث انخفض بـ 1021820 مليون ريال عن سنة 2007 ليصل إلى 924530 مليون ريال في نهاية 2008، بينما سجل مؤشر القيمة السوقية انخفاضا طفيفا في بداية سنة 2009، ثم ارتفع باقي فصول السنة، ليحقق ارتفاعا في نهاية 2009 بنسبة 29,31% عن قيمته المسجلة في نهاية 2008، أي زيادة بمقدار بـ 270980 مليون ريال ليصل إلى 1195510 مليون ريال في نهاية 2009.

أما في سنة 2010 فقد حقق مؤشر القيمة السوقية معدلات مرتفعة نسبيا عن السنة الماضية، حيث ارتفع في نهاية السنة بنسبة 10,86% عن قيمته في نهاية السنة الماضية، أي ارتفع بقيمة 129880 مليون ريال عن سنة 2009، ليصل إلى 1325390 مليون ريال في نهاية 2010، ثم انخفض مؤشر القيمة السوقية قليلا سنة 2011 عما كان عليه في السنة الماضية، حيث سجل انخفاض في نهاية السنة الحالية بنسبة 4,11%، والذي قدر بـ 54550 مليون ريال ليصل إلى 1270840 مليون ريال في نهاية 2011، مقارنة بـ 1325390 في نهاية 2010، ثم حقق مؤشر القيمة السوقية نموا طفيفا سنة 2012 مقارنة بالسنة الماضية فارتفع في نهاية السنة بنسبة 10,2%، أي بقيمة 129500 مليون ريال ليصل إلى 1400340 مليون ريال في نهاية 2012، ثم حقق نموا كبيرا في نهاية سنة 2013 بنسبة 25,17% عن قيمته في نهاية سنة 2012، أي بارتفاع قدر بـ 352520 مليون ريال عن سنة 2012 ليصل إلى 1752860 مليون ريال في نهاية 2013، مقارنة بـ 1400340 في نهاية 2012.

وواصل مؤشر القيمة السوقية ارتفاعه سنة 2014 بنسبة 3,42% في نهاية هذه السنة مقارنة بنهاية سنة 2013، حيث انخفض بـ 60030 مليون ريال ليبلغ 1812890 مليون ريال في نهاية 2014، ثم شهد هبوطا في قيمته بداية من النصف الثاني من سنة 2015، وبلغ انخفاضه في نهاية السنة الحالية نسبة 12,89% مقارنة بنهاية السنة الماضية، حيث تراجع بـ 233830,54 مليون ريال ليبلغ 1579059,46 مليون ريال في نهاية 2015.

أما عن سنة 2016، فقد سجل مؤشر القيمة السوقية انخفاضا في قيمته في بداية السنة، إلا أنه ارتفع في نهايتها بنسبة 6,51% مقارنة بقيمته في نهاية السنة الماضية، أي ارتفع بقيمة 102890,09 مليون ريال عن سنة 2015 ليصل إلى 1681949,55 مليون ريال في نهاية 2016، مقارنة بـ 1579059,46 في نهاية 2015، ثم ارتفع مؤشر القيمة السوقية سنة 2017، بنسبة 0,45% مقارنة

بالسنة الماضية، حيث ارتفع بـ 7653,45 مليون ريال عن سنة 2016 ليصل إلى 1689603 مليون ريال في نهاية 2017، مقارنة بقيمة 1681949,55 في نهاية 2016.

وفي سنة 2018 حقق مؤشر القيمة السوقية نمواً معتبراً، حيث ارتفع في نهاية السنة الحالية بنسبة 10,02% مقارنة بنهاية السنة الماضية، إى بقيمته بـ 169347,26 مليون ريال ليصل إلى 1858950,26 مليون ريال في نهاية 2018، مقارنة بـ 1689603 في نهاية 2017.

المطلب الثالث: تحليل تطور مؤشري قيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية (2000-2018)

فيما يلي سيتم تحليل كل من مؤشر قيمة الأسهم المتداولة أو ما يسمى بحجم التداول ومؤشر معدل دوران الأسهم خلال فترة الدراسة.

الفرع الأول: تحليل تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2018-2000

يعكس هذا المؤشر من مؤشرات أداء السوق المالية القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق خلال فترة معينة وهو ما يعرف بحجم التداول، وتمثل عدد الأسهم المتداولة خلال فترة محددة مضروباً في سعرها وهو ما يسمى بحجم التداول في السوق المالية، ويمكن تتبع تطور قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-10): تطور مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2018-2000



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL بالاعتماد على بيانات الملحق الإحصائي رقم (12)

تجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحى البياني تم أخذها من الملحق الإحصائي رقم (12).

من خلال المنحى يتضح لنا أن مؤشر قيمة الأسهم المتداولة واجه العديد من التقلبات خلال فترة الدراسة (2000-2018)، حيث شهد مؤشر قيمة الأسهم المتداولة سنة 2000 معدلات مطردة مع بداية السنة مسجلا بذلك 14400 مليون ريال في الربع الأول من السنة، ليصل إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في نهايتها إلى 65292,88 مليون ريال، مقارنة بإجمالي قيمة الأسهم المتداولة في نهاية سنة 1999 المقدر بـ 56578,72 مليون ريال، حيث أن مؤشر قيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية سجل ارتفاعا في مستوياته مقارنة بالسنوات السابقة قبل سنة 2000.

وشهد مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في نهاية سنة 2001 ارتفاعا في إجمالي قيمته في نهاية السنة الحالية بنسبة 28,04% أي حوالي 18308,42 مليون ريال عن قيمته الإجمالية في نهاية سنة 2000، حيث انتقل من 65292,88 مليون ريال سنة 2000 إلى 83601,31 مليون ريال سنة 2001، وواصل ارتفاعه سنة 2002 بنسبة 60,03% أي بزيادة حوالي 50185,76 مليون ريال عن قيمته الإجمالية في نهاية سنة السابقة، ليصل إلى 133787,07 مليون ريال سنة 2002.

وواصل المؤشر ارتفاعه خلال الأربع سنوات التالية، حيث سجل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعا قياسيا في نهاية سنة 2003 بنسبة 345,87% أي بزيادة قدرها 462722,96 مليون ريال عن قيمته الإجمالية في نهاية سنة 2002، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 596510,04 مليون ريال في نهاية 2003، ثم واصل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة نموه الكبير سنة 2004، حيث زاد بنسبة 197,37% مقارنة بالسنة الماضية، ليرتفع بـ 1177349,01 مليون ريال، حيث سجل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة 1773859,05 مليون ريال في نهاية 2004.

وارتفع مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في نهاية سنة 2005 بنسبة 133,32% مقارنة بقيمته في نهاية سنة 2004، حيث ارتفع مؤشر قيمة الأسهم المتداولة بـ 2364836,61 مليون ريال ليصل إلى 4138695,67 مليون ريال في نهاية 2005، وفي سنة 2006 شهد مؤشر قيمة الأسهم المتداولة نموا صغيرا في قيمته الإجمالية نسبته 27,14% مقارنة بقيمته الإجمالية في نهاية سنة 2005، حيث ارتفع بـ 1123155,67 مليون ريال ليصل إلى 5261851,34 مليون ريال في نهاية 2006.

وفي سنة 2007، شهد مؤشر قيمة الأسهم المتداولة انهماكا كبيرا حتى سنة 2010، حيث انخفضت قيمته الإجمالية في نهاية 2007 عن قيمته الإجمالية في نهاية 2008 بنسبة 51,39%، أي انخفض بـ 2704138 مليون ريال ليصل إلى 2557712,53 مليون ريال في نهاية 2007، واستمر مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في انخفاضه الحاد سنة 2008، حيث انهارت قيمته الإجمالية في نهاية هذه السنة بنسبة 23,25% عن قيمته في نهاية 2007، حيث انخفض بـ 594766,94 مليون ريال ليصل إلى 1962945,58 مليون ريال في نهاية 2008.

بينما سجل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة انخفاضا بنسبة 35,61% سنة 2009 والمقدر بـ 698934,28 مليون ريال عن قيمته الإجمالية في نهاية 2008، ليصل إلى 1264011,29 مليون ريال في نهاية 2009، بينما سجل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة

انخفاضاً بنسبة 39,94% سنة 2010 عن قيمته الإجمالية في نهاية 2009، أي انخفض بـ 504826,80 مليون ريال، ليصل إلى 759184,48 مليون ريال في نهاية 2010.

ثم ارتفع مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في سنة 2011 قليلاً عما كان عليه في السنة الماضية، حيث سجل نمواً في قيمته الإجمالية في نهاية السنة الحالية بنسبة 44,74% عن قيمته في السنة الماضية، أي ارتفع بـ 339651,54 مليون ريال ليصل إلى 1098836,02 مليون ريال في نهاية 2011، مقارنة بـ 759184,48 في نهاية 2010، ثم حقق مؤشر قيمة الأسهم المتداولة نمواً جيداً سنة 2012، مقارنة بما كان عليه في الثلاث سنوات الماضية، حيث ارتفعت قيمته الإجمالية في نهاية 2012 بنسبة 75,58% عن قيمته الإجمالية في نهاية 2011، أي ارتفع بـ 830482,24 مليون ريال لتصل إلى 1929318,27 مليون ريال في نهاية 2012، ثم شهد المؤشر هبوطاً كبيراً سنة 2013، حيث انخفضت قيمته بنسبة 29,01% عن قيمته الإجمالية في نهاية 2012، أي بانخفاض قدر بـ 559652,48 مليون ريال ليصل إلى 1369665,79 مليون ريال في نهاية 2013، ليعود مؤشر قيمة الأسهم المتداولة ويرتفع مجدداً سنة 2014، حيث ارتفعت قيمته الإجمالية في نهاية السنة بنسبة 56,72% أي بـ 776846,10 مليون ريال عن قيمته الإجمالية في نهاية 2013، ليبلغ 2146511,89 مليون ريال في نهاية 2014.

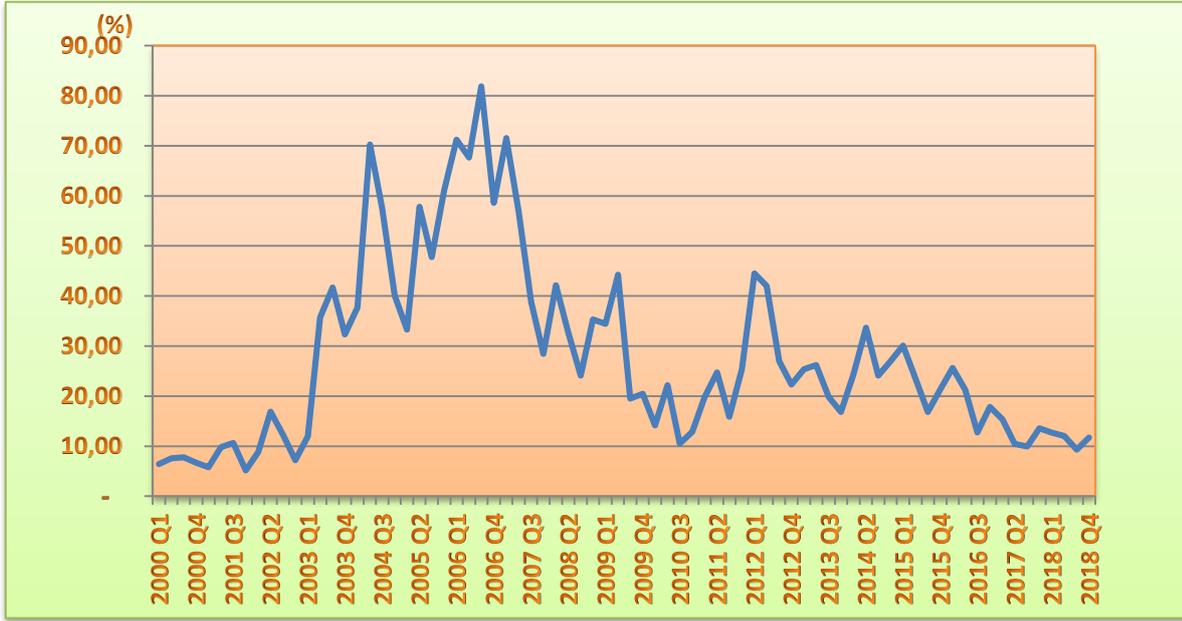
وشهد بعدها مؤشر قيمة الأسهم المتداولة سنة 2015، هبوطاً في قيمته بنسبة 22,64% مقارنة بقيمته في نهاية 2014، حيث انخفض بـ 485889,84 مليون ريال ليبلغ 1660622,05 مليون ريال في نهاية 2015، مقارنة بـ 2146511,89 في نهاية 2014، ثم انخفض مؤشر قيمة الأسهم المتداولة سنة 2016 بـ 503634,96 مليون ريال ليصل إلى 1156987,08 مليون ريال في نهاية 2016، وواصل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة انخفاضه سنة 2017 بنسبة 27,72% مقارنة بقيمته الإجمالية في 2016، أي انخفض بـ 320711,95 مليون ريال لتصل إلى 836275,13 مليون ريال في نهاية 2017، مقارنة بقيمة 1156987,08 في نهاية 2016.

وأخيراً شهد مؤشر قيمة الأسهم المتداولة نمواً طفيفاً سنة 2018 مقارنة بـ 2017 إلا أنه منخفض مقارنة بالستة سنوات التي قبلها، حيث ارتفعت قيمته الإجمالية في نهاية السنة الحالية بنسبة 4,14% مقارنة بقيمته في نهاية السنة الماضية، أي ارتفع بـ 34594,55 مليون ريال، ليصل إلى 870869,68 مليون ريال في نهاية 2018، مقارنة بـ 836275,13 في نهاية 2017.

الفرع الثاني: تحليل تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2018

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد، للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية معينة، ويتم استخراج هذا المؤشر بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال السنة، وعليه يقيس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، ويتوقع أن يتأثر إيجابياً بمتغيرات الاقتصاد الكلي، ويمكن تتبع تطور معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-11): تطور مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2018



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL بالاعتماد على البيانات الملحق الإحصائي رقم (12)

تجدر الإشارة هنا إلى أن القيم والنسب المرفقة بتحليل المنحى البياني تم أخذها من الملحق الإحصائي رقم (12).

من خلال المنحى يتضح لنا أن مؤشر معدل دوران الأسهم واجه العديد من التقلبات خلال فترة الدراسة (2000-2018)، حيث سجل مؤشر معدل دوران الأسهم خلال الثلاث سنوات الأولى (2000، 2001، 2002) معدلات متوسطة حيث بلغ نسبة 25,66%، 30,45%، 47,66% على التوالي، وهذا ما يفسر وجود سيولة جيدة في السوق خلال هذه الفترة.

ثم شهد مؤشر معدل دوران الأسهم سنة 2003 ارتفاعاً جيداً حيث انتقل من 47,66% سنة 2002 إلى 101,12% سنة 2003، وواصل مؤشر معدل دوران الأسهم ارتفاعه سنة 2004 ليصل إلى 154,44% في نهايتها، و169,74% سنة 2005، ليبلغ معدل دوران الأسهم أوجه خلال سنة 2006 بالغا نسبة 429,26%، وكان هذا أعلى معدل دوران سجلته السوق المالية السعودية في تاريخها، وهذا ما يؤكد نشاط السوق المالية السعودية وزيادة حجم سيولتها خلال هذه السنة، ليعود وينخفض مؤشر معدل دوران الأسهم سنة 2007 إلى 131,41%، ثم ارتفع هذا المعدل مرة أخرى سنة 2008 ليبلغ نسبة 212,32%، ليسجل انخفاضاً طفيفاً سنة 2009 مسجلاً بذلك نسبة 105,73%.

ثم شهد مؤشر معدل دوران الأسهم هبوطاً كبيراً في نسبته إلى 57,28% سنة 2010، ثم عاد وارتفع إلى 86,47% سنة 2011، لينتعث مجدداً سنة 2012 حيث بلغ معدل دوران الأسهم نسبة 137,77%، ثم واصل مؤشر معدل دوران الأسهم تذبذبه خلال الستة سنوات التالية، حيث شهدت كل من سنة (2014 و2015) ارتفاعاً في معدل دوران الأسهم الذي بلغ (118,40% و105,17%) على التوالي، بينما شهدت سنة (2013 و2016 و2017 و2018) انخفاً كبيراً في معدل دوران الأسهم حيث

سجل المعدل النسب التالية (78,14%، 68,79%، 49,50%، 46,85%) على التوالي، وهذا ما يفسر انخفاض سيولة السوق المالية وانخفاض نسبة نشاطه، ويعود ذلك لعوامل اقتصادية مختلفة سواء على مستوى المملكة أو على المستوى الاقتصادي العالمي.

المطلب الرابع: قراءة في الأدبيات والدراسات المفسرة للعلاقة بين تقلبات أسعار البترول وأداء الأسواق المالية

إن القراءة التاريخية في النظريات والدراسات المفسرة لعلاقة تقلبات أسعار البترول بأداء الأسواق المالية تبرز مدى هذا الأثر، لأن هذه التقلبات أوجدت لها أثراً في قانون السوق وواقعا اقتصاديا لدى دول العالم المصدرة للبترول المستوردة على حد سواء، لكن باختلاف حجم هذا الأثر على كل منها، حيث حاول الباحثون تتبع وتفسير أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية في الأجلين القصير والطويل من خلال استخدام بعض النماذج الإحصائية والقياسية، والتي تمكن الباحث من نفي أو إثبات هذا الأثر والتعرف على ماهيته والاستفادة منه في حال ثبوت وجوده، ومن خلال في هذا المطلب سيتم عرض بعض الدراسات والبحوث القياسية التي تم استخدامها للوصول للهدف المنشود وهو تفسير وقياس أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة.

الفرع الأول: الأدبيات المفسرة للعلاقة وآليات الانتقال النظرية لتقلبات أسعار البترول إلى الأسواق المالية

ظهرت العديد من الدراسات الأدبية التي حاولت تحليل العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية وتغيرات أسعار البترول بعد صدمة أسعار البترول سنة 1973 والكساد الذي عقبها، منها من نفى وجود هذه العلاقة ومنها من أيد وجودها سواء كانت طردية أو عكسية، كدراسة (1977) Rasche and Tatom التي أيدت العلاقة العكسية بين زيادة أسعار البترول والأنشطة الاقتصادية الكلية للدول المنتجة للبترول (1977, p. 59) Rasche & Tatom، بينما استنتج (1996) Jones and Kaul ردود أفعال أسواق الأسهم المالية لصدمة البترول حيث بدأ جونز وكاول تحليلهما بالقول إن حقوق الملكية تساوي مجموع القيمة المحصومة أو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وبما أن أسعار البترول تؤثر على الاقتصاد الكلي، فإنها تؤثر حتما على أرباح الشركات المستقبلية، والتي بدورها يتم تسعيرها في أسواق الأسهم، واتجاه هذا التسعير سلبي: فارتفاع أسعار البترول يؤثر النشاط التجاري، ويؤدي إلى انخفاض أرباح الشركات الحالية والمتوقعة على المدى الطويل، لكن قد لا ينطبق هذا التحليل على السوق المالية السعودية حيث أن أسعار البترول قد يكون لها تأثير إيجابي ويبرر ذلك بكون المملكة العربية السعودية من أكبر منتجي البترول في العالم وتتأثر أرباحها وإيرادات ميزانيتها الحكومية والطلب الكلي بشكل إيجابي بارتفاع أسعار البترول (1996) Jones & Kaul.

وحاول Andreas Ektor Lake, C. Katrakilidis سنة 2009 إثبات وجود آثار لتقلبات أسعار البترول عوائدها على أسواق الأسهم في اليونان والولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا، وبشكل أكثر تحديدا تم التركيز على التفاعلات بين أسعار البترول وتقلباته وعوائد سوق الأسهم وكذلك على مؤشرات العقود الآجلة لكل مؤشر، وتم قياس تقلب المؤشرات المستخدمة من خلال تطبيق نماذج EGARCH وتم فحص العلاقة السببية المحتملة بين المتغيرات عن طريق نماذج المعادلات الهيكلية (SEM)، وكشفت النتائج التي تم الحصول عليها من تحليل الدراسة إلى أن عائدات مؤشر سوق الأسهم اليونانية وعائدات مؤشر سوق الأسهم الأمريكية حساسة لتحركات عوائد أسعار البترول، بينما لا تتأثر عوائد سوق الأسهم في ألمانيا والمملكة المتحدة على الإطلاق، مع الإشارة إلى عدم وجود أي شركة نفطية مشاركة في تكوين المؤشر الألماني في هذه المرحلة، بينما كانت مشاركة شركات البترول بكثافة في مؤشر سوق الأوراق المالية في

المملكة المتحدة، ورغم ذلك فلا توجد تأثيرات تمتد من عوائد أسعار البترول إلى مؤشر FTSE100، وقد يعود ذلك إلى أن المملكة المتحدة أقل اعتماداً على واردات البترول مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية واليونان.

أما مشاركة شركات البترول في مؤشري سوقي اليونان والولايات المتحدة كانت منخفضة مقارنة بمشاركة شركات السلع الاستهلاكية فيهما، إلا أن تقلبات أسعار البترول كان لها تأثير كبير في السوق المالية للولايات المتحدة حيث استخدم المستثمرون سوق العقود الآجلة إما للتحوط من مركزهم أو المضاربة على أسعار سوق الأسهم، وعلى الرغم من أن تأثيرات عائدات أسعار البترول شائعة في كل من الولايات المتحدة واليونان، إلا أن المستثمرين في اليونان لم يستخدموا سوق العقود الآجلة للتحوط من مواقفهم ضد أسعار البترول، ومنه تختلف تأثيرات تقلبات أسعار البترول على أسواق الأوراق المالية في البلدان قيد الدراسة، وتفسر أغلب الأدبيات الأسباب الكامنة وراء هذه التأثيرات بشكل أساسي بخصائص الاقتصاد الكلي لكل بلد (Andreas & Constantinos, 2009).

ومنه يمكن القول أن أهم ما يميز أسعار البترول هو تقلبها الدائم وعدم إمكانية التنبؤ بأسعارها في المستقبل، وفي معظم الأحيان يرجع الطابع الدوري للنشاط الاقتصادي بنسبة كبيرة لتقلبات أسعار البترول، كما أن تقلب هذه الأخيرة يجعل من العملية الاقتصادية عملية صعبة ومعقدة خاصة في الحالة التي لا يمكن التنبؤ بتغيراتها الدورية.

ويظهر تأثير تقلبات أسعار البترول على الاقتصاد في العلاقة الموجبة بين عائدات البترول والنفقات العامة، وبالتالي فإن تقلب هذه العائدات سيرافقها تقلبات في مجتمعات الإنفاق العام والخاص ما ينعكس على سعر الصرف الحقيقي، بالتالي عدم استقرار ربحية قطاع السلع القابلة للتبادل التجاري الخارجي، مما يثبط الاستثمار في هذا القطاع والتوجه إلى الاستثمار في الأسواق المالية.

وتوصل الباحثون عدة آليات نظرية لتأثير أسعار البترول على الأسواق المالية، وفيما يلي سيتم شرح بعض الآليات النظرية التي يمكن من خلالها لتقلبات أسعار البترول أن تغير سلوك الأسواق المالية، وتم تقسيم هذه الآليات إلى خمسة قنوات مختلفة تمثل فيما يلي: (Stavros, George, & Vipin, 2018)

أولاً: قناة تقييم الأسهم

قناة تقييم الأسهم هي القناة المباشرة التي تؤثر من خلالها أسعار البترول على الأسواق المالية، حيث أن عوائد الأسهم تتأثر بالعوامل التي يمكن أن تغير التدفقات النقدية المتوقعة و/أو معدل الخصم، بما في ذلك أسعار البترول، حيث يمكن لتقلبات أسعار البترول أن تغير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة إما بشكل إيجابي أو سلبي، اعتماداً على ما إذا كانت الشركة مستهلكة للبترول أو منتجة له، فبالنسبة للشركة المستهلكة فيعد البترول أحد عوامل الإنتاج الرئيسية، بالتالي فإن زيادة أسعار البترول ستؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج (بافتراض عدم وجود تأثيرات استبدال مثالية بين عوامل الإنتاج)، والذي بدوره يخفض مستويات الربح ومن ثم انخفاض التدفقات النقدية المستقبلية، ومن ناحية أخرى بالنسبة للشركات المنتجة البترول فإن ارتفاع أسعار البترول سيؤدي إلى زيادة هوامش الربح وبالتالي زيادة التدفقات النقدية المتوقعة، ومن البديهي أن يتم توقع أن تظهر الشركات المستهلكة للبترول سلوكاً تراجعياً خلال فترات ارتفاع أسعار البترول، في حين أن العكس صحيح بالنسبة للشركات المنتجة له.

ثانياً: القناة النقدية

تؤثر التقلبات في أسعار البترول على معدلات الخصم المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية، ومعدل الخصم يتكون جزئياً من التضخم المتوقع وأسعار الفائدة الحقيقية المتوقعة، فآلية النقل الثانية التي تمر من خلالها تغيرات أسعار البترول إلى عوائد الأسهم تكون من خلال التضخم وأسعار الفائدة.

وكما جاء في قناة تقييم الأسهم، يؤدي ارتفاع أسعار البترول إلى زيادة تكاليف الإنتاج، ويتم نقل هذه التكاليف إلى المستهلكين، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار مبيعات التجزئة وبالتالي ارتفاع التضخم المتوقع، وعلى افتراض أن البنك المركزي يتبع إحدى أدوات السياسة النقدية يتوقع أن يقوم صناع السياسة النقدية بزيادة أسعار الفائدة قصيرة الأجل استجابة لارتفاع الضغوط التضخمية.

ومن الآثار الرئيسية لزيادة أسعار الفائدة قصيرة الأجل على أسواق الأسهم، هي أن تؤدي الزيادات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى الزيادة في أسعار القروض التجارية (أي معدلات الخصم) لأي استثمارات مستقبلية للشركة، مما يؤدي إلى رفع تكاليف الاقتراض للشركات، وعلاوة على ذلك، فإن زيادة تكاليف الاقتراض تؤدي إلى انخفاض صافي القيمة الحالية الإيجابية للمشاريع (انخفاض التدفقات النقدية)، ومنه تنخفض قيمة أسعار الأسهم إما بسبب زيادة معدلات الخصم و/أو انخفاض التدفقات النقدية.

ثالثاً: قناة المخرجات

القناة الثالثة هي قناة المخرجات، وتؤكد الأدبيات على أن تقلبات أسعار البترول تؤثر على الناتج الإجمالي ووفقاً لهذه القناة، من المتوقع أن يكون للتغيرات الإيجابية في أسعار البترول دخل وتأثير في تكلفة الإنتاج (التي تم شرحها في قناة تقييم الأسهم)، الأمر الذي سيؤدي إلى تغييرات في إجمالي الإنتاج.

وسيمت التركيز على تأثير الدخل في هذه القناة، حيث تؤدي أسعار البترول المرتفعة إلى انخفاض الدخل التقديري للأسر، وذلك بسبب التغيرات في أسعار التجزئة (نتيجة لزيادة تكاليف الإنتاج)، وأيضاً بسبب ارتفاع أسعار الوقود والمنتجات البترولية، ويؤدي انخفاض الدخل إلى انخفاض الاستهلاك وبالتالي الناتج الإجمالي، الأمر الذي يؤدي كذلك إلى انخفاض الطلب على العمالة، وبعبارة أخرى، فإن الزيادة في أسعار البترول ستؤدي إلى تفاقم معدلات التبادل التجاري بالنسبة للاقتصاد المستورد للبترول، مما سيؤدي إلى انخفاض الدخل وتأثير سلبي على الثروة وعلى الاستهلاك، وبالتالي انخفاض الطلب الإجمالي، وتميل أسواق الأسهم إلى الاستجابة بشكل سلبي لمثل هذه التطورات، حيث يؤدي انخفاض الطلب الإجمالي إلى انخفاض التدفقات النقدية المتوقعة للشركات، مما يؤدي أيضاً إلى انخفاض أسعار أسهمها.

ومن غير المتوقع أن تستمر هذه التأثيرات في جميع الاقتصادات، بل على العكس من ذلك، فهي تعتمد على ما إذا كان الاقتصاد مستورد أو مصدر للبترول، وينطبق تسلسل الأحداث المذكورة أعلاه على الاقتصاد المستورد للبترول، ومن ناحية أخرى، على الرغم من أن الاقتصاد المصدر للبترول سيواجه أيضاً آثاراً سلبية لتكلفة الإنتاج، فإنه سيستفيد من تأثير الدخل الإيجابي، بسبب

زيادة عائدات البترول، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي بالتالي ارتفاع الناتج، ولن يحدث التغير الإيجابي في إجمالي الطلب إلا إذا كان تأثير الدخل يمكنه موازنة تأثير تكلفة الإنتاج السلبي، وفي مثل هذه الحالة سوف تستجيب أسواق الأسهم بشكل إيجابي لزيادة الإنتاج، حيث أنها ستعزز التدفقات النقدية المتوقعة للشركات التي تعمل في البلاد.

رابعاً: القناة المالية

وتهتم القناة المالية في المقام الأول بالاقتصاد الدول المصدرة للبترول، والتي تمول البنية التحتية المادية والاجتماعية باستخدام عائداتها البترولية، وتؤدي أسعار البترول المتزايدة إلى نقل الثروة من اقتصاد الدول المستوردة للبترول إلى اقتصاد الدول المصدرة له، مما يسمح بزيادة المشتريات الحكومية، وبافتراض أن الاستهلاك والمشتريات الحكومية يعتبران مكملين، فإن زيادة هذه الأخيرة سيؤدي إلى ارتفاع استهلاك الأسر، وفي مثل هذه الحالة من المتوقع أن تزيد الشركات الخاصة تدفقاتها النقدية وزيادة أرباحها، وستدفع مثل هذه التطورات أسعار الأسهم إلى مستويات أعلى وستبدي سوق الأسهم فترة صعود.

وعلى النقيض من ذلك، إذا تم اعتبار الاستهلاك والمشتريات الحكومية بمثابة بدائل، فإن التأثير المعاكس سيكون واضحاً، بسبب آثار المزاومة، وسوف تستجيب أسواق الأوراق المالية بشكل سلبي لمثل هذه التطورات، لأن تأثير الإحلال سوف يؤدي إلى طرد رأس المال الخاص الأكثر إنتاجية في الاقتصاد.

خامساً: قناة عدم اليقين

قناة الانتقال الأخيرة هي قناة عدم اليقين، حيث يؤدي ارتفاع أسعار البترول إلى زيادة حالة عدم اليقين في الاقتصاد الحقيقي، بسبب تأثيرات الارتفاع على التضخم والإنتاج والاستهلاك وما إلى ذلك، وبالتالي فإن ارتفاع أسعار البترول سوف يؤدي إلى انخفاض طلب الشركات على الاستثمارات، وهو ما يؤدي بدوره إلى توقعات تقليص التدفقات النقدية، علاوة على ذلك، ينتشر عدم اليقين أيضاً إلى الأسر مما يقلل من استهلاكها للسلع المعمرة، ويؤدي تزايد عدم اليقين بشأن تكاليف البترول المستقبلية إلى زيادة حوافز الأسر على الادخار بدلاً من الاستهلاك، ومن الجدير بالذكر هنا أنه مع ارتفاع حالة عدم اليقين بسبب ارتفاع أسعار البترول، تزداد قيمة تأجيل قرارات الاستثمار والاستهلاك، وبالتالي يلاحظ انخفاض في الحافز على الاستثمار أو الاستهلاك، مما يؤدي إلى إضعاف آفاق النمو الاقتصادي وعوائد الأسواق المالية.

الفرع الثاني: الدراسات مفسرة للعلاقة بين تقلبات أسعار البترول والأسواق المالية

قدم عدد من الباحثين الاقتصاديين دراسات تحليلية قياسية لاختبار العلاقة بين تقلبات أسعار البترول وأداء الأسواق المالية والتي كانت في مجملها تشير إلى وجود علاقة عكسية بين أسعار البترول وأسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أنه كلما ارتفعت أسعار البترول انخفضت عوائد تلك الشركات بسبب ارتفاع تكاليف المنتجات، والتي تشهد تراجعاً في الطلب عليها بسبب ارتفاع أسعارها، وبالتالي تتأثر أسهم هذه الشركات سلباً، ولكن بعد ذلك أثبتت بعض الدراسات أن مثل هذه العلاقة لا تحدث إلا في الدول المتقدمة المستوردة

للبنترول فقط، في حين أثبت بعضها الآخر عكس هذه النظرية حيث انه في الاقتصاديات الناشئة خصوصا الدول العربية البترولية فان الأمر يختلف حيث تتغير العلاقة من عكسية إلى علاقة طردية، وأنه كلما ارتفعت أسعار البنترول ترتفع على إثرها أسعار الأسهم في أسواق المال، أي أن ارتفاع أسعار البنترول ومن ثم عوائده يترك أثرا موجبا على المتغيرات الاقتصادية الكلية وعلى أداء الأسواق المالية، وذلك عكس اتجاه الأسواق المالية في الدول المتقدمة، وهناك العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين أسعار البنترول وأداء الأسواق المالية، من بينها دراسات التالية:

1) دراسة Mohanty and Others (2011)

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين تغيرات أسعار البنترول وعوائد الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من جوان 2005 إلى ديسمبر 2009، وتشير النتائج التي توصلت إليها الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية هامة بين أسعار البنترول وعوائد الأسهم بالأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي باستثناء الكويت، أما نتائج الدراسات القطاعية والتي شملت فقط البحرين، عمان، قطر والكويت فقد بينت أن 12 من أصل 20 قطاع وجدت بها علاقة إيجابية هامة بين أسعار البنترول وعوائد الأسهم، توصلت الدراسة لوجود علاقات غير متماثلة بين أسعار البنترول وعوائد الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي (Mohanty & Others, 2011).

2) دراسة الهيتي أحمد حسين علي، وبختيار صابر محمد (2011)

سعت هذه الدراسة لتحليل أثر تقلبات الإيرادات البترولية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك بالاعتماد على ثلاثة مؤشرات رئيسية لأداء أسواق الأوراق المالية وهي القيمة السوقية وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم، ومن بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي: (الهيتي و بختيار، 2011)

- ✓ تؤثر العوامل الاقتصادية (النشاط الاقتصادي، عرض النقود وسعر الصرف وتقلبات عوائد البنترول) بشكل مباشر أو غير مباشر في أداء الأسواق المالية، ويتباين تأثير هذه العوامل على مؤشرات أدائها.
- ✓ في ظل الاعتماد المباشر لاقتصاديات دول الخليج العربي على البنترول الخام، فإن أداء أسواق الأوراق المالية من حيث المؤشرات والمتغيرات جاء انعكاسا للتقييم الإيجابي من جانب المستثمرين والمتداولين لسوق البنترول، وانتعاش الاقتصاد وزيادة الفرص الاستثمارية، حيث أن حساسية اقتصادات دول الخليج العربي لتقلبات أسعار البنترول التي تحدث بين الحين والآخر ذات تأثير واضح في مؤشرات أداء الأسواق المالية الخليجية.

وعلى غرار النتائج تقترح الدراسة تنويع مصادر الدخل في الدول الخليجية بصورة عامة، لتلافي الآثار الناجمة عن تقلبات أسواق البنترول، وإمكانية التراجع في الإنتاج والاحتياطات وفق مستويات سقف النضوب، وزيادة نشاط أسواق الأوراق المالية الناشئة في دول الخليج وذلك من خلال التعاون المشترك بين الأسواق المالية الخليجية داخليا وخارجيا، وتنويع الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق.

3) دراسة (Samih Antoine Azar, Loucine Basmajian) (2013):

الغرض من هذه الدراسة هو اختبار تأثير صدمات أسعار البترول على أسواق الأسهم في أكبر أسواق الأسهم الخليجية وأكثرها سيولة وأعلى معدل دوران للأسهم، وهي سوق الكويت والمملكة العربية السعودية، وأظهرت نتائج الدراسة عدم التجانس في الاستجابات لصدمات أسعار البترول في السوقين، نظرا لوجود ديناميكيات مختلفة لكل سوق، وفي حين أن هناك أدلة ظاهرة على أن أسواق الأسهم تتأثر بشكل إيجابي وخطي بصدمات أسعار البترول، لكن هذا التأثير يختفي عند إضافة متغيرات أخرى إلى الانحدارات (تتضمن هذه المتغيرات الإضافية التأثيرات الإقليمية، وتأثير سوق الأوراق المالية الأمريكية، وحدين من الدرجة الثانية) فلا تؤثر صدمات أسعار البترول لا بشكل خطي أو غير خطي، على أسواق الأسهم الكويتية، وعلى النقيض من ذلك، تتفاعل الأسواق السعودية بشكل غير خطي مع صدمات أسعار البترول والصدمات في مؤشر ستاندرد آند بورز 500 الأمريكي، أي أن الآثار الهامشية لصدمات أسعار البترول والصدمات في سوق الأسهم الأمريكية على عوائد الأسهم السعودية تعتمد على أسعار البترول، وعلى سوق رأس المال الأمريكي، والسمة المشتركة الوحيدة لكلا سوقَي الأسهم هي العلاقة الإيجابية مع الصدمات في مؤشر ستاندرد آند بورز 500 الأمريكي، وتم تحليل البيانات اليومية عالية التكرار للفترة الممتدة من 2 جانفي 2008 إلى 23 أكتوبر 2012، وهي الفترة التي تتزامن مع تداعيات الأزمة المالية العالمية، ومن المعروف أن الارتباطات بين أسواق الأسهم تزداد في فترات الانكماش، واستخدام البيانات اليومية هنا يعني أن العلاقات التي تتم دراستها هي علاقات قصيرة المدى بطبيعتها (Samih & Loucine, 2013).

4) دراسة منى حسين 2014:

سعت هذه الدراسة لتوصيف العلاقة التي تتفاعل من خلالها أسواق المال مع أسواق السلع، حيث تم تتبع هذه العلاقة عبر تسليط الضوء على أثر تقلبات أسعار البترول على عوائد الأسهم في الأسواق المالية، بالاستعانة بالبيانات التاريخية الشهرية لكل من سوق أسهم السعودية وأسعار سلة أوبك ابتداء من سنة 2007 إلى 2011، حيث أن اعتماد السعودية على البترول وعوائده كسلعة أساسية، جعل مؤشرات الاقتصاد الكلي فيها وسوق الأسهم السعودي شديد الحساسية لتقلبات أسعار البترول، ومن هنا تبرز أهمية الدراسة في فهم طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار البترول ومؤشرات الأسواق المالية وذلك من أجل التحوط من الآثار السلبية التي قد تنتج عنها، وبعد القيام بالدراسة القياسية توصلت الباحثة إلى وجود علاقة بين أسواق البترول ومؤشرات أداء السوق المالية السعودية، وتكون قوية عند التحدث عن قطاعات محددة ضمن هذه السوق مثل قطاع الصناعات البتروكيماوية وقطاع الاستثمار الصناعي، وأشارت الدراسة إلى أن هذه العلاقة ناتجة عن عدة عوامل، منها ارتباط الاقتصاد السعودي بالاقتصاد العالمي وحركته عبر عدة مداخل، وعوامل تتعلق بالقطاعات ذات العلاقة بمؤشر سلة أوبك مثل قطاع الصناعات البتروكيماوية وقطاع الاستثمار الصناعي، إضافة إلى كون المملكة العربية السعودية من أكبر منتجي ومصدري البترول في العالم، وتملك ثاني أكبر احتياطي بترول في العالم (حسين، 2013/2014).

5) دراسة (Marashdeh and Afandi) (2017):

حللت هذه الورقة أثر تغيرات أسعار البترول على عوائد أسواق الأوراق المالية في أكبر ثلاث دول منتجة للبترول في العالم، وهي المملكة العربية السعودية وروسيا والولايات المتحدة، باستخدام نماذج مختلفة لتصحيح الأخطاء في الفترة من فيفري 2000 إلى ماي

2015، تتمثل فرضية الدراسة الرئيسية في أن آثار تغيرات أسعار البترول على أسعار الأسهم لا تعتمد فقط على ما إذا كان مصدر صدمات أسعار البترول من جانب الطلب أو جانب العرض، بل يعتمد أيضا على ما إذا كان البلد قيد الدراسة هو بلد مستورد أم مصدر للبترول، والنتائج تؤكد أن تأثير تغيرات أسعار البترول بسبب صدمات العرض كان تأثيرا إيجابيا واضحا على عوائد سوق الأوراق المالية في روسيا، وهو تأثير سلبي على الولايات المتحدة وأثر غامض على المملكة العربية السعودية، ومع ذلك فإن تغيرات أسعار البترول بسبب صدمات الطلب لها تأثير إيجابي على جميع البلدان الثلاثة. (Marashdeh & Afandi, 2017)

(6) دراسة Park and Ratti (2008)

سعت هذه الدراسة لاختبار تأثير تقلبات أسعار البترول على أسواق الأسهم بالولايات المتحدة وثلاثة عشر دولة أوروبية خلال الفترة 1996-2005، توصلت الدراسة لوجود تأثير إيجابي لتقلبات أسعار البترول على عوائد الأسهم بالأسواق المالية الأمريكية، أما في الدول الأوروبية موضوع الدراسة فقد اختلف التأثير طبقا لكون الدولة مصدرة أو مستوردة للبترول، فالنرويج مثلا أظهر سوقها المالي علاقة إيجابية إلى حد كبير مع أسعار البترول، بينما سجلت الدول المستوردة نتائج غير متماثلة تتراوح بين وجود تأثير سلبي وعدم وجود تأثير لأسعار البترول على عوائد الأسهم (Park & Ratti, 2008).

(7) دراسة Filis and others (2011)

تناولت هذه الدراسة الارتباط الديناميكي بين أسعار سوق الأسهم وأسعار البترول للدول المستوردة والمصدرة للبترول، من خلال إجراء مقارنة بين الدول المصدرة والدول المستوردة للبترول، واستخدمت الدراسة نموذج (DCC-GARCH) لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة بناء على بيانات ست دول، دول ثلاث مستوردة للبترول: كندا والمكسيك والبرازيل، وثلاث دول مصدرة للبترول: الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا وهولندا، وقدمت الدراسة أدلة على أن الارتباط المتغير بمرور الوقت بين أسعار البترول والأسهم لا يختلف بين الاقتصادات المستوردة للبترول والمصدرة للبترول، وتم تفسير ذلك بحقيقتين، أولا من المتوقع أن تؤثر صدمات أسعار البترول في جانب الطلب الإجمالي بسبب التقلبات في دورة الأعمال العالمية على جميع أسواق الأسهم بنفس الطريقة، إن النتيجة التي مفادها أن صدمات أسعار البترول الاحترازية في جانب الطلب تميل إلى التأثير على البلدان المستوردة للبترول والمصدرة له بنفس الطريقة، يمكن أن تعزى إلى حقيقة أن قطاع البترول في البلدان المستوردة التي شملتها الدراسة صغير إلى حد ما بحيث لا تتناسب آثار عدم اليقين أي نقص في إمدادات البترول الخام في المستقبل، مع الأخذ في الاعتبار الطلب المستقبلي على البترول الخام هو الحد الأدنى.

ومع ذلك، فإن تغيرات الارتباط تستجيب لأصل صدمات أسعار البترول في فترات الاضطرابات العالمية أو التغيرات في مرحلة دورة الأعمال العالمية، وعلى وجه الخصوص فإن صدمات الطلب الاحترازية (الطلب الوقائي على البترول)، التي سببتها الحروب أو الهجمات الإرهابية وصدمات جانب الطلب الكلي الناجمة عن تقلبات دورة الأعمال العالمية (كالأزمة الآسيوية، وازدهار سوق الإسكان، والنمو الصيني، والأزمة المالية العالمية) تميل إلى التأثير على الاقتصاد العالمي، وفي هذه الحالة يكون الارتباط بين أسعار البترول وأسعار سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر بكثير مقارنة بالصدمات على جانب العرض الناجمة عن تخفيضات إنتاج أوبك والأعاصير وما إلى ذلك.

وتظهر نتائج الارتباط المتأخر أن أسعار البترول تمارس تأثيراً سلبياً في جميع أسواق الأسهم، بغض النظر عن مصدر صدمة أسعار البترول (صدمة عرض أو طلب)، والاستثناء الوحيد هو الأزمة المالية العالمية عام 2008 حيث أظهرت أسعار البترول المتأخرة علاقة إيجابية مع أسواق الأسهم (Filis, Degiannakis, & Flo, 2011).

8) دراسة Boldanova, Degiannakis & Filis (2016)

استخدمت الدراسة البيانات الشهرية من سنة 2000 إلى 2014 بالاعتماد على نموذج GARCH ولوحظ بأن العلاقة بين أسواق البترول وأسواق الأسهم مرتبطة ومتغيرة عبر الزمن وتتأثر بمختلف الأحداث السياسية والاقتصادية والجغرافية، وبالنسبة للعلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار البترول في الدول المستوردة له هي علاقة ديناميكية إيجابية عدا بعض الفترات كانت الارتباط متوسطاً، أما العلاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وأسعار البترول في الدول المصدرة له كانت سلبية خلال الغزو الأمريكي للعراق والأعاصير الأطلسية وأحداث الربيع العربي وبعيدا عن هذه الأحداث فإن علاقة الارتباط بينها كانت إيجابية واستطاع الباحث من خلال النتائج التي توصل إليها بأن يصل للاستنتاج القائل بأنه ليس هناك فرق في العلاقات في المؤشرات المالية في الدول المصدرة للبترول والدول المستوردة للبترول، فإذا كانت الدولة مصدرة أو مستوردة فإن علاقة الأسواق المالية فيها تكون إيجابية، حيث أن السبب غير مرتبط بأسعار البترول فقط وإنما بعامل المضاربة في الأسواق، والمضاربة هي من أهم العوامل التي تؤدي إلى زيادة الترابط بين الأسواق، وخلال الأزمات تزداد علاقة الارتباط بين الأسواق عن باقي الفترات (Boldanov, Degiannakis, & Filis, 2016).

9) دراسة Miller & Ratti (2009)

تطرقَت الدراسة إلى "البترول الخام وأسواق الأسهم: الاستقرار وعدم الاستقرار"، وعند القيام بدراسة العلاقة طويلة الأجل بين أسعار البترول وأسواق الأسهم كانت ذات دلالة إحصائية قوية وتشير إلى الارتباط الشديد بين أسعار الأسهم وأسعار البترول ما بين سنتي 1971 إلى 1980 وأيضاً ما بين 1988 إلى 1998 ولكن هذا الارتباط يكون بشكل عكسي، أي أنه في حال ارتفاع البترول تنخفض أسعار الأسهم وفي حال انخفاض أسعار البترول ترتفع أسعار الأسهم، وذلك لأن جميع اقتصاديات الدول تعتمد بشكل أساسي على البترول في جميع الأنشطة الاقتصادية (Miller & Ratti, 2009).

10) دراسة منشد مازن حمد 2017

تهدف هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين أسعار البترول وأسواق الأسهم، بالاعتماد على مؤشرات أسواق البترول ومؤشرات الأسواق المالية محور الدراسة، حيث تم اختبار العلاقة بين أسعار البترول وأسعار الأوراق المالية، واختبار العلاقة البينية للأسواق المالية للدول المصدرة للبترول، وللأسواق المالية للدول المستوردة للبترول، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين الأسواق المالية للدول المصدرة للبترول والأسواق المالية للدول المستوردة للبترول، وأجريت هذه الاختبارات باستخدام منهجية التكامل المشترك، Co-integration ومتجهات تصحيح الخطأ وبحث العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل بتطبيق نموذج تصحيح الخطأ VECM بالاعتماد على بيانات الإغلاق اليومية لمؤشرات الأسعار خلال فترة الدراسة من 2005/01/02 وحتى 2015/01/31، ومن أهم نتائج الدراسة أن أسعار

البترول تؤثر على أسواق الأسهم في الدول المصدرة للبترول على الأجل القصير والطويل، بينما لا توجد علاقة تكامل مشترك بين أسعار البترول وأسواق الأسهم في الدول المستوردة للبترول، كما تتفاوت نتائج العلاقة بين أسواق الأسهم في الدول المصدرة للبترول والدول المستوردة له.

وأوصت الدراسة بأن يتم تعزيز فرص التبادل بين الأسواق في كل من الدول المصدرة والمستوردة للبترول، والبحث عن عائدات أفضل بين أسواق الأسهم بناء على أسعار البترول، وأما الدول المستوردة فعليها بذل جهد أكبر في توجيه تحويلات المغتربين نحو الاستثمار في أسواقها، وعلى القائمين في بورصة فلسطين بذل جهد أكبر لجلب عدد من الاستثمارات الخارجية وبالتحديد من الدول المصدرة للبترول لسوق الأسهم الفلسطيني (منشد، 2017).

وبناء على العرض السابق للأدبيات والدراسات السابقة يظهر عدم وجود إجماع حول النتائج الخاصة بالعلاقة بين تقلبات أسعار البترول والأسواق المالية، وقد تنسب هذه النتائج المتداخلة إلى اختلاف الفترة الزمنية أو المؤشرات المختارة أو الطرق القياسية المتبعة إضافة إلى نوع الصدمة البترولية والحالة العامة للاقتصاد خلال فترة تطبيق الدراسات، إلا أنه يمكن القول أن الدراسات السابقة المذكورة أعلاه توفر قاعدة صلبة تعطي فكرة بشأن تقلبات أسعار البترول وتأثيرها على أداء الأسواق المالية، كما أنها تعطي فكرة عن النتائج والاستنتاجات من تلك الأبحاث التي أجريت بالفعل في بلدان وبيئات متنوعة ومختلفة، وتعتبر الدراسة الحالية هي محاولة ملء الفجوات الموجودة في الدراسات السابقة أو تأكيد البعض منها ومحاولة لمعرفة العلاقة بين تقلبات أسعار البترول وأداء السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000 إلى 2018.

المبحث الرابع: نموذج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

بعد التطرق لأهم التطورات في مؤشرات أداء السوق المالية السعودية ومؤشر أسعار البترول العربي الخفيف، والدراسات والأدبيات المفسرة للعلاقة بين تقلبات أسعار البترول ومؤشرات أداء الأسواق المالية، تمت إضافة بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية للدراسة كمتغيرات مستقلة مفسرة والمتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، أسعار الفائدة، عرض النقود، وسيتناول هذا المبحث المنهجية المتبعة والنموذج القياسي المعتمد في هذه الدراسة، وشرح الأساليب القياسية المستخدمة، واختبار فرضيات الدراسة من خلال فحص السلاسل الزمنية وتقدير العلاقة بين متغيراتها باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، بالإضافة إلى اختبار صحة وسلامة النموذج القياسي بإجراء الاختبارات التشخيصية.

المطلب الأول: تحديد نموذج الدراسة والأساليب القياسية المستخدمة

في هذه الدراسة سيتم الاعتماد على السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة، وصياغة نموذج قياسي لوغاريتمي لكل مؤشر من مؤشرات أداء السوق المالية السعودية.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من مؤشرات أداء السوق المالية السعودية "تداول" المختارة وهي: المؤشر العام "تاسي TASI" للسوق المالية السعودية، ومؤشر القيمة السوقية، ومؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية، ومؤشر معدل دوران الأسهم خلال فترة الدراسة، حيث أنه تم تجميع معدلات الإغلاق الربع سنوية لجميع المؤشرات المذكورة خلال الفترة من الربع الأول لسنة 2000 إلى الربع الرابع من سنة 2018، وتمثلت في 76 مشاهدة لكل مؤشر.

حيث تميزت هذه الفترة بعدم استقرار أسعار البترول في الأسواق العالمية فكانت تتأرجح بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى، ويعود ذلك لحصول العديد من التطورات والأحداث الاقتصادية والسياسية الهامة والمتعاقبة، والتي أثرت بدورها على أسعار البترول والأسواق المالية، وبما أن المملكة العربية السعودية هي إحدى أكبر الدول المصدرة للبترول في العالم، فقد تم التعامل مع مؤشر أسعار البترول العربي الخفيف السعودي كمؤشر مستقل رئيسي في الدراسة، كون أن البترول العربي الخفيف أحد مكونات خامات البترول لسلة أوبك، ولكون المملكة العربية السعودية دولة ريعية فإن حركة السوق المالية فيها ترتبط بأسعار البترول وذلك لاعتمادها على عوائد البترول بشكل أساسي في تنمية وتمويل أنشطتها الاقتصادية.

الفرع الثاني: متغيرات الدراسة

1) المتغيرات المستقلة:

ويتمثل المؤشر المستقل الرئيسي للدراسة في:

◀ مؤشر أسعار البترول العربي الخفيف السعودي (PP) (Saudi Arabian Light Crude Petroleum)

(Prices) وتم تجميع بياناته الربع سنوية ابتداء من الربع الأول لسنة 2000 إلى الربع الرابع لسنة 2018.

ولدعم الدراسة تم إضافة بيانات ربع سنوية لمتغيرات اقتصادية مفسرة (مستقلة) أخرى إضافة إلى متغير أسعار البترول العربي الخفيف السعودي، وتم الإشارة إلى هذه المتغيرات في الفصل الأول (المتغيرات الكلية المؤثرة على أداء الأسواق المالية) والمتمثلة في:

◀ معدل التضخم: (Inf) (Inflation Rate) حيث يعتبر التضخم من أهم المتغيرات الكلية المؤثرة على الاقتصاد عامة

والأسواق المالية خاصة، ويؤثر التضخم سلباً على قرارات الاستثمار لأن الارتفاع الكبير في معدل التضخم يعني ارتفاع مستوى التكاليف التي سيتحملها المستثمر بالتالي انخفاض مبيعاته المتوقعة.

◀ معدل أسعار الفائدة على الودائع لثلاث شهور: (IR) (Deposit Interest Rate) حيث تعتبر الودائع بديل

استثماري قليل المخاطر مقارنة بالأسهم، ومن أهم المؤشرات الاقتصادية التي لها تأثير على القرارات الاستثمارية، وارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يؤثر سلباً على الاستثمار في الأسهم العالية المخاطر، وتم اختيار أسعار الفائدة للودائع الربع سنوية، لأن الدراسة تتبع البيانات الربع سنوية لباقي المتغيرات.

◀ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي: (GDPR) (Real Gross Domestic Product) حيث أن تحركات

الناتج المحلي الإجمالي مهمة في تحديد أسعار الأسهم في الأسواق المالية، فكلما تحسن الأداء الاقتصادي العام تحسنت توقعات التدفقات النقدية للاستثمار وارتفعت قيمتها الحالية، وبذلك يزيد الاستثمار في الموجودات الثابتة والمالية أهمها الأسهم، ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها.

◀ عرض النقود بمفهومه الواسع (M2): حيث تعتبر النقود أهم وسيلة دفع في الاقتصاد، ويتمثل العرض النقدي في رصيد الودائع

الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقد المحتفظ به لدى الجمهور، حيث أن زيادة العرض النقدي يتبعها تحسن في مستوى الأداء الاقتصادي، وتؤدي غالباً إلى تخفيض أسعار الفائدة ما يشجع الاستثمار في الأسهم والأوراق المالية.

2) المتغيرات التابعة:

وتتمثل المتغيرات التابعة في مؤشرات أداء السوق المالية السعودية التي تم اختيارها والمتمثلة في:

1) المؤشر العام للسوق المالية السعودية "TASI" (Index) (Tadawul All-Share Index)

2) مؤشر القيمة السوقية (MC) (Market Capitalization)

3) مؤشر قيمة الأسهم المتداولة (TVT) (Total Value Traded)

4) مؤشر معدل دوران الأسهم (STR) (Shares Turnover Rate)

الفرع الثالث: مصادر جمع البيانات

تم الرجوع إلى المصادر والمراجع المختلفة التي قدمت دراسات في موضوع تقلبات أسعار البترول العالمية وعلاقتها بأداء الأسواق المالية العالمية والعربية، بالإضافة إلى الكتب والدوريات والمنشورات والرسائل والتقارير التي تتعلق بموضوع البحث والحصول على المعلومات المطلوبة لضبط منهجية الدراسة، أما البيانات المطلوبة للتحليل فقد تم الحصول عليها مباشرة من خلال المواقع الرسمية كالسوق المالية السعودية "تداول"، والذي تتوفر فيه بيانات إغلاق مؤشرات الأداء والتقارير الإحصائية اللازمة لفترة الدراسة، بالإضافة إلى التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية وإصدارات هيئة السوق المالية السعودية وهيئة العامة للإحصاء السعودية، أما بيانات أسعار البترول و الناتج المحلي الإجمالي، وأسعار الفائدة، ومعدل التضخم، وعرض النقود، فقد تم أخذها من التقارير والإحصائيات الشهرية والسنوية من موقع الدول المصدرة للبترول "أوبك" ومنظمة الدول العربية المصدرة للبترول "أوبك"، ومؤسسة النقد العربي السعودي، وصندوق النقد العربي والدولي، والبنك الدولي.

الفرع الرابع: النموذج القياسي للدراسة

لتفسير وتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، واستخدام السلاسل الزمنية المتعددة، وتم إدخال اللوغاريتم على عرض النقود M2، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، بينما بقيت المتغيرات الأخرى على حالها، وسيتم معالجة البيانات باستخدام برنامج الـ Eviews 10.

ويتكون النموذج القياسي للدراسة من أربعة نماذج فرعية:

أولاً: النموذج الخاص بتأثير تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية:

سيتم اختبار العلاقة بين أسعار البترول العربي الخفيف وباقي المتغيرات المفسرة بالمؤشر العام للسوق المالية السعودية باستخدام نموذج (Multi-Regression) حيث تم ربط المتغيرات بالعلاقة التالية:

$$INDEX_t = \alpha_i + \beta_{i;1} PP_t + \beta_{i;2} INF_t + \beta_{i;3} IR_t + \beta_{i;4} \ln(GDPR_t) + \beta_{i;5} \ln(M2_t) + \varepsilon_t \dots (I)$$

حيث أن: t: تمثل الزمن.

α_i ، $\beta_{i;j}$ تمثل معاملات التقدير.

ε_t : تمثل المتغير العشوائي.

INDEX: المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

PP_t: تمثل أسعار البترول العربي الخفيف.

INF_t : تمثل معدل التضخم.
 IR_t : تمثل أسعار الفائدة على الودائع.
 $Ln(GDPR_t)$: تمثل لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
 $Ln(M2_t)$: تمثل لوغاريتم عرض النقود بمفهومه الواسع.

ثانيا: النموذج الخاص بتأثير تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية:

سيتم اختبار العلاقة بين أسعار البترول العربي الخفيف وباقي المتغيرات المفسرة بمؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية باستخدام نموذج (Multi-Regression) حيث تم ربط المتغيرات بالعلاقة التالية:

$$MC_t = \alpha_i + \beta_{i,1}PP_t + \beta_{i,2}INF_t + \beta_{i,3}IR_t + \beta_{i,4} \ln(GDPR_t) + \beta_{i,5} \ln(M2_t) + \varepsilon_t \dots (II)$$

حيث أن MC_t : تمثل القيمة السوقية للسوق المالية السعودية (Market Capitalization) ، أما باقي المتغيرات تم تعريفها في المعادلة رقم (I).

ثالثا: النموذج الخاص بتأثير تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية:

سيتم اختبار العلاقة بين أسعار البترول العربي الخفيف وباقي المتغيرات المفسرة بمؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية باستخدام نموذج (Multi-Regression) حيث تم ربط المتغيرين بالعلاقة التالية:

$$TVT_t = \alpha_i + \beta_{i,1}PP_t + \beta_{i,2}INF_t + \beta_{i,3}IR_t + \beta_{i,4} \ln(GDPR_t) + \beta_{i,5} \ln(M2_t) + \varepsilon_t \dots (III)$$

حيث أن TVT_t : تمثل القيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية (Total Value Traded) أما باقي المتغيرات تم تعريفها في المعادلة رقم (I).

رابعا: النموذج الخاص بتأثير تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية:

سيتم اختبار العلاقة بين أسعار البترول العربي الخفيف وباقي المتغيرات المفسرة بمؤشر معدل دوران الأسهم العام للسوق المالية السعودية باستخدام نموذج (Multi-Regression) حيث تم ربط المتغيرات بالعلاقة التالية:

$$STR_t = \alpha_i + \beta_{i,1}PP_t + \beta_{i,2}INF_t + \beta_{i,3}IR_t + \beta_{i,4} \ln(GDPR_t) + \beta_{i,5} \ln(M2_t) + \varepsilon_t \dots (IV)$$

حيث أن: STR_t : تمثل معدل دوران الأسهم للسوق المالية السعودية (Shares Turnover Rate)، أما باقي المتغيرات تم تعريفها في المعادلة رقم (I).

الفرع الخامس: الأساليب القياسية المستخدمة في التحليل

فيما يلي سيتم شرح الأساليب القياسية المستخدمة في التحليل القياسي للدراسة:

أولاً: اختبارات جذر الوحدة لاستقرارية السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

ويمثل أول خطوة في التحليل القياسي لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، حيث أن أغلب السلاسل الزمنية تعاني من عدم الاستقرار حيث أنها تحتوي على جذر الوحدة، مما يؤدي إلى وجود ارتباط زائف ومشاكل في التحليل والاستدلال القياسي، لذا وجب اللجوء إلى اختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

يتم إجراء هذا الاختبار للسلاسل الزمنية الأصلية عند المستوى أولاً، وإذا لم تستقر عنده يتم أخذ الفرق الأول، وإذا استلزم الأمر يأخذ الفرق الثاني إلى أن تستقر السلاسل (Gujarati, 2003, p. 819)، ومن أهم اختبارات جذر الوحدة الخاصة باستقرارية السلاسل الزمنية نجد:

1) اختبار ديكي فولر البسيط (Dickey-Fuller Test (DF)

توصل ديكي وفولر سنة 1979 لطريقة يمكن من خلالها اختبار استقرار أو عدم استقرار السلسلة الزمنية، ويعتمد هذا الاختبار على نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى للمتغير التابع والذي يمكن توضيحه على النحو التالي: (طه محمود، 2018، صفحة 597)

$$Y_t = \lambda Y_{t-1} + u_t$$

$$\begin{cases} H_0: \lambda = 0 & \text{(وجود جذر الوحدة) السلسلة غير مستقرة} \\ H_1: \lambda \neq 0 & \text{(عدم وجود جذر الوحدة) السلسلة مستقرة} \end{cases}$$

ويتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

كما اقترح ديكي فولر معادلتين للانحدار يمكن أن تستخدم لاختبار جذر الوحدة: (الحسيني، 2016، صفحة 225)

$$\Delta \gamma_t = \alpha_0 + \lambda \gamma_{t-1} + u_t \quad \checkmark \text{ الدالة تشمل ثابت}$$

$$\Delta \gamma_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \lambda \gamma_{t-1} + u_t \quad \checkmark \text{ الدالة تشمل ثابت واتجاه زمني}$$

$$\Delta \gamma_t = \lambda \gamma_{t-1} + u_t \quad \checkmark \text{ الدالة بدون ثابت وبدون اتجاه زمني}$$

حيث أن:

y : المتغير المراد اختباره Δ : الفرق الأول $(\alpha_0, \alpha_1, \lambda)$: المعلمات النموذج المراد تقديرها
 u_t : حد الخطأ العشوائي t : الزمن أو متغير الاتجاه العام.

وبنفس طريقة ديكي فولر البسيط يتم اختبار الفرضية الصفرية H_0 ضد الفرضية البديلة H_1 فإذا تم قبول الفرضية H_0 فهذا يعني وجود جذر الوحدة، أي أن السلسلة غير مستقرة، في حين أن قبول H_1 فهذا يعني أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة، أي أن السلسلة مستقرة.

2) اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) Augmented Dickey–Fuller Test

يستخدم هذا الاختبار (ADF) في حالة السلاسل الزمنية التي تعاني من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين قيم الأخطاء بها، وهو اختبار مطور لاختبار ديكي فولر البسيط (DF)، حيث يتم هذا الاختبار بإضافة قيم في فترات زمنية متأخرة للمتغير التابع Δy_t في المعادلات الثلاث السابقة لنموذج (DF) (جورجاني، 2015، صفحة 1052)، ويشتمل الاختبار على ثلاثة حالات يمكن توضيحها بالمعادلات التالية: (طه محمود، 2018، صفحة 598)

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta y_{t-i} + u_t \quad \checkmark \text{الدالة تشمل ثابت}$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta y_{t-i} + u_t \quad \checkmark \text{الدالة تشمل ثابت واتجاه زمني}$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta y_{t-i} + u_t \quad \checkmark \text{الدالة بدون ثابت وبدون اتجاه زمني}$$

$$\begin{cases} H_0: \lambda = 0 & \text{(وجود جذر الوحدة) السلسلة غير مستقرة} \\ H_1: \lambda \neq 0 & \text{(عدم وجود جذر الوحدة) السلسلة مستقرة} \end{cases} \quad \text{ويتم اختبار الفرضيتين التاليتين:}$$

وبنفس طريقة ديكي فولر البسيط يتم اختبار الفرضية الصفرية H_0 ضد الفرضية البديلة H_1 فإذا تم قبول الفرضية H_0 فهذا يعني وجود جذر الوحدة، أي أن السلسلة غير مستقرة، في حين أن قبول H_1 فهذا يعني أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة، أي أن السلسلة مستقرة.

حيث يتم رفض الفرضية الصفرية القائمة على وجود مشكلة جذر الوحدة، إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF) أكبر من القيم المطلقة للقيمة الحرجة عند مستوى دلالة 5%، ونقبل الفرضية العدمية إذا كانت القيمة الاحتمالية أقل من 5%.

3) اختبار فيليبس بيرون (PP) Phillips Perron Test

يعد هذا الاختبار الغير معلمي فعالاً، حيث يأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء، حيث يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن الميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية إذ اعتمد فيليبس وبيرون التوزيعات المحدودة لاختباري (ADF) و (DF) نفسها ويجري هذا الاختبار على أربعة مراحل: (شيخي، 2012، صفحة 212)

- ✓ التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS للنماذج الثلاثة الرئيسية لاختبار ديكي فولر مع حساب الإحصاءات المرافقة.
- ✓ تقدير التباين قريب الأجل وفق المعادلة التالية: $\sigma^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_t^2$ حيث أن: $\hat{\varepsilon}_t^2$ تمثل البواقي و T عدد المشاهدات.
- ✓ تقدير المعامل المصحح S_1^2 المسمى تباين بعيد الأجل وفق المعادلة التالية:

$$\sigma^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_t^2 + 2 \sum_{i=1}^T \left[1 - \frac{i}{L+1} \right] \frac{1}{T} \sum_{t=i+1}^T \hat{\varepsilon}_t \hat{\varepsilon}_{t-1}$$

من أجل تقدير هذا التباين من الضروري إيجاد عدد التباطؤات L المناسبة والمقدرة بدلالة عدد المشاهدات الكلية على النحو

$$L \approx 4 \left[\frac{T}{100} \right]^{2/9} \text{ التالي:}$$

$$t_{\hat{\varphi}}^* = \sqrt{K} \times \frac{(\hat{\vartheta}-1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\vartheta}}} + \frac{T(K-1)\hat{\sigma}_{\hat{\vartheta}}}{\sqrt{K}} \text{ حساب إحصائية فيليبس وبيرون وفق المعادلة التالية:}$$

حيث أن: $K = \frac{\hat{\sigma}^2}{S_1^2}$ ويساوي 1 في الحالة التقريبية عندما تكون $\hat{\varepsilon}_t$ تشويشا أبيض.

وتقارن الإحصائية مع القيمة الحرجة لجدول ماك كينون Mackinnon.

ثانياً: نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) Autoregressive Distributed Lag Model

ويعد هذا النموذج دمج بين نماذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع، حيث تكون السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمتها وقيم المتغيرات التفسيرية الحالية بفترة أو أكثر، حيث تمتاز منهجية (ARDL) للتكامل المشترك ومنهجيته التكامل الأخرى بإمكانية تطبيق اختبار الحدود المتكامل المشترك، بغض النظر عما إذا استقرت المتغيرات عند المستوى أو الفرق الأول.

ولنموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) عدة خصائص هي: (الشوريجي، 2009، صفحة 156)

- ✓ أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الرتبة I(0) أو من الرتبة الأولى I(1) بشرط ألا تكون متكاملة من الرتبة الثانية فقط I(2).

- ✓ إمكانية تقدير الأجل الطويل والقصير في آن واحد فضلا عن إمكانية التعامل مع المتغيرات التفسيرية في النموذج بفترات إبطاء زمنية مختلفة.
- ✓ تكون نتائج تطبيق النموذج دقيقة في حالة حجم العينة صغيرا، فضلا عن بساطة النموذج في تقدير التكامل المشترك باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية.
- ✓ إمكانية التمييز بين المتغيرات التابعة والمستقلة في النموذج والسماح باختبار العلاقة بين المتغيرات الأصلية (عند المستوى) بغض النظر فيما إذا كانت المتغيرات التفسيرية مستقرة عند $I(0)$ أو $I(1)$ أو مزيج بينهما.
- ✓ استخدام هذا النموذج يساعد على التخلص من المشكلات المتعلقة بمحدد المتغيرات ومشكلات الارتباط الذاتي، مما يجعل المقدرات الناتجة كفؤة وغير متحيزة.
- ✓ يأخذ النموذج عدد كافي من فترات التباطؤ الزمني للحصول على أفضل مجموعة من البيانات من نموذج الإطار العام.
- ✓ يعطي النموذج أفضل النتائج للمعلمات في الأجل الطويل، ويمكن الاعتماد على اختبارات التشخيص بشكل كبير.
- ✓ يمكن النموذج من تحديد العلاقة التكاملية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، فضلا عن تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وتعد معلمته المقدرة للأجل القصير والطويل أكثر اتساقا من تلك المقدرة بالطرق الأخرى لاختبار التكامل المشترك.

ويمكن كتابة الصيغة العامة لنموذج (ARDL) المكون من متغير تابع Y ، و K متغيرات التفسيرية (X_1, X_2, \dots, X_k) ، على النحو التالي: (غزغزي، 2023، صفحة 268)

$$\Delta Y_t = c + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{1t-1} + \beta_3 Y_{2t-1} + \dots + \beta_{k+1} Y_{kt-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \lambda_{1i} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_1-1} \lambda_{2i} \Delta y_{1t-i} + \sum_{i=1}^{q_2-1} \lambda_{3i} \Delta y_{2t-i} + \dots + \sum_{i=1}^{q_k-1} \lambda_{(k+1)i} \Delta y_{kt-i} + u_t$$

حيث أن:

u_t : حد الخطأ العشوائي

c : الحد الثابت

Δ : الفرق الأول

λ : معلمات العلاقة قصيرة الأجل

β : معلمات العلاقة طويلة الأجل

$(p, q_1, q_2, \dots, q_k)$ تمثل فترات الإبطاء للمتغيرات $(Y, X_1, X_2, \dots, X_k)$ على الترتيب.

ولتطبيق منهجية تحليل التكامل المشترك في إطار استخدام نموذج (ARDL) فإن ذلك يتطلب القيام بالخطوات التالية: (طه محمود، 2018، صفحة 600)

1) اختبار فترات الإبطاء المثلى للفروق

ويتم اختبار فترات الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في معادلة نموذج (ARDL) السابقة من خلال استخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي غير المقيد وتوجد خمسة معايير لتحديد الفترة وهي:

أ) معيار خطأ التنبؤ النهائي (Final Prediction Error 1969) ويتم وفق المعادلة التالية:

$$FPE_{(p)} = \left[\frac{T + P - k}{k - p \cdot k} \right]^k \cdot \det \sum e$$

ب) معيار معلومات أكايكي (Akaike Information Criterion 1973) ويتم وفق المعادلة التالية:

$$AIC_{(p)} = \ln \left[\det \left(\sum e \right) \right] + \frac{2k^2 P}{T}$$

ت) معيار معلومات شوارز (Schwarz Criterion 1978) ويتم وفق المعادلة التالية:

$$SC_{(p)} = \ln \left[\det \left(\sum e \right) \right] + \frac{2k^2 P \cdot \ln(T)}{T}$$

ث) معيار معلومات حنان وكوين (Hannan, Quinn Criterion 1979) ويتم وفق المعادلة التالية:

$$HQ_{(p)} = \ln \left[\det \left(\sum e \right) \right] + \frac{2k^2 P \cdot \ln \cdot \ln(T)}{T}$$

ج) معيار نسبة الإمكان الأعظم (Likelihood Raitio Test)

$$MLR_{(p)} = 2 \ln \prod_{i=1}^n \hat{p}_i^{y_i} + (1 - \hat{p}_i)^{1-y_i}$$

حيث: k: عدد المتغيرات في النموذج موضع الدراسة. T: عدد المشاهدات. P: عدد فترات الإبطاء.

$\sum e$: مصفوفة التباين والتباين المشترك المقدرة لبواقي النموذج.

ويتم تعريف فترة الإبطاء المثلى (P) بأنها تلك الفترة التي يتحقق عندها أدنى قيمة للمعايير الأربعة السابقة عند إجراء الاختبار.

2) اختبار التكامل المشترك (UECM) Unrestricted Error Correction Model

نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) هو منهج بديل لطريقة النحل وجرانجر وينطوي على تقدير معالم النموذج على الأجل القصير والطويل في معادلة واحدة، ويتم صياغة نموذج تصحيح الخطأ الغير مقيد (UECM) ضمن نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وفق المعادلة التالية: (لعصامي، 2021/2020، صفحة 237)

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \lambda_{1i} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^q \lambda_{2i} \Delta y_{t-i} + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 y_{t-1} + \mu_t$$

حيث أن:

β_1, β_2 : معلمات العلاقة طويلة الأجل. λ_2, λ_1 : معلمات العلاقة قصيرة الأجل.

μ_t : تمثل حد الخطأ العشوائي، له وسط حسابي يساوي الصفر، وتباين ثابت وليست له ارتباطات ذاتية متسلسلة فيما بينها.

q, p : تمثل فترات الإبطاء الزمني، وليس من الضروري أن تتساوى فترات الإبطاء للمتغير التابع والمستقل.

3) التحقق من وجود علاقة الأجل الطويل بين المتغيرات باستخدام منهج اختبار الحدود (ARDL Bounds Test)

يستخدم منهج اختبار الحدود لاختبار مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية الداخلة في النموذج بواسطة اختبار (F) وفي إطار اختبار (wold)، حيث يتم اختبار معاملات العلاقة طويلة الأجل في نموذج (ARDL).

وتصاغ الفرضيتين الصفرية والبديلة على النحو التالي: (بسيوني، 2021، صفحة 343)

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{k+1} = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_{k+1} \neq 0 \end{cases}$$

وعند قبول الفرضية الصفرية H_0 يعني أنه لا توجد هناك علاقة توازنية طويلة الأجل (علاقة تكامل مشترك) بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المكونة للنموذج، في حين أن قبول الفرضية البديلة H_1 يعني أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ويتحدد قبول أو رفض أي من الفرضيتين السابقتين على مقارنة قيمة F المحسوبة بالقيمة الجدولية الحرجة التي قدمها Pesaran في اختبار الحدود، فإذا كانت F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للاختبار فإنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة بمعنى أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، والعكس صحيح.

وفي حالة وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، تأتي مرحلة تقدير معادلة الأجل الطويل بالصيغة التالية: (عماري، 2021، صفحة

(69)

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \vartheta_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^q \delta_i X_{t-i} + u_t$$

حيث أن: δ_i, ϑ_i : معاملات المتغيرات. p, q : فترات الإبطاء. u_t : تمثل حد الخطأ العشوائي.

ويتم اختبار رتبة الإبطاء في نموذج (ARDL) حسب معيار (Akaike (AIC، أو معيار Schwarz Bayesian (SBC) Criterion، قبل تقدير النموذج المحدد بطريقة المربعات الصغرى، بهدف إلغاء الترابط التسلسلي أو الذاتي في الأخطاء العشوائية، وأوصى بيرسن وشين باختبار فترتي إبطاء كحد أقصى للبيانات السنوية.

4) التحقق من وجود علاقة الأجل القصير بين المتغيرات باستخدام اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد (RECM)

Restricted Error Correction Model

نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل يتم فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة في الأجل القصير أو التذبذب قصير الأجل حول اتجاه العلاقة في الأجل البعيد بحيث يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير بإدخال البواقي المقدر في انحدار الأجل الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، والذي يؤمن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والمستويات طويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل للوصول إلى التوازن طويل الأجل.

ثالثاً: الاختبارات القياسية لنموذج الدراسة

للتأكد من ملاءمة النموذج المستخدم وخلوه من المشاكل القياسية، وجب إجراء الاختبارات القياسية الآتية:

- 1) مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء: ويتم ذلك بتطبيق اختبار (Lagrange Multiplier (LM)
- 2) اختبار تجانس التباين: ويتم ذلك بتطبيق اختبار (Homoskedasticity testm : ARCH)
- 3) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: ويتم ذلك بتطبيق اختبار جاك-بيرا (Jarque-Bera)
- 4) اختبار استقرار النموذج: ويتم ذلك بتطبيق اختبارين وهما اختبار المجموع التراكمي للبواقي (Cumulative Cusum) واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (Cumulative Sum of Square) Cusum of Squares

الفرع السادس: آلية التوقعات القبلية للعلاقات النظرية المعتمدة بين المتغيرات

يتوقع أن تكون العلاقة بين المتغيرات التابعة المعبرة على أداء السوق المالية السعودية وأسعار البترول العربي الخفيف والمتغيرات الكلية المستقلة الأخرى كما يلي:

✓ يتوقع أن يكون هناك أثر إيجابي معنوي لأسعار البترول العربي الخفيف على جميع مؤشرات أداء السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير، كون البترول العصب الرئيسي في الاقتصاد السعودي، حيث أن ارتفاع أسعار البترول تؤدي إلى زيادة عائداته بالتالي التأثير على مؤشرات الاقتصاد الكلي كالإنفاق الحكومي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري وزيادة أرباح أسهم الشركات.

✓ يتوقع أن يكون هناك أثر إيجابي معنوي لمعدل التضخم على جميع مؤشرات أداء السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير، فزيادة قيمة الأسهم تكون من خلال قناة الزيادة في أسعار المنتجات للشركات التي تصدر الأسهم وزيادة أرباحها، كما أن زيادة معدلات التضخم تدفع المستثمرين إلى التحوط بزيادة الطلب على الأسهم، حيث يتوقع المستثمرون أن تكون أرباحها مرتفعة مقارنة بأسعار الفائدة الثابتة على الودائع والسندات حتى في ظل ارتفاع معدل التضخم.

✓ يتوقع أن يكون هناك أثر سلبي معنوي لأسعار الفائدة على الودائع على جميع مؤشرات أداء السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يؤدي بالمستثمرين إلى التخلي عن الاستثمار في الأسهم في السوق المالية نظراً لتدني عائدها مقابل العائد المرتفع والمضمون على الودائع، بالتالي انخفاض أسعار الأسهم في السوق المالية.

✓ يتوقع أن يكون هناك أثر إيجابي معنوي للنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي على جميع مؤشرات أداء السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير، حيث أن انتعاش الناتج المحلي الإجمالي وزيادة نموه تنعكس إيجابياً على مداخيل الأفراد، فيزيد الطلب على الأسهم والاستثمار في الأسواق المالية بالتالي ارتفاع أسعار الأسهم فيها.

المطلب الثاني: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية (2000-2018)

في ما يلي سيتم دراسة تأثير السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وبعض المتغيرات المستقلة المفسرة المختارة -عرض النقود بمفهومه الواسع (M2)، معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية لثلاثة أشهر (IR) والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (GDPR) - على المتغير التابع والمتمثل في المؤشر العام للسوق المالية السعودية (INDEX) خلال الفترة (2000-2018)، وهذا من خلال صياغته في شكل معادلة خط انحدار متعدد، حيث سيتم أولاً دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة من أجل تحديد النموذج والمنهجية الأنسب لهذه البيانات، ثم تطبيق الاختبارات القياسية المناسبة من أجل اختبار صلاحية هذا النموذج.

الفرع الأول: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية.

فيما يلي سيتم اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار جذر الوحدة ديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP):

أولاً: نتائج اختبار ديكي فولر الموسع:

يستخدم اختبار ديكي فولر الموسع ADF في حالة وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالحد العشوائي ε_t ، ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\Delta Y_t = a_1 + a_2 T + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=2}^m \phi \Delta Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

وفرضيتي الاختبار هما:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \lambda = 0 \text{ السلسلة غير مستقرة} \\ H_1: \lambda \neq 0 \text{ السلسلة مستقرة} \end{array} \right. \begin{array}{l} \checkmark \text{ الفرضية الصفرية: تحتوي السلسلة على جذر الوحدة أي أن} \\ \checkmark \text{ الفرضية البديلة: لا تحتوي السلسلة على جذر الوحدة أي أن} \end{array}$$

والجدول الموالي يعرض نتائج اختبار ديكي فولر لمتغيرات الدراسة:

الجدول (3-8): نتائج اختبار جذر الوحدة لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF)

عند المستوى										
المتغيرات		INDEX	INF	IR	LN_GDPR	LN_M2	MC	(STR)	PP	TVT
ثابت	احصائية-t	-3.0572	-3.3706	-2.5201	-0.7615	-1.6874	-1.8290	-2.1835	-8.6378	-2.2650
	احتمال	0.0344	0.0152	0.1148	0.8235	0.4335	0.3640	0.2140	0.0000	0.1859
ثابت واتجاه عام	احصائية-t	-3.0526	-3.2306	-1.9943	-3.0746	-0.5891	-3.1690	-2.5288	-8.9601	-2.2367
	احتمال	0.1256	0.0865	0.5948	0.1204	0.9767	0.0988	0.3138	0.0000	0.4625
بدونهما	احصائية-t	-0.3121	-2.5807	-2.0058	2.6442	3.6019	0.0695	-1.0230	-8.3625	-1.3943
	احتمال	0.5697	0.0104	0.0436	0.9978	0.9999	0.7019	0.2729	0.0000	0.1506
القرار		مستقر	مستقر	مستقر	غير مستقر	غير مستقر	غير مستقر	غير مستقر	مستقر	غير مستقر
عند الفرق الأول										
المتغيرات		d(INDEX)	d(INF)	d(IR)	d(LN_GDPR)	d(LN_M2)	d(MC)	d(STR)	d(PP)	d(TVT)

ثابت	t-احصائية	-5.4315	-14.4953	-6.9469	-3.4130	-7.5537	-7.0963	-3.4731	-8.8895	-9.6290
	احتمال	0.0000	0.0001	0.0000	0.0137	0.0000	0.0000	0.0116	0.0000	0.0000
ثابت واتجاه عام	t-احصائية	-5.4825	-14.4969	-7.2549	-3.4114	-7.7205	-7.0696	-3.6145	-9.0733	-9.6264
	احتمال	0.0001	0.0001	0.0000	0.0579	0.0000	0.0000	0.0356	0.0000	0.0000
بدوئهما	t-احصائية	-5.4374	-14.5956	-6.9241	-2.0513	-6.6210	-7.0747	-3.4987	-8.8571	-9.6931
	احتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0394	0.0000	0.0000	0.0007	0.0000	0.0000
القرار		مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 10.

تدل نتائج اختبار جذر الوحدة وفق الجدول أعلاه على:

- ✓ أن السلاسل الزمنية لكل من لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) ولوغاريتم عرض النقود (LN_M2) والقيمة السوقية للأسهم (MC) وقيمة الأسهم المتداولة (TVT)، ومعدل دوران الأسهم (STR) غير مستقرة عند المستوى واستقرت عند الفرق الأول ما يعني رفض الفرضية الصفرية بأن هذه السلاسل غير مستقرة عند المستوى لكنها مستقرة عند الفرق الأول.
- ✓ أما المؤشر العام للسوق المالية السعودية (INDEX)، لسعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، معدل التضخم (INF)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، فقد استقرت عند المستوى عند معنوية 5%.

بالتالي فإن متغيرات الدراسة مستقرة إما في المستوى أو عند الفرق الأول، ومنه يمكن القول أن المنهجية المناسبة لنمذجة البيانات هي منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL).

ثانياً: اختبار استقرارية السلاسل باستخدام اختبار فيليبس بيرون (PP)

اختبار فيليبس بيرون هو عبارة عن تصحيح غير معلمي لإحصاءات اختبارات ديكي- فولر، بحيث أن هذا الاختبار يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، وله نفس التوزيعات المحدودة لاختبار ديكي فولر الموسع، وفرضيتي الاختبار هما:

$$\left\{ \begin{array}{l} \checkmark \text{ الفرضية الصفرية: تحتوي السلسلة على جذر الوحدة أي أن } H_0: \lambda = 0 \\ \checkmark \text{ الفرضية البديلة: لا تحتوي السلسلة على جذر الوحدة أي أن } H_1: \lambda \neq 0 \end{array} \right.$$

بالاعتماد على برنامج الـ Eviews.10 تحصلنا على النتائج الواردة في الجدول التالي:

الجدول (3-9): نتائج اختبار جذر الوحدة للنموذج الأول للدراسة باستخدام فيليبس بيرون (PP)

عند المستوى										
المتغيرات		INDEX	INF	IR	LN_GDPR	LN_M2	MC	STR	PP	TVT
ثابت	t-احصائية	-2.3615	-5.3501	-2.5592	0.3093	-1.6148	-2.0528	-2.5279	-8.6378	-2.3113
	احتمال	0.1561	0.0000	0.1060	0.9774	0.4701	0.2642	0.1130	0.0000	0.1712
ثابت واتجاه عام	t-احصائية	-2.3013	-5.2975	-2.1324	-3.3000	-0.7363	-2.5208	-2.5605	-9.0094	-2.2227
	احتمال	0.4279	0.0002	0.5194	0.0742	0.9663	0.3176	0.2993	0.0000	0.4701
بدونهما	t-احصائية	-0.5736	-4.2792	-1.9877	12.1447	2.9908	-0.1747	-1.2409	-8.3624	-1.3520
	احتمال	0.4656	0.0000	0.0455	1.0000	0.9992	0.6199	0.1955	0.0000	0.1622
القرار		غير مستقر	مستقر	مستقر	غير مستقر	غير مستقر	غير مستقر	غير مستقر	مستقر	غير مستقر
عند الفرق الأول										
المتغيرات		d(INDEX)	d(INF)	d(IR)	d(LN_GDPR)	d(LN_M2)	d(MC)	d(STR)	d(PP)	d(TVT)
ثابت	t-احصائية	-6.6996	-21.7047	-7.5954	-11.6227	-7.5686	-7.1511	-11.5687	-73.5935	-9.6026
	احتمال	0.0000	0.0001	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001	0.0000
ثابت واتجاه عام	t-احصائية	-6.6898	-25.3900	-7.7359	-11.4071	-7.7195	-7.1249	-19.6056	-72.4376	-9.6025
	احتمال	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001	0.0000
بدونهما	t-احصائية	-6.7226	-21.8999	-7.6148	-8.2433	-6.8703	-7.1303	-11.7144	-73.7618	-9.6648
	احتمال	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
القرار		مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.

يظهر لنا الجدول أعلاه والخاص بنتائج اختبار فيليبس بيرون (PP) أن:

- السلاسل الزمنية لكل من لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR)، ولوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، والقيمة السوقية للأسهم (MC)، وقيمة الأسهم المتداولة (TVT)، المؤشر العام للسوق المالية السعودية (INDEX)، ومعدل دوران الأسهم (STR) لم تكن مستقرة عند المستوى، ولكنها استقرت في المستوى الأول.
- أما باقي المتغيرات، السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، ومعدل التضخم (INF) وأسعار الفائدة (IR)، فهي مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5%.

بالتالي فإن متغيرات الدراسة مستقرة إما في المستوى أو عند الفرق الأول، ومنه يمكن القول أن المنهجية المناسبة لنمذجة البيانات هي منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL).

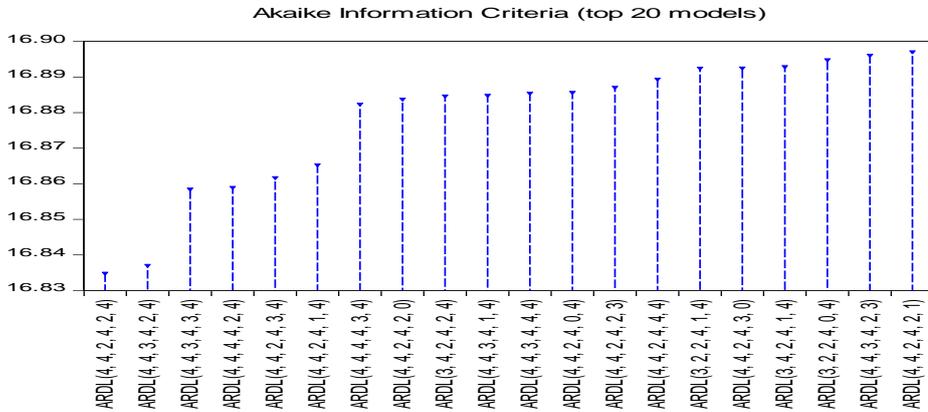
الفرع الثاني: تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

يتم تقدير النموذج الأول للدراسة الخاص بتأثير السعر الفوري للبترول العربي الخفيف وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية -معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، لوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) - على المؤشر العام للسوق المالية السعودية وهذا باستخدام برنامج Eviews 10، وفق الخطوات التالية:

أولاً: اختيار فترات الإبطاء المناسبة لنموذج الدراسة الأول.

يتم اختبار فترات الإبطاء بالاعتماد على المعايير المعلوماتية السابقة الذكر، وتشير المعايير إلى نموذج منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة بـ $ARDL(p, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5)$ حيث p تمثل فترة الإبطاء للمتغير التابع المؤشر العام للسوق المالية السعودية، و q_1, q_2, q_3, q_4, q_5 تمثل فترات الإبطاء للمتغيرات المستقلة، وقد كانت النتائج ممثلة في الشكل التالي:

الشكل (3-12): تحديد فترات التباطؤ للنموذج الأول



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتضح لنا جلياً أن فترة الإبطاء المناسبة لمتغيرات نموذج الدراسة الأول هي: أربع فترات إبطاء بالنسبة للمتغير التابع المؤشر العام للسوق المالية السعودية (INDEX)، وأربع فترات إبطاء بالنسبة للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وفترتي إبطاء بالنسبة للتضخم، وأربع فترات إبطاء بالنسبة أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، وفترتي إبطاء بالنسبة للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR)، وأربع فترات إبطاء بالنسبة للوغاريتم عرض النقود (LN_M2).

ثانياً: نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)

نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)، وهو منهج بديل لطريقة الجدل وجرانجر وينطوي على تقدير معالم النموذج على الأجل القصير والطويل في معادلة واحدة (1)، وتتم صياغة نموذج (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي، وسيتم تقدير تأثير المتغيرات المستقلة على مؤشر السوق المالية السعودية، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، حيث كانت نتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-10): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الأول

Dependent Variable: INDEX				
Method: ARDL				
Date: 06/19/24 Time: 17:37				
Sample (adjusted): 2001Q1 2018Q4				
Included observations: 72 after adjustments				
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): PP INF IR LN_GDPR LN_M2				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 12500				
Selected Model: ARDL(4, 4, 2, 4, 2, 4)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.860247	0.122248	7.036892	0.0000
INDEX(-2)	0.242001	0.167388	1.445744	0.1550
INDEX(-3)	-0.317646	0.159704	-1.988964	0.0527
INDEX(-4)	-0.255006	0.132351	-1.926742	0.0602
PP	0.187849	0.229322	0.819146	0.4169
PP(-1)	-0.086921	0.254182	-0.341962	0.7339
PP(-2)	0.650953	0.244097	2.666773	0.0105
PP(-3)	-0.118790	0.175662	-0.676241	0.5023
PP(-4)	17.76857	7.032768	2.526540	0.0150
INF	-11.78315	234.5585	-0.050235	0.9602
INF(-1)	283.4873	266.0921	1.065373	0.2923
INF(-2)	-922.7215	249.6757	-3.695680	0.0006
IR	861.4544	300.7396	2.864453	0.0063
IR(-1)	-386.4116	313.8370	-1.231249	0.2245
IR(-2)	342.5691	319.5714	1.071964	0.2893
IR(-3)	49.53783	324.7083	0.152561	0.8794
IR(-4)	-740.7958	259.0503	-2.859660	0.0064
LN_GDPR	2551.920	5132.555	0.497203	0.6214
LN_GDPR(-1)	-1212.869	6360.317	-0.190693	0.8496
LN_GDPR(-2)	-9205.856	5542.378	-1.660994	0.1035
LN_M2	5575.530	3100.931	1.798018	0.0787
LN_M2(-1)	-2724.686	3759.055	-0.724833	0.4722
LN_M2(-2)	6301.656	3848.487	1.637437	0.1084
LN_M2(-3)	299.2903	4054.014	0.073826	0.9415
LN_M2(-4)	-5892.914	3010.401	-1.957518	0.0564
C	62098.54	24676.65	2.516490	0.0154
R-squared	0.937676	Mean dependent var	7239.190	

Adjusted R-squared	0.903805	S.D. dependent var	3078.029
S.E. of regression	954.6629	Akaike info criterion	16.83479
Sum squared resid	41923535	Schwarz criterion	17.65692
Log likelihood	-580.0525	Hannan-Quinn criter.	17.16208
F-statistic	27.68322	Durbin-Watson stat	2.093859
Prob(F-statistic)	0.000000		
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول أعلاه والخاص بتقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد فإنه يتضح أن المتغيرات المستقلة (المفسرة) فسرت ما نسبته 93,76% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للسوق المالية السعودية، كما يتضح أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي المتسلسل للبواقي لأن قيمة دارين واتسون قريبة من القيمة اثنين (Durbin Watson Stat=2.09)، كما أنه لا توجد علاقة زائفة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة لأن معامل التحديد أقل من قيمة اختبار دارين واتسون.

ثالثاً: نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM)

نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل يتم فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة في الأجل القصير أو التذبذب قصير الأجل حول اتجاه العلاقة في الأجل الطويل بحيث يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير بإدخال البواقي المقدر في انحدار الأجل الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، والذي يؤمن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والمستويات طويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل للوصول إلى التوازن طويل الأجل، والجدول الموالي يوضح نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ المقيد:

الجدول رقم (3-11): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات الأجل القصير للنموذج الأول

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(INDEX)				
Selected Model: ARDL(4, 4, 2, 4, 2, 4)				
Case 2: ReSTRicted Constant and No Trend				
Date: 06/19/24 Time: 20:43				
Sample: 2000Q1 2018Q4				
Included observations: 72				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INDEX(-1))	0.330651	0.100113	3.302781	0.0019
D(INDEX(-2))	0.572652	0.108718	5.267333	0.0000
D(INDEX(-3))	0.255006	0.114752	2.222236	0.0312
D(PP)	0.187849	0.203951	0.921045	0.3618
D(PP(-1))	-18.30073	2.681931	-6.823716	0.0000
D(PP(-2))	-17.64978	2.609709	-6.763122	0.0000
D(PP(-3))	-17.76857	2.621274	-6.778600	0.0000
D(INF)	-11.78315	195.9129	-0.060145	0.9523
D(INF(-1))	922.7215	211.4224	4.364351	0.0001

D(IR)	861.4544	221.0365	3.897340	0.0003
D(IR(-1))	348.6888	210.3678	1.657520	0.1042
D(IR(-2))	691.2580	211.8077	3.263612	0.0021
D(IR(-3))	740.7958	217.3316	3.408597	0.0014
D(LN_GDPR)	2551.920	4351.539	0.586441	0.5604
D(LN_GDPR(-1))	9205.856	4531.246	2.031639	0.0480
D(LN_M2)	5575.530	2524.165	2.208861	0.0322
D(LN_M2(-1))	-708.0328	2431.214	-0.291226	0.7722
D(LN_M2(-2))	5593.624	2462.402	2.271613	0.0278
D(LN_M2(-3))	5892.914	2508.293	2.349372	0.0232
CointEq(-1)*	-0.470404	0.069018	-6.815680	0.0000
R-squared	0.607593	Mean dependent var		77.33944
Adjusted R-squared	0.464214	S.D. dependent var		1226.681
S.E. of regression	897.8986	Akaike info criterion		16.66812
Sum squared resid	41923535	Schwarz criterion		17.30053
Log likelihood	-580.0525	Hannan-Quinn criter.		16.91989
Durbin-Watson stat	2.093859			
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				

المصدر: مخرجات برنامج 10 Eviews.

تشير نتائج الاختبار إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.470404) وهي معنوية، وهذا يعني أن 47,04% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 2.12 وحدة زمن (أي 192 يوم) وتحصلنا على هذه القيمة بالعلاقة التالية: $\frac{1}{0.4704} = 2.12$ وحدة زمن، ووحدة الزمن هي فصل أي 90 يوم، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن المؤشر العام للسوق المالية السعودية يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 2,12 فترة زمنية (أي 192 يوم).

كما تشير نتائج الجدول من ناحية أخرى إلى العلاقة الموجودة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث يتبين لنا أن كل المتغيرات معنوية خلال فترة الدراسة، أما بالنسبة لأثر المتغيرات في الأجل القصير فكانت كما يلي:

✓ للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف أثراً سلبياً (معنوياً) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية، والمؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير يتأثر بسعر البترول لثلاث سنوات السابقة، وهذا ما يتنافى مع الأدبيات الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل القصير أسعار البترول على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ لمعدل التضخم أثراً إيجابياً (معنوياً) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، والمؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير يتأثر بمعدل التضخم للسنة السابقة، وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل القصير للتضخم على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ لأسعار الفائدة على الودائع المصرفية أثراً إيجابياً (معنوياً) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، والمؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير يتأثر بأسعار الفائدة على الودائع المصرفية للسنتين الثانية والثالثة السابقتين، وهذا ما

يتناقى مع النظرية الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير سلبي في الأجل القصير لأسعار الفائدة للودائع على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أثراً إيجابياً (معنوياً) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، والمؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير يتأثر بلوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للسنة السابقة، وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل القصير للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ للوغاريتم عرض النقود أثراً إيجابياً (معنوياً) على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، والمؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير يتأثر بلوغاريتم عرض النقود للسنة الحالية وبلوغاريتم عرض النقود للسنة الثانية السابقة وبلوغاريتم عرض النقود للسنة الثالثة السابقة، وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل القصير لعرض النقود على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الثانية في الأجل القصير، والتي تنص على وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، وبالتالي يمكن القول بأنه يوجد أثر سلبي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير.

واتفقت نتائج الفرضية الثانية في الأجل القصير مع نتائج "دراسة Basher" التي توصلت إلى أن الصدمات الإيجابية لأسعار البترول تؤدي إلى خفض أسعار الأسهم بالأسواق المالية الناشئة، ونتائج دراسة Boldanova, Degiannakis & Filis (2016) ودراسة Filis and others (2011) حيث أظهرت نتائج الدراسات أن الارتباط بين أسعار سوق الأسهم وأسعار البترول ارتباط عكسي وأن العلاقة بين أسعار البترول ومؤشرات أداء الأسواق المالية كانت سلبية خلال الأزمات القصيرة الأجل، كالغزو الأمريكي للعراق والأعاصير الأطلسية وأحداث الربيع العربي.

ويمكن تبرير التأثير السلبي لأسعار البترول على السوق المالية السعودية إلى أن ارتفاع أسعار البترول أدى إلى زيادة تكلفة المدخلات وأسعار السلع الاستهلاكية والرأسمالية المستوردة من قبل المملكة العربية السعودية، مما أدى إلى زيادة التضخم المحلي، وبالتالي ارتفاع أسعار الفائدة وارتفاع معدلات الخصم ومنه انخفاض أسعار الأسهم، بالإضافة إلى ذلك، إذا أصبحت السياسة النقدية مقيدة للسيطرة على معدلات التضخم، فيمكن أن ترتفع أسعار الفائدة وأسعار الخصم بشكل ملحوظ، وبما أن أسعار صرف العملة المحلية في المملكة العربية السعودية مرتبطة بالدولار الأمريكي، فقد يكون للأسواق المالية الأمريكية بعض التأثير على السوق المالية السعودية.

كما أن زيادة تكلفة الإنتاج للشركات الصناعية المحلية المستهلكة للبترول المدرجة في السوق المالية السعودية، وعدم قدرتها على تدارك الارتفاع في تكلفة الإنتاج جراء ارتفاع أسعار البترول في الأجل القصير، أدى إلى تدني أرباح هذه الشركات وانخفاض أسعار أسهمها وتأثيرها على المؤشر العام للسوق نظراً لحجمها الكبير في السوق المالية، كما أن ارتفاع أسعار البترول سيكون له نفس الأثر على الشركات الإنتاجية الأخرى الفاعلة في الاقتصاد في الأجل القصير.

رابعا: اختبار الحدود (اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل)

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات سوف نستخدم اختبار الحدود (Test Bounds) من خلال مقارنة قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لمعاملات المتغيرات التفسيرية المبطأة لفترة واحدة مع القيمة الحرجة الجدولية، ونعتمد على الفرضيتين التاليتين:

✓ الفرضية الصفرية H_0 : لا توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

✓ الفرضية البديلة H_1 : توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

الجدول (3-12): اختبار الحدود (Bounds Test) للنموذج الأول

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	5.870497	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة فيشر المحسوبة 5.87 وهي أكبر من القيم الحرجة العظمى لاختبار الحدود $I(1)$ عند جميع المستويات، أي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ، ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع خلال فترة الدراسة.

خامسا: تقدير العلاقة في الأجل الطويل للنموذج الأول

يوضح تقدير نموذج تصحيح الخطأ إلى أن النموذج المقدر يتمتع بجودة مقبولة، حيث بلغ معامل التحديد R^2 0.607593 مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 60.76% من التغيرات الحادثة في المؤشر العام للسوق المالية السعودية:

الجدول رقم (3-13): نتائج تقدير علاقة طويلة الأجل للنموذج الأول.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PP	39.11884	12.99728	3.009771	0.0042
INF	-1383.953	644.7754	-2.146411	0.0371
IR	268.6074	340.8150	0.788132	0.4347
LN_GDPR	-16723.51	5985.156	-2.794164	0.0076
LN_M2	7565.575	2256.901	3.352196	0.0016
C	132011.1	54031.14	2.443240	0.0185

$$EC = INDEX - (39.1188*PP - 1383.9534*INF + 268.6074*IR - 16723.5070*LN_GDPR + 7565.5754*LN_M2 + 132011.0636)$$

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال نتائج الجدول أعلاه يمكن صياغة معادلة العلاقة طويلة الأجل للنموذج الأول كما يلي:

$$INDEX = 39.1188 * PP - 1383.9534 * INF + 268.6074 * IR - 16723.5070 * LN_GDPR + 7565.5754 * LN_M2 + 132011.0636$$

تظهر لنا معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن كل المتغيرات المفسرة معنوية عند 5% ما عدى أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، كما يمكن أن نستنتج من معادلة التقدير ما يلي:

✓ وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن زيادة قدرها 1% في أسعار البترول سوف تساهم في زيادة قدرها 39.12% في المؤشر العام للسوق المالية السعودية، وهذا ما يتوافق مع الأدبيات الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل الطويل لأسعار البترول على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ وجود أثر سلبي معنوي لمعدل التضخم على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث زيادة قدرها 1% في معدل التضخم سوف تساهم في نقصان قدره 1383.95% في المؤشر العام للسوق المالية السعودية، وهذا ما يتناقى مع توقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل الطويل للتضخم على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ لا يوجد أثر معنوي لأسعار الفائدة للودائع المصرفية على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، وهذا ما يتناقى مع النظرية الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل الطويل لأسعار الفائدة للودائع على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ وجود أثر سلبي معنوي للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن زيادة قدرها 1% في لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سوف تساهم في نقصان قدره 16723.5070% في المؤشر العام للسوق المالية السعودية، وهذا ما يتناقى مع النظرية الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل الطويل للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

✓ وجود أثر إيجابي معنوي للوغاريتم عرض النقود على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث زيادة قدرها 1% في لوغاريتم عرض النقود سوف تساهم في زيادة قدرها 7565.57% في المؤشر العام للسوق المالية السعودية، وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية وتوقعات الدراسة بوجود تأثير إيجابي في الأجل الطويل للعرض النقدي على المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية في الأجل الطويل التي تنص على وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل

حيث أن المملكة العربية السعودية من بين أكبر دول العالم إنتاجاً وتصديراً للبترول، وتعتمد اعتماداً كبيراً في موازنتها وبرامجها التنموية والاقتصادية على عوائد صادرات البترول، حيث تمثل صادرات البترول ما يزيد عن الـ 85% من الصادرات الإجمالية للمملكة، كون أن اقتصاد المملكة ريعي يعتمد على البترول بصفة أساسية، وتساهم عائدات قطاع البترول بما يفوق الـ 55% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السعودي، وهذا ما يجعل اقتصادها وسوقها المالية عرضة لتقلبات أسعار البترول، وهو ما يفسر وجود تأثير إيجابي لسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، وهذا ما يتوافق مع نتائج دراسة "منشد مازن حمد (2017)" حيث توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية إيجابية طويلة الأجل بين أسعار البترول والمؤشر العام لأسعار أسهم السوق المالية، و"دراسة Boldanova, Degiannakis & Filis (2016)" التي توصلت إلى أن هناك علاقة ديناميكية إيجابية عدا بعض الفترات القصيرة كالأزمات والجيوسياسية والطبيعية التي كانت فيها العلاقة سلبية، واتفقت مع "دراسة Park and Ratti (2008)" التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لتقلبات أسعار البترول على عوائد الأسهم بالأسواق المالية للدول المصدرة للبترول، بينما لم تتفق نتيجة فرضية الأولى مع نتائج دراسة "Miller & Ratti (2009)" والتي تنص على العلاقة العكسية في الأجل الطويل بين أسعار البترول وأسواق الأسهم، إلا أنها كانت ذات دلالة إحصائية قوية وتشير إلى الارتباط الشديد بين أسعار الأسهم وأسعار البترول، 1998 ولكن هذا الارتباط يكون بشكل عكسي، أي أنه في حال ارتفاع البترول تنخفض أسعار الأسهم وفي حال انخفاض أسعار البترول ترتفع أسعار الأسهم، بالإضافة إلى اتفاق نتائج هذه الفرضية مع دراسة منى حسين 2014 التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر سلة أوبك ومؤشرات سوق الأسهم السعودي، حيث تكون قوية عند التحدث عن قطاعات بعينها ضمن هذه السوق، مثل قطاع الصناعات البتروكيماوية، وقطاع الاستثمار الصناعي.

من خلال اختبار الفرضية الثانية في الأجلين القصير والطويل توصلنا إلى:

- ◀ تأكيد صحة الفرضية الثانية في جزئها الذي ينص على "وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل".
- ◀ نفي الفرضية الثانية في جزئها الذي ينص على "وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير".

الفرع الثاني: الاختبارات القياسية

تستخدم الاختبارات القياسية الموالية لاختبار ملائمة النموذج المستخدم والتأكد من خلوه من المشاكل، والمتمثلة فيما يلي:

أولاً: مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء

يبين اختبار (LM) (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة $P\text{-value}=0.4938$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول (3-14): اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الأول

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.717126	Prob. F(2,44)	0.4938
Obs*R-squared	2.272869	Prob. Chi-Square(2)	0.3210

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

ثانياً: اختبار تجانس التباين (Homoskedasticity test ARCH)

يبين اختبار ARCH (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة $P\text{-value}=0.4946$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول رقم (3-15): اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الأول

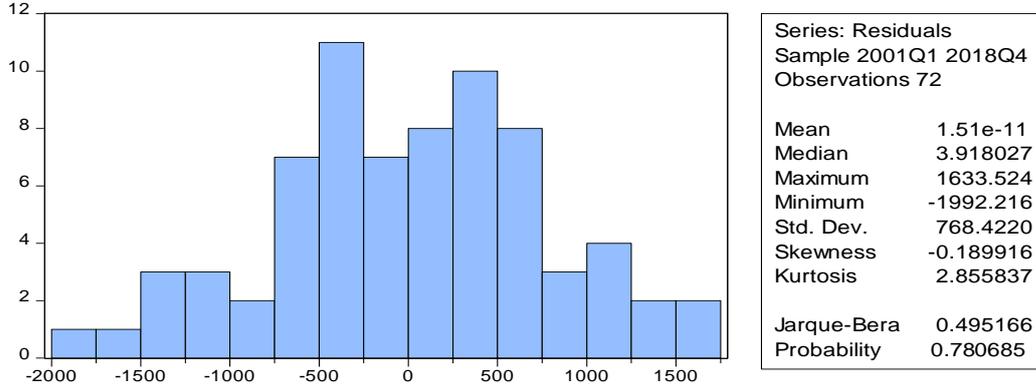
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.471442	Prob. F(1,69)	0.4946
Obs*R-squared	0.481815	Prob. Chi-Square(1)	0.4876

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يبين الشكل الموالي اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بحيث تشير جميع المتغيرات أنها تتبع التوزيع الطبيعي وفق اختبار جاك-بيرا (Jarque-Bera) الذي يبين أن القيمة الاحتمالية له والمقدرة بـ 0.7807 وهي أكبر من 5%، وبالتالي نقبل فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي.

الشكل رقم (3-13): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الأول

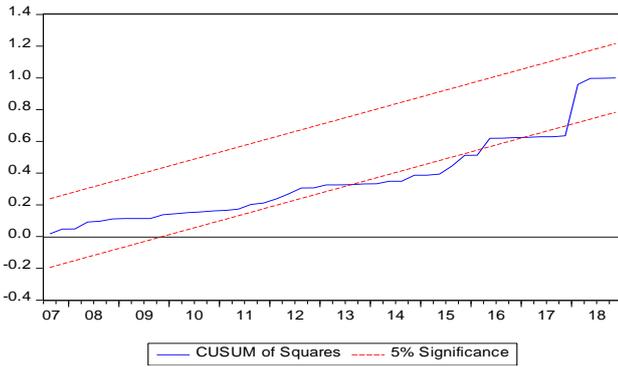


المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

رابعا: اختبار استقرار النموذج

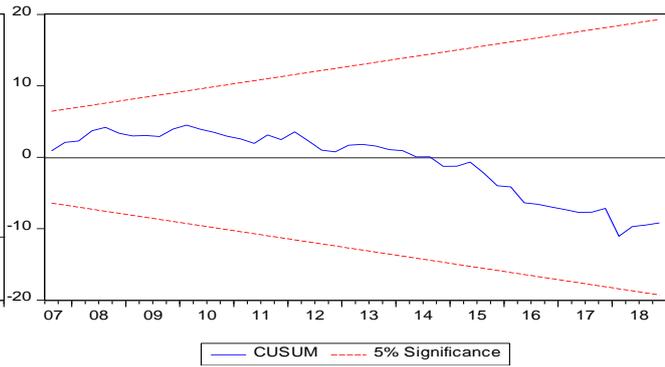
ويتم ذلك بإجراء اختبارين وهما اختبار المجموع التراكمي للبواقي Cusum واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum of Squares، حيث يتم من خلالهما بيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى انسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل رقم (3-14): اختبار Cusum



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

الشكل رقم (3-15): اختبار Cusum OF Squares



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

يوضح الشكل أعلاه الخاص باختبار Cusum استقرار النموذج وملائمة الصيغة الخطية للبيانات عند مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على عدم وجود تأثير للصدمات التي تقلل من جودة النموذج، بينما يوضح الشكل الخاص باختبار (Cusum of Squares) أن النموذج كل ما تعرض إلى صدمة يرجع إلى حالة التوازن.

في الأخير يمكن القول بأن النموذج خالي من المشاكل القياسية ويمكن الاعتماد عليه في تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمؤشر العام للسوق المالية السعودية.

المطلب الثالث: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية للفترة (2000-2018)

من خلال هذا المطلب سيتم دراسة تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في -السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، عرض النقود (M2)، معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR) والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (GDPR)-على المتغير التابع والمتمثل في مؤشر القيمة السوقية للأسهم (MC) خلال الفترة (2000-2018).

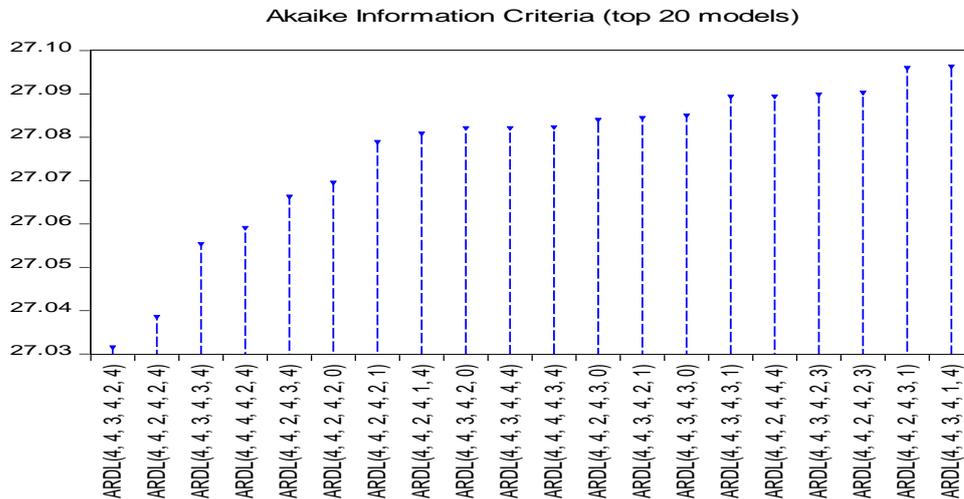
الفرع الأول: تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

يتم تقدير النموذج الثاني للدراسة الخاص بتأثير السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، -معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، لوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) -على مؤشر القيمة السوقية للأسهم (MC) وهذا باستخدام برنامج Eviews 10 وذلك وفق الخطوات التالية:

أولاً: اختيار فترات الإبطاء المناسبة لنموذج الدراسة الثاني

يتم اختبار فترات الإبطاء بالاعتماد على معايير المعلوماتية السابقة الذكر، وتشير المعايير إلى نموذج منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة بـ $ARDL(p, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5)$ حيث p تمثل فترة الإبطاء للمتغير التابع القيمة السوقية للأسهم، و q_1, q_2, q_3, q_4, q_5 تمثل فترات الإبطاء للمتغيرات المستقلة (السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، لوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR))، وقد كانت النتائج كما في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-16): تحديد فترات الإبطاء المناسبة للنموذج الثاني



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال بيانات الشكل أعلاه يتضح لنا جليا أن فترة الإبطاء المناسبة لمتغيرات نموذج الدراسة الثاني هي: أربع فترات إبطاء بالنسبة للمتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم (MC)، وأربع فترات إبطاء بالنسبة للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP) وثلاث فترات إبطاء بالنسبة للتضخم (inf)، وأربع فترات إبطاء بالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR) وفترتي إبطاء بالنسبة للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) وأربع فترات إبطاء بالنسبة للوغاريتم عرض النقود (LN_M2).

ثانيا: نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)

نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)، وهو منهج بديل لطريقة أنجل وجرانجر وينطوي على تقدير معالم النموذج للأجل القصير والطويل في معادلة واحدة (1)، ويتم صياغة نموذج (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي، وعند القيام بتقدير تأثير المتغيرات المستقلة على مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، كانت نتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-16): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الثاني

Dependent Variable: MC				
Method: ARDL				
Date: 07/02/24 Time: 17:53				
Sample (adjusted): 2001Q1 2018Q4				
Included observations: 72 after adjustments				
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): PP INF IR LN_GDPR LN_M2				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 12500				
Selected Model: ARDL(4, 4, 3, 4, 2, 4)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
MC(-1)	0.695264	0.128722	5.401276	0.0000
MC(-2)	0.315017	0.163600	1.925524	0.0605
MC(-3)	-0.246377	0.149488	-1.648139	0.1063
MC(-4)	-0.397950	0.131353	-3.029616	0.0040
PP	42.52052	37.78531	1.125319	0.2664
PP(-1)	12.95004	42.53953	0.304424	0.7622
PP(-2)	109.1964	41.63205	2.622894	0.0119
PP(-3)	13.36265	41.48665	0.322095	0.7489
PP(-4)	3846.759	1223.769	3.143370	0.0030
INF	-1149.685	38555.79	-0.029819	0.9763
INF(-1)	40170.96	43712.80	0.918975	0.3630
INF(-2)	-156577.5	42491.81	-3.684887	0.0006
INF(-3)	-57093.64	45208.48	-1.262897	0.2131
IR	134757.2	47283.02	2.850012	0.0066
IR(-1)	-63252.54	51166.56	-1.236208	0.2228

IR(-2)	46867.81	52871.31	0.886451	0.3801
IR(-3)	41707.17	53733.08	0.776192	0.4417
IR(-4)	-134438.1	41806.82	-3.215699	0.0024
LN_GDPR	691234.0	850574.4	0.812667	0.4207
LN_GDPR(-1)	67480.65	1053223.	0.064071	0.9492
LN_GDPR(-2)	-1944062.	930462.3	-2.089350	0.0424
LN_M2	1344046.	541500.9	2.482075	0.0169
LN_M2(-1)	-499133.1	613593.4	-0.813459	0.4202
LN_M2(-2)	862109.2	628525.1	1.371639	0.1770
LN_M2(-3)	148231.8	659919.5	0.224621	0.8233
LN_M2(-4)	-979846.7	487035.5	-2.011859	0.0502
C	5398044.	4385510.	1.230882	0.2248
R-squared	0.952997	Mean dependent var	1341724.	
Adjusted R-squared	0.925840	S.D. dependent var	572392.9	
S.E. of regression	155876.0	Akaike info criterion	27.03151	
Sum squared resid	1.09E+12	Schwarz criterion	27.88526	
Log likelihood	-946.1342	Hannan-Quinn criter.	27.37139	
F-statistic	35.09188	Durbin-Watson stat	2.039609	
Prob(F-statistic)	0.000000			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول أعلاه والخاص بتقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد فإنه يتضح أن المتغيرات المستقلة فسرت ما نسبته 95.3% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم، كما يتضح أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي المتسلسل للبواقي لأن قيمة دارين واتسون قريبة من القيمة 2 (Durbin Watson Stat=2.039)، كما أنه لا توجد علاقة زائفة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة لأن معامل التحديد أقل من قيمة اختبار دارين واتسون.

ثالثاً: نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM)

نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل يتم فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة في الأجل القصير أو التذبذب قصير الأجل حول اتجاه العلاقة في الأجل البعيد، بحيث يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير بإدخال البواقي المقدر في انحدار الأجل الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، والذي يؤمن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والمستويات طويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل للوصول إلى التوازن طويل الأجل، والجدول الموالي يوضح نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ المقيد:

الجدول رقم (3-17): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات الأجل القصير للنموذج الثاني.

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(MC)
Selected Model: ARDL(4, 4, 3, 4, 2, 4)
Case 2: ReSTRicted Constant and No Trend
Date: 07/02/24 Time: 18:22
Sample: 2000Q1 2018Q4

Included observations: 72				
ECM Regression				
Case 2: ReSTRicted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MC(-1))	0.329310	0.099128	3.322058	0.0018
D(MC(-2))	0.644327	0.112693	5.717528	0.0000
D(MC(-3))	0.397950	0.115870	3.434464	0.0013
D(PP)	42.52052	33.67172	1.262796	0.2132
D(PP(-1))	-3969.318	554.7814	-7.154743	0.0000
D(PP(-2))	-3860.122	549.5915	-7.023620	0.0000
D(PP(-3))	-3846.759	538.4901	-7.143603	0.0000
D(INF)	-1149.685	32799.92	-0.035051	0.9722
D(INF(-1))	213671.2	40887.23	5.225865	0.0000
D(INF(-2))	57093.64	37310.83	1.530216	0.1330
D(IR)	134757.2	35860.49	3.757818	0.0005
D(IR(-1))	45863.17	34544.26	1.327664	0.1910
D(IR(-2))	92730.98	33692.05	2.752310	0.0085
D(IR(-3))	134438.1	35313.29	3.807013	0.0004
D(LN_GDPR)	691234.0	714277.4	0.967739	0.3383
D(LN_GDPR(-1))	1944062.	751901.3	2.585528	0.0130
D(LN_M2)	1344046.	431179.3	3.117139	0.0032
D(LN_M2(-1))	-30494.37	396135.9	-0.076980	0.9390
D(LN_M2(-2))	831614.9	402747.5	2.064854	0.0447
D(LN_M2(-3))	979846.7	403381.7	2.429081	0.0192
CointEq(-1)*	-0.634046	0.088417	-7.171096	0.0000
R-squared	0.638273	Mean dependent var		22284.59
Adjusted R-squared	0.496420	S.D. dependent var		206331.8
S.E. of regression	146420.0	Akaike info criterion		26.86484
Sum squared resid	1.09E+12	Schwarz criterion		27.52887
Log likelihood	-946.1342	Hannan-Quinn criter.		27.12919
Durbin-Watson stat	2.039609			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

تشير نتائج الاختبار إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.634046) وهي معنوية، وهذا يعني أن 63.4046% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 1.58 وحدة زمن (أي 142 يوم، وتحصلنا على هذه القيمة بالعلاقة التالية: $1.58 = \frac{1}{0.6340}$ وحدة زمن، ووحدة الزمن هي فصل أي 90 يوم)، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن مؤشر القيمة السوقية للأسهم يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 1.58 فترة زمنية (أي 142 يوم).

كما يتبين لنا أن أثر كل المتغيرات معنوي خلال فترة الدراسة، في الأجل القصير وكان كما يلي:

- ✓ للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف أثرا سلبيا (معنويا) على القيمة السوقية للأسهم، والقيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير تتأثر بسعر البترول للتلات فصول سابقة ولا تتأثر بسعر البترول للفصل الحالي.
- ✓ لمعدل التضخم أثرا إيجابيا (معنويا) على القيمة السوقية للأسهم (MC) في الأجل القصير، والقيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير تتأثر بمعدل التضخم للفصل السابقة.

- ✓ لأسعار الفائدة على الودائع المصرفية أثرا إيجابيا (معنويا) على القيمة السوقية للأسهم (MC) في الأجل القصير، والقيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير تتأثر بأسعار الفائدة على الودائع المصرفية للفصل الحالي والثاني والثالث السابقين.
- ✓ لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أثرا إيجابيا (معنويا) على القيمة السوقية للأسهم (MC) في الأجل القصير، والقيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير تتأثر بلوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفصل السابق.
- ✓ لوغاريتم عرض النقود أثرا إيجابيا (معنويا) على القيمة السوقية للأسهم (MC) في الأجل القصير، والقيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير تتأثر بلوغاريتم عرض النقود وهذا خلال الفصل الحالي والفصلين الثاني والثالث السابقين، بينما لوغاريتم عرض النقود أثرا سلبيا (معنوي) على القيمة السوقية للأسهم خلال الفصل السابق.

وهذا ما ينفى صحة الفرضية الثالثة في الأجل القصير والتي تنص على "وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير"، وبالتالي يمكن القول بأنه يوجد أثر سلبي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

وهذا ما يتنافى مع نتائج دراسة الهيتمي علي وبختيار صابر محمد (2011) حيث خلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لأسعار البترول وعوائدها على القيمة السوقية في السوق المالية السعودية، بينما باقي الدراسات لم تتطرق إلى مؤشر القيمة السوقية للأسهم في الأسواق المالية.

رابعا: اختبار الحدود (اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل)

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات سوف نستخدم اختبار الحدود (Bounds Test) من خلال مقارنة قيمة إحصائية فيشر f المحسوبة لمعاملات المتغيرات التفسيرية المبطأة لفترة واحدة مع القيمة الحرجة الجدولية، ونعتمد على الفرضيتين التاليتين:

- ✓ H_0 : لا توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.
- ✓ H_1 : توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

الجدول رقم (3-18): اختبار الحدود (Bounds Test) للنموذج الثاني

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	6.482094	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

المصدر: مخرجات برنامج 10 Eviews.

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة فيشر المحسوبة 6.482094 وهي أكبر من القيم الحرجة العظمى لاختبار الحدود (1)I عند جميع المستويات، أي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_0 التي تنص على بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع خلال فترة الدراسة.

خامساً: تقدير العلاقة في الأجل الطويل للنموذج الثاني.

يوضح تقدير نموذج تصحيح الخطأ إلى أن النموذج المقدر يتمتع بجودة مقبولة، حيث بلغ معامل التحديد 0.638273 مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 63.8273% من التغيرات الحادثة في القيمة السوقية للأسهم.

الجدول رقم (3-19): نتائج تقدير علاقة طويلة الأجل للنموذج الثاني.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PP	6347.783	1648.877	3.849762	0.0004
INF	-275452.8	91904.87	-2.997152	0.0044
IR	40441.04	40832.43	0.990415	0.3273
LN_GDPR	-1869496.	794074.2	-2.354309	0.0230
LN_M2	1380667.	299718.2	4.606551	0.0000
C	8513642.	7092112.	1.200438	0.2363

$$EC = MC - (6347.7829*PP - 275452.8385*INF + 40441.0418*IR - 1869495.7378*LN_GDPR + 1380667.2358*LN_M2 + 8513641.8788)$$

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال نتائج الجدول أعلاه يمكن صياغة معادلة العلاقة طويلة الأجل للنموذج الأول كما يلي:

$$MC = 6347.7829*PP - 275452.8385*INF + 40441.0418*IR - 1869495.7378*LN_GDPR + 1380667.2358*LN_M2 + 8513641.8788$$

تظهر معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن كل المتغيرات المفسرة معنوية عند 5% ماعدا أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، كما يمكن أن نستنتج من معادلة التقدير ما يلي:

- ✓ وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن زيادة سعر البترول 1% سيساهم بزيادة قدرها 6347.783% في القيمة السوقية للأسهم.
- ✓ وجود أثر سلبي لمعدل التضخم على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن كل زيادة قدرها 1% في معدل التضخم ستؤدي إلى نقصان قدره 275452.8% في القيمة السوقية للأسهم.
- ✓ وجود أثر سلبي للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن كل زيادة قدرها 1% في ولوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ستؤدي إلى نقصان قدره 1869495.73% في القيمة السوقية للأسهم.
- ✓ وجود أثر إيجابي للوغاريتم عرض النقود على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن كل زيادة قدرها 1% في لوغاريتم عرض النقود ستساهم بزيادة قدرها 13806.67% في القيمة السوقية للأسهم.

✓ لا يوجد تأثير لأسعار الفائدة على الودائع المصرفية على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل في السوق المالية السعودية.

وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة التي تنص "على وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل".

حيث أن تحسن المركز المالي للشركات (سواء كانت بتولية أو غير بتولية) في الأجل الطويل الناتج عن ارتفاع أسعار البترول في المملكة العربية السعودية يؤدي إلى زيادة قيمة أصولها وزيادة مبيعاتها مما يعكس إيجابيا على أرباحها، ويتبع ذلك زيادة الطلب على الأسهم التي تصدرها هذه الشركات في السوق المالية، ينتج عنه ارتفاع أسعار أسهمها في السوق المالية، كما يمكن القول أن المملكة العربية السعودية حققت معدلات نمو مرتفعة ومستقرة للناتج المحلي الإجمالي في أغلب سنوات الدراسة نتيجة زيادة العائدات البترولية (عدا وقت انخفاض أسعار البترول والأزمات العالمية)، ما أدى إلى استقرار أسعار الأسهم في سوقها المالية وانخفاض مخاطرها، وهذا ما ينتج عنه زيادة الطلب على أسهم الشركات السعودية، ومن ثمة ارتفاع أسعارها والقيمة السوقية للسوق المالية السعودية.

وهذا ما أكدته دراسة بختيار صابر محمد وعلي الهيتي (2011) في نتائجها حيث خلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لأسعار البترول وعوائدها على القيمة السوقية في السوق المالية السعودية، حيث أن أسعار البترول وعوائدها تلعب الدور الأهم في تحديد أسعار الأسهم السعودية وارتفاع القيمة السوقية وتأثيرها المباشر في أرباح الشركات ليس فقط الشركات المتداولة المرتبطة مباشرة بالبترول، بل أيضا الشركات الأخرى عن طريق عامل الإنفاق، كون أن سوق الأسهم السعودية تتحرك وفقا للتغيرات في أسواقها البترولية من خلال الأسعار والإنتاج (تحويل الأصول العينية إلى أصول مالية)، وانتعاش مؤشرات المالية والاقتصادية، واتفقت مع نتائج دراسة Marashdeh and Afandi (2017) حيث خلصت إلى أن تغيرات أسعار البترول لها تأثير إيجابي على عوائد أسواق الأسهم بالتالي انعكاس ذلك على القيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة.

بينما تنافت نتائج هذه الفرضية مع نتائج دراسة "Miller & Ratti (2009)" والتي تنص على أن العلاقة طويلة الأجل بين أسعار البترول وأسواق الأسهم عكسية، أي أنه في حال ارتفاع البترول تنخفض أسعار الأسهم وفي حال انخفاض أسعار البترول ترتفع أسعار الأسهم، وهذا ما ينعكس على القيمة السوقية للأسهم وقيمة الأسهم المتداولة.

من خلال اختبار الفرضية الثانية في الأجل الطويل والأجل القصير، يمكن الحكم بـ:

◀ تأكيد صحة الفرضية الثالثة التي تنص على "وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل".

◀ نفي الفرضية الثالثة في جزئها الذي ينص على "وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل القصير".

الفرع الثاني: الاختبارات القياسية

تبين الاختبارات القياسية الموائية ملائمة النموذج المستخدم والتأكد من خلوه من المشاكل، والمتمثلة فيما يلي:

1) مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء

يبين اختبار (LM) (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة $P\text{-value}=0.9517$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول رقم (3-20): اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الثاني.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.049588	Prob. F(2,43)	0.9517
Obs*R-squared	0.165680	Prob. Chi-Square(2)	0.9205

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

2) اختبار تجانس التباين (Homoskedasticity test)

يبين اختبار ARCH (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة $P\text{-value}=0.4588$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول رقم (3-21): اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الثاني.

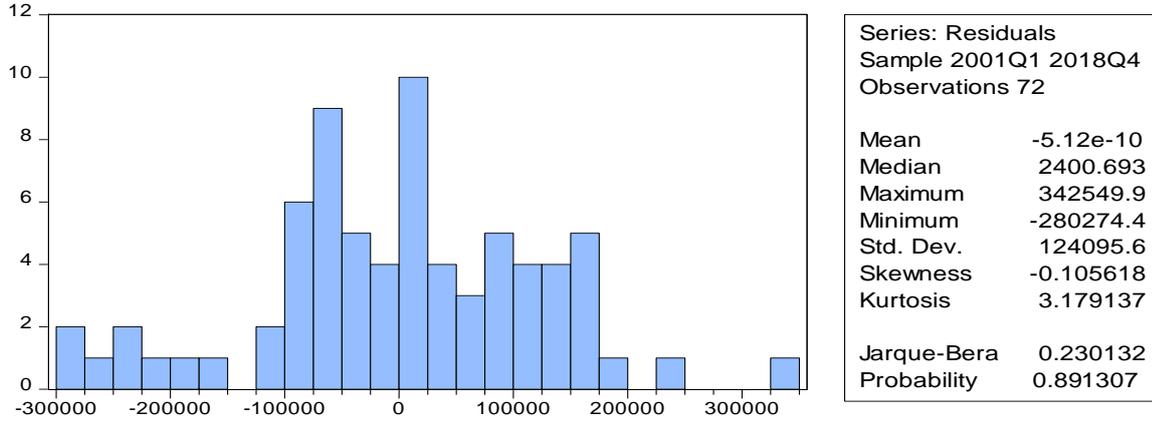
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.554920	Prob. F(1,69)	0.4588
Obs*R-squared	0.566449	Prob. Chi-Square(1)	0.4517

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

3) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يبين الشكل الموائي اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بحيث تشير جميع المتغيرات أنها تتبع التوزيع الطبيعي وفق اختبار جاك-بيرا (Jarque-Bera) الذي يبين أن القيمة الاحتمالية له والمقدرة بـ 0.89107 وهي أكبر من 5%، وبالتالي نقبل فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي.

الشكل رقم (3-17): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الثاني.

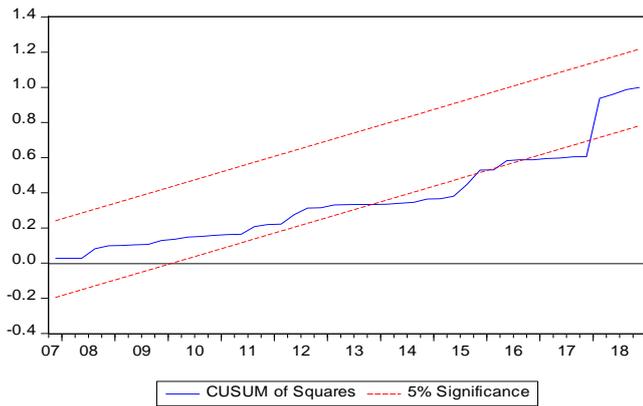


المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

4) اختبار استقرار النموذج

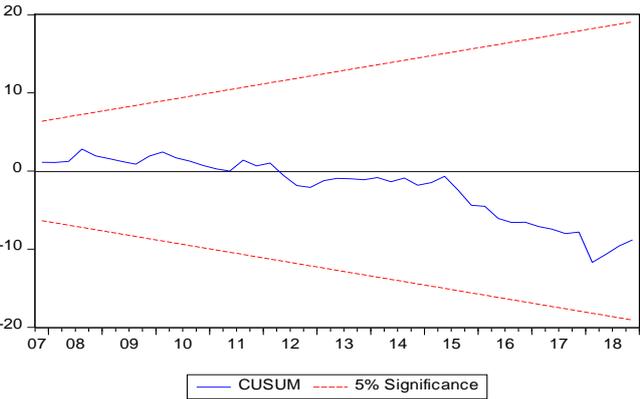
ذلك بإجراء اختبارين وهما اختبار المجموع التراكمي للبواقي Cusum واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum of Squares، حيث يتم من خلالهما بيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى انسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل رقم (3-18): اختبار Cusum



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

الشكل رقم (3-19): اختبار Cusum OF Squares



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

يوضح الشكل أعلاه الخاص باختبار Cusum استقرار النموذج وملائمة الصيغة الخطية للبيانات عند مستوى معنوية 5% وهذا يدل على عدم وجود تأثير للصدمات التي تقلل من جودة النموذج، بينما يوضح الشكل الخاص بـ (Cusum of Squares) أن النموذج كل ما تعرض إلى صدمة يرجع إلى حالة التوازن.

في الأخير يمكن القول بأن النموذج خالي من المشاكل القياسية ويمكن الاعتماد عليه في تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية للأسهم.

المطلب الرابع: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة السعودية للفترة (2018-2000)

فيما يلي سيتم دراسة تأثير المتغيرات المفسرة المختارة وهي: السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، عرض النقود (M2)، معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR) والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (GDPR) على المتغير التابع والمتمثل في لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT) في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2018-2000).

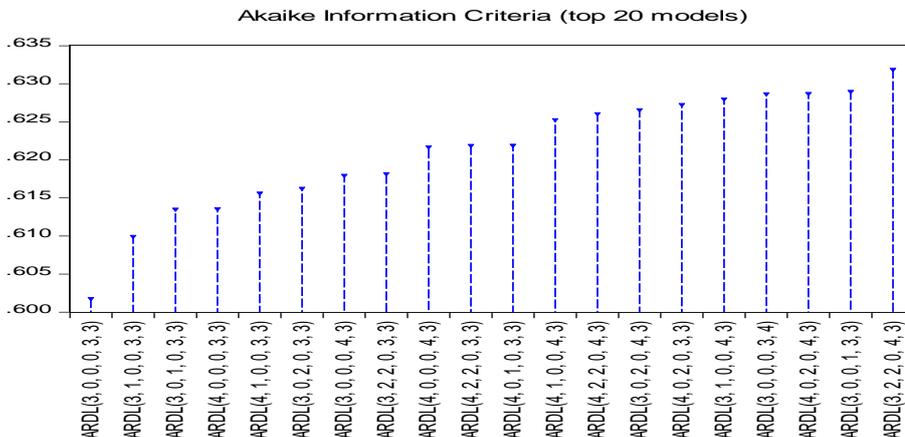
الفرع الأول: تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذات الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

يتم تقدير النموذج الثالث للدراسة الخاص بتأثير السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية -معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، لوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) - على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT) في السوق المالية السعودية، وهذا باستخدام برنامج Eviews وذلك وفق الخطوات التالية:

أولاً: اختيار فترات الإبطاء المناسبة لنموذج الدراسة الثالث.

يتم اختبار فترات الإبطاء بالاعتماد على معايير المعلوماتية السابقة الذكر، وتشير المعايير إلى نموذج منهجية الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة بـ $ARDL(p, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5)$ حيث p تمثل فترة الإبطاء للمتغير التابع قيمة الأسهم المتداولة، و q_1, q_2, q_3, q_4, q_5 تمثل فترات الإبطاء للمتغيرات المستقلة -السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، معدل التضخم (INF)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، لوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) بالترتيب-، وقد كانت النتائج كما في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-20): تحديد فترات الإبطاء لنموذج الدراسة الثالث



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتضح لنا جليا أن فترة الإبطاء المناسبة لمتغيرات نموذج الدراسة الأول هي ثلاث فترات إبطاء بالنسبة للمتغير التابع لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT)، وصفر فترة إبطاء بالنسبة للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وصفر فترة إبطاء بالنسبة للتضخم وصفر فترة إبطاء بالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، وثلاث فترات إبطاء بالنسبة للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) وثلاث فترات إبطاء بالنسبة للوغاريتم عرض النقود (LN_M2).

ثانيا: نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)

نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)، وهو منهج بديل لطريقة الأنجل وجرانجر وينطوي على تقدير معالم النموذج في الأجل القصير والطويل في معادلة واحدة، وتم صياغة نموذج (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي، وعند تقدير تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على مؤشر السوق المالية السعودية، باستخدام نموذج للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، كانت نتائج التقدير الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-22): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الثالث

Dependent Variable: LN_TVT				
Method: ARDL				
Date: 07/03/24 Time: 06:24				
Sample (adjusted): 2000Q4 2018Q4				
Included observations: 73 after adjustments				
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): PP INF IR LN_GDPR LN_M2				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 12500				
Selected Model: ARDL(3, 0, 0, 0, 3, 3)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LN_TVT(-1)	0.718945	0.113417	6.338969	0.0000
LN_TVT(-2)	-0.044050	0.147895	-0.297847	0.7669
LN_TVT(-3)	0.259986	0.116991	2.222264	0.0302
PP	2.72E-05	6.19E-05	0.439401	0.6620
INF	-0.037963	0.062376	-0.608623	0.5452
IR	-0.050013	0.032877	-1.521237	0.1336
LN_GDPR	4.143830	1.548334	2.676315	0.0097
LN_GDPR(-1)	1.403879	2.121794	0.661647	0.5108
LN_GDPR(-2)	-0.646238	2.111973	-0.305988	0.7607
LN_GDPR(-3)	-4.253972	1.688986	-2.518654	0.0146
LN_M2	-0.644623	0.874055	-0.737509	0.4638
LN_M2(-1)	0.482728	1.092391	0.441900	0.6602
LN_M2(-2)	2.560186	1.065073	2.403767	0.0194
LN_M2(-3)	-2.837099	0.791972	-3.582323	0.0007

C	-2.329008	5.504512	-0.423109	0.6738
R-squared	0.941959	Mean dependent var		12.48437
Adjusted R-squared	0.927949	S.D. dependent var		1.103666
S.E. of regression	0.296250	Akaike info criterion		0.585714
Sum squared resid	5.090302	Schwarz criterion		1.056356
Log likelihood	-6.378552	Hannan-Quinn criter.		0.773273
F-statistic	67.23515	Durbin-Watson stat		2.165029
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول أعلاه والخاص بتقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد فإنه يتضح أن المتغيرات المستقلة (المفسرة) فسرت ما نسبته 94.1959% من التغيرات الحاصلة في لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة، كما يتضح أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي المتسلسل للبواقي لأن قيمة دارين واتسون قريبة من القيمة 2 (Durbin Watson Stat=2.165029)، كما أنه لا توجد علاقة زائفة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة لأن معامل التحديد أقل من قيمة اختبار دارين واتسون.

ثالثاً: نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM)

نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل يتم فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة في الأجل القصير أو التذبذب قصير الأجل حول اتجاه العلاقة في الأجل البعيد بحيث يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير بإدخال البواقي المقدرة في انحدار الأجل الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، والذي يؤمن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والمستويات طويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل للوصول إلى التوازن طويل الأجل، الجدول الموالي يوضح نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ المقيد.

الجدول رقم (3-23): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد ARDL لحركات المدى القصير للنموذج الثالث.

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(LN_TVT)				
Selected Model: ARDL(3, 0, 0, 0, 3, 3)				
Case 2: ReSTRicted Constant and No Trend				
Date: 07/03/24 Time: 06:29				
Sample: 2000Q1 2018Q4				
Included observations: 73				
ECM Regression				
Case 2: ReSTRicted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LN_TVT(-1))	-0.215936	0.102068	-2.115609	0.0387
D(LN_TVT(-2))	-0.259986	0.094261	-2.758135	0.0078
D(LN_GDPR)	4.143830	1.311312	3.160063	0.0025
D(LN_GDPR(-1))	4.900210	1.402775	3.493227	0.0009
D(LN_GDPR(-2))	4.253972	1.495128	2.845222	0.0061
D(LN_M2)	-0.644623	0.676314	-0.953142	0.3445

D(LN_M2(-1))	0.276913	0.672091	0.412017	0.6818
D(LN_M2(-2))	2.837099	0.658968	4.305367	0.0001
CointEq(-1)*	-0.065119	0.011642	-5.593571	0.0000
R-squared	0.580777	Mean dependent var		0.034982
Adjusted R-squared	0.528374	S.D. dependent var		0.410660
S.E. of regression	0.282021	Akaike info criterion		0.421330
Sum squared resid	5.090302	Schwarz criterion		0.703716
Log likelihood	-6.378552	Hannan-Quinn criter.		0.533866
Durbin-Watson stat	2.165029			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

تشير نتائج الاختبار إلى أنّ قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.065119) وهي معنوية، وهذا يعني أن 6.5119% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 15.36 وحدة زمن (أي 1382.08 يوم)، وتحصلنا على هذه القيمة بالعلاقة التالية: $\frac{1}{0.06511} = 15.36$ وحدة زمن، ووحدة الزمن هي فصل أي 90 يوم، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 15.36 فترة زمنية (أي 1382 يوم)، أما بالنسبة لأثر المتغيرات في الأجل القصير فكانت كما يلي:

- ✓ السعر الفوري للبترول العربي الخفيف لا يؤثر على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT) في الأجل القصير في السوق المالية السعودية.
- ✓ معدل التضخم لا يؤثر على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT) في الأجل القصير في السوق المالية السعودية.
- ✓ أسعار الفائدة على الودائع المصرفية لا تؤثر على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT) في الأجل القصير في السوق المالية السعودية.
- ✓ يؤثر لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تأثيراً إيجابياً (معنوي) على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT) في الأجل القصير، وأن لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة في الأجل القصير تتأثر بلوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفصل السابق والذي قبله.
- ✓ يؤثر لوغاريتم عرض النقود تأثيراً إيجابياً (معنوي) على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة (ln_TVT) في الأجل القصير في السوق المالية السعودية.

هذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة التي تنص على "وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة في الأجل القصير"، وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد أثر معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة في الأجل القصير.

رابعا: اختبار الحدود (اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل)

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات سوف نستخدم اختبار الحدود (Bounds Test) من خلال مقارنة قيمة إحصائية فيشر f المحسوبة لمعاملات المتغيرات التفسيرية المبطأة لفترة واحدة مع قيمة الحرجة الجدولية، ونعتمد على الفرضتين: التاليتين:

✓ H_0 : لا توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

✓ H_1 : توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

الجدول رقم (3-24): اختبار الحدود (Bounds Test) للنموذج الثالث.

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	4.050683	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

المصدر: مخرجات برنامج 10 Eviews.

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة فيشر المحسوبة 4.050683 وهي أكبر من القيم الحرجة العظمى لاختبار الحدود $I(1)$ عند المستوى 0.025، أي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ، ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع خلال فترة الدراسة.

خامساً: تقدير العلاقة في الأجل الطويل للنموذج الثالث.

يوضح تقدير نموذج تصحيح الخطأ إلى أن النموذج المقدر يتمتع بجودة مقبولة، حيث بلغ معامل التحديد 0.580777 مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 58.0777% من التغيرات الحادثة في لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة، كما تشير النتائج إلى عدم وجود أثر في الأجل الطويل لكل المتغيرات المستقلة على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة.

الجدول رقم (3-25): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل للنموذج الثالث.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PP	0.000418	0.001070	0.390336	0.6977
INF	-0.582984	1.172174	-0.497353	0.6208
IR	-0.768028	0.875129	-0.877617	0.3838
LN_GDPR	9.943281	12.91291	0.770026	0.4444
LN_M2	-6.738516	8.055252	-0.836537	0.4063
C	-35.76525	87.39292	-0.409247	0.6839
EC = LN_TVT - (0.0004*PP -0.5830*INF -0.7680*IR + 9.9433*LN_GDPR -6.7385*LN_M2 - 35.7652)				

المصدر: مخرجات برنامج 10 Eviews.

من خلال نتائج الجدول أعلاه يمكن صياغة معادلة العلاقة طويلة الأجل للنموذج الثالث كما يلي:

$$LN_TVT = 0.0004*PP - 0.5830*INF - 0.7680*IR + 9.9433*LN_GDPR - 6.7385*LN_M2 - 35.7652$$

تظهر لنا معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن كل المتغيرات المفسرة غير معنوية عند 5%، حيث أن التوازن في الأجل الطويل يحدث خلال فترة طويلة جدا والتي تقدر بـ 1382.08 يوم مما يفقد هذا الأثر معنويته.

وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة التي تنص على "وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة في الأجل الطويل".

من خلال اختبار الفرضية الرابعة توصلنا إلى:

◀ عدم صحة الفرضية الثالثة التي تنص على وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على لوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة في الأجلين الطويل والقصير.

ومنه لا يوجد أي أثر لا إيجابي ولا سلبي لتقلبات أسعار البترول على قيمة الأسهم المتداولة، وهذا ما يتنافى مع الدراسات النظرية، كدراسة باختيار صابر محمد وعلي الهيتي (2011) في نتائجها حيث خلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لأسعار البترول وعوائدها على حجم التداول في الأجل الطويل وقد يعود هذا لاختلاف المدة الزمنية المختارة في الدراستين، حيث أكدت الدراسة أن أسعار البترول وعوائدها تلعب الدور الأهم في تحديد أسعار الأسهم السعودية وارتفاع القيمة السوقية وتأثيرها المباشر في أرباح الشركات حيث أن السوق المالية السعودية تتحرك وفقا للمتغيرات في أسواق البترول من خلال الأسعار والإنتاج (تحويل الأصول العينية إلى أصول مالية)، وانتعاش مؤشراتهما المالية والاقتصادية، ودراسة Marashdeh and Afandi (2017) حيث خلصت إلى أن تغيرات أسعار البترول بسبب صدمات الطلب لها تأثير إيجابي على عوائد أسواق الأسهم بالتالي انعكاس ذلك إيجابيا على القيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة، وتنافت أيضا مع نتائج دراسة "Miller & Ratti (2009)" والتي تنص على وجود علاقة عكسية بين أسعار البترول وأسواق الأسهم، أي أنه في حال ارتفاع البترول تنخفض أسعار الأسهم وفي حال انخفاض أسعار البترول ترتفع أسعار الأسهم، وهذا ما ينعكس على قيمة الأسهم المتداولة، بينما باقي الدراسات أغلبها، لم تتطرق إلى مؤشر قيمة الأسهم المتداولة.

الفرع الثاني: لاختبارات القياسية

تبين الاختبارات القياسية الموالية ملائمة النموذج المستخدم والتأكد من خلوه من المشاكل، والمتماثلة فيما يلي:

أولا: مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء:

يبين اختبار (LM) (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة $P\text{-value}=0.4219$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول رقم (3-26): اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الثالث.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.876448	Prob. F(2,56)	0.4219
Obs*R-squared	2.215672	Prob. Chi-Square(2)	0.3303

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

ثانياً: اختبار تجانس التباين (Homoskedasticity test):

يبين اختبار ARCH (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة P-value=0.1671 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول رقم (3-27): اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الثالث.

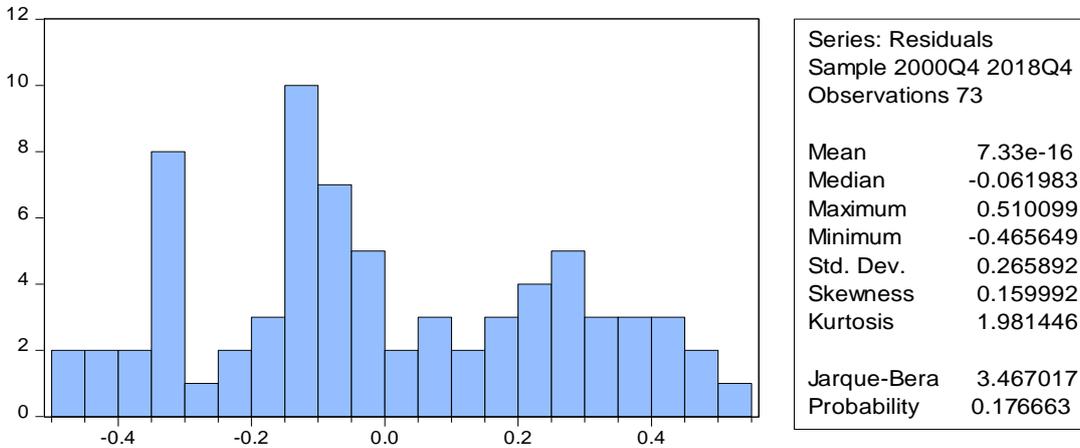
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	1.949184	Prob. F(1,70)	0.1671
Obs*R-squared	1.950561	Prob. Chi-Square(1)	0.1625

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يبين الشكل الموالي اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بحيث تشير جميع المتغيرات أنها تتبع التوزيع الطبيعي وفق اختبار جاك-بيرا (Jarque-Bera) الذي يبين أن القيمة الاحتمالية له والمقدرة بـ 0.176663 وهي أكبر من 5%، وبالتالي نقبل فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي.

الشكل رقم (3-21): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الثالث.

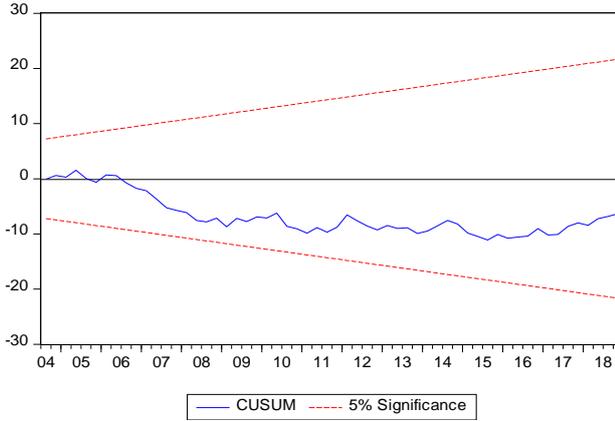


المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

رابعاً: اختبار استقرار النموذج

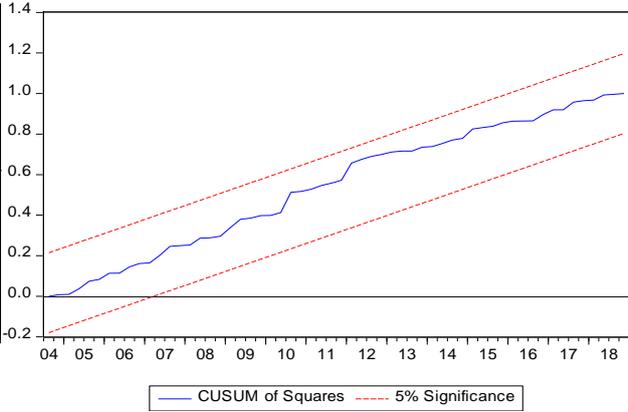
وذلك بإجراء اختبارين وهما اختبار المجموع التراكمي للبواقي Cusum و اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum of Squares، حيث يتم من خلالهما بيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى انسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود المرحجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل رقم (3-23): اختبار Cusum OF Squares



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

الشكل رقم (3-22): اختبار Cusum



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

يوضح الشكل الخاص باختبار Cusum استقرار النموذج وملائمة الصيغة الخطية للبيانات عند مستوى معنوية 5% وهذا يدل على عدم وجود تأثير للصدمات التي تقلل من جودة النموذج، ويوضح الشكل اختبار Cusum OF Squares استقرار النموذج وملائمة الصيغة الخطية للبيانات عند مستوى معنوية 5% وهذا يدل على عدم وجود تأثير للصدمات التي تقلل من جودة النموذج.

في الأخير يمكن القول بأن النموذج خالي من المشاكل القياسية ويمكن الاعتماد عليه تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة ولوغاريتم قيمة الأسهم المتداولة.

المطلب الخامس: اختبار أثر تقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على معدل دوران الأسهم السعودية للفترة (2018-2000)

سيتم في هذا المطلب دراسة تأثير السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وبعض المتغيرات المفسرة المختارة وهي -عرض النقود (M2)، معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR) والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (GDPR) - على المتغير التابع والمتمثل في معدل دوران الأسهم (STR) في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2018).

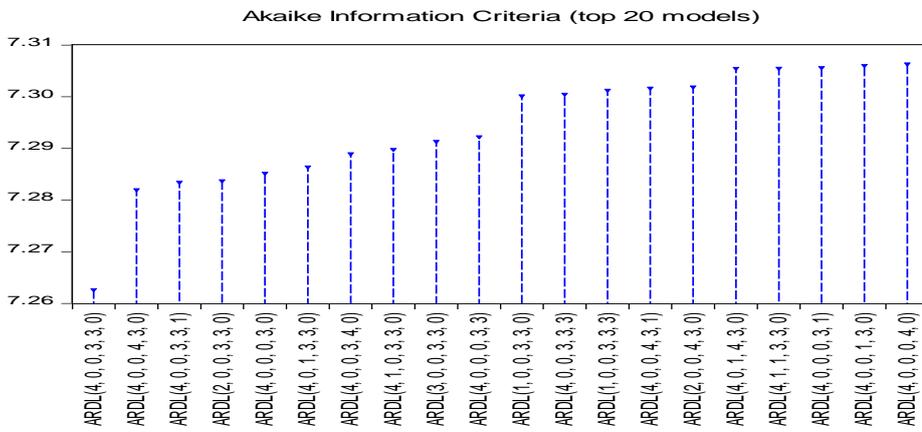
الفرع الأول: تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

يتم تقدير النموذج الرابع للدراسة الخاص بتأثير السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية: معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، لوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) على معدل دوران الأسهم (STR) في السوق المالية السعودية وهذا باستخدام برنامج Eviews 10 وذلك وفق الخطوات التالية:

أولاً: اختيار فترات الإبطاء المناسبة لنموذج الدراسة الرابع.

يتم اختبار فترات الإبطاء بالاعتماد على معايير المعلوماتية السابقة الذكر، وتشير المعايير إلى نموذج منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة بـ $ARDL(p, q_1, q_2, q_3, q_4, q_5)$ حيث p تمثل فترة الإبطاء للمتغير التابع معدل دوران الأسهم، و q_1, q_2, q_3, q_4, q_5 تمثل فترات الإبطاء للمتغيرات المستقلة (السعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، معدل التضخم (inf)، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، لوغاريتم عرض النقود (LN_M2)، لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR) بالترتيب)، وقد كانت النتائج كما في الشكل الموالي:

الجدول رقم (3-24): تحديد فترات الإبطاء المناسبة للنموذج الرابع



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتضح لنا جليا أن فترة الإبطاء المناسبة لمتغيرات نموذج الدراسة الأول هي أربع فترات إبطاء بالنسبة للمتغير التابع معدل دوران الأسهم (STR)، وصفر فترة إبطاء بالنسبة للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف (PP)، وصفر فترة إبطاء بالنسبة للتضخم، وثلاث فترات إبطاء بالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع المصرفية (IR)، وثلاث فترات إبطاء بالنسبة للوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LN_GDPR)، وصفر فترة إبطاء بالنسبة للوغاريتم عرض النقود (LN_M2).

ثانياً: نتائج اختبار تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)

نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)، وهو منهج بديل لطريقة الأنجل وجرانجر وينطوي على تقديري معالم النموذج على الأجل القصير والطويل في معادلة واحدة (1)، وتتم صياغة نموذج (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي، وعند تقدير تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على مؤشر السوق المالية السعودية، باستخدام نموذج للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، كانت نتائج التقدير الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-28): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) للنموذج الرابع

Dependent Variable: STR				
Method: ARDL				
Date: 07/03/24 Time: 07:29				
Sample (adjusted): 2001Q1 2018Q4				
Included observations: 72 after adjustments				
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): PP INF IR LN_GDPR LN_M2				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 12500				
Selected Model: ARDL(4, 0, 0, 3, 3, 0)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
STR(-1)	0.570793	0.117144	4.872594	0.0000
STR(-2)	0.127920	0.144570	0.884832	0.3800
STR(-3)	-0.003895	0.141433	-0.027538	0.9781
STR(-4)	0.216348	0.119971	1.803333	0.0767
PP	0.001167	0.001736	0.672317	0.5041
INF	-3.807950	1.733270	-2.196975	0.0322
IR	0.177482	2.091099	0.084875	0.9327
IR(-1)	-0.505048	2.590693	-0.194947	0.8461
IR(-2)	4.533501	2.552625	1.776015	0.0812
IR(-3)	-4.522494	1.874286	-2.412915	0.0191
LN_GDPR	57.84964	43.55832	1.328096	0.1895
LN_GDPR(-1)	116.2580	56.54880	2.055888	0.0445
LN_GDPR(-2)	-76.16079	57.76428	-1.318475	0.1927
LN_GDPR(-3)	-111.8494	50.44981	-2.217042	0.0307
LN_M2	1.176387	7.818751	0.150457	0.8809
C	172.1933	169.4037	1.016467	0.3138
R-squared	0.849717	Mean dependent var		29.18958
Adjusted R-squared	0.809463	S.D. dependent var		19.00607
S.E. of regression	8.296255	Akaike info criterion		7.262616
Sum squared resid	3854.360	Schwarz criterion		7.768541
Log likelihood	-245.4542	Hannan-Quinn criter.		7.464026
F-statistic	21.10873	Durbin-Watson stat		1.923346
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول أعلاه والخاص بتقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد فإنه يتضح أن المتغيرات المستقلة فسرت ما نسبته 84.9717% من التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم، كما يتضح أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي المتسلسل للبوياقي لأن قيمة داربن واتسون قريبة من القيمة إثنين (Durbin Watson Stat=1.923346)، كما أنه لا توجد علاقة زائفة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة لأن معامل التحديد أقل من قيمة اختبار داربن واتسون.

ثالثاً: نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM)

نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل يتم فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة في الأجل القصير أو التذبذب قصير الأجل حول اتجاه العلاقة في الأجل البعيد بحيث يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير بإدخال البواقي المقدر في انحدار الأجل الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، والذي يؤمن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والمستويات طويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل للوصول إلى التوازن طويل الأجل، الجدول الموالي يوضح نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ المقيد.

الجدول رقم (3-29): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيّد ARDL لحركات المدى القصير للنموذج الرابع.

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(STR)				
Selected Model: ARDL(4, 0, 0, 3, 3, 0)				
Case 2: ReSTRicted Constant and No Trend				
Date: 07/03/24 Time: 07:31				
Sample: 2000Q1 2018Q4				
Included observations: 72				
ECM Regression				
Case 2: ReSTRicted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(STR(-1))	-0.340373	0.105145	-3.237171	0.0020
D(STR(-2))	-0.212453	0.098561	-2.155556	0.0354
D(STR(-3))	-0.216348	0.102619	-2.108261	0.0395
D(IR)	0.177482	1.655261	0.107223	0.9150
D(IR(-1))	-0.011007	1.580461	-0.006965	0.9945
D(IR(-2))	4.522494	1.572202	2.876535	0.0057
D(LN_GDPR)	57.84964	35.86786	1.612855	0.1124
D(LN_GDPR(-1))	188.0101	37.97127	4.951378	0.0000
D(LN_GDPR(-2))	111.8494	42.05751	2.659438	0.0102
CointEq(-1)*	-0.088834	0.017700	-5.018748	0.0000
R-squared	0.526357	Mean dependent var		0.070278
Adjusted R-squared	0.457602	S.D. dependent var		10.70585
S.E. of regression	7.884611	Akaike info criterion		7.095949
Sum squared resid	3854.360	Schwarz criterion		7.412153
Log likelihood	-245.4542	Hannan-Quinn criter.		7.221831
Durbin-Watson stat	1.923346			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

تشير نتائج الاختبار إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.088834) وهي معنوية، وهذا يعني أن 8.8834% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 11.256 وحدة زمن (أي 1013 يوم، وتحصلنا على هذه القيمة بالعلاقة التالية: $\frac{1}{0.08883} = 11.256$ وحدة زمن، ووحدة الزمن هي فصل أي 90 يوم)، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن معدل دوران الأسهم يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 11.256 فترة زمنية (أي 1013 يوم).

أما بالنسبة لأثر المتغيرات في الأجل القصير فكانت كما يلي:

- ✓ لا يؤثر السعر الفوري للبترول العربي الخفيف على معدل دوران الأسهم (STR) في الأجل القصير.
- ✓ لا يؤثر معدل التضخم على معدل دوران الأسهم (STR) في الأجل القصير.
- ✓ تؤثر أسعار الفائدة على الودائع المصرفية تأثير إيجابيا (معنوي) على معدل دوران الأسهم (STR)، وأن معدل دوران الأسهم في الأجل القصير يتأثر بأسعار الفائدة على الودائع المصرفية للفصل السابق الثاني.
- ✓ يؤثر لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تأثير إيجابيا (معنوي) على معدل دوران الأسهم (STR)، وأن معدل دوران الأسهم في الأجل القصير يتأثر بلوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفصلين السابقين.
- ✓ لوغاريتم عرض النقود لا يؤثر على معدل دوران الأسهم (STR) في الأجل القصير.

هذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الخامسة التي تنص على "وجود تأثير إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على معدل دوران الأسهم في الأجل القصير"، وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد تأثير للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على معدل دوران الأسهم في الأجل القصير.

رابعاً: اختبار الحدود (اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل)

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات سوف نستخدم اختبار الحدود (Bounds Test) من خلال مقارنة قيمة إحصائية فيشر F المحسوبة لمعاملات المتغيرات التفسيرية المبطأة لفترة واحدة مع قيمة الحرجة الجدولية، ونعتمد على الفرضيتين التاليتين:

✓ H_0 : لا توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

✓ H_1 : توجد علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

الجدول رقم (3-30): اختبار الحدود (Bounds Test) للنموذج الرابع

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	3.250043	10%	2.08	3
k	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

المصدر: مخرجات برنامج 10 Eviews.

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة فيشر المحسوبة 3.250043 وهي تقع في منطقة الشك للمستوى 0.05، أي أننا نقبل الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومتغير معدل دوران الأسهم خلال فترة الدراسة.

وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الخامسة التي تنص على "وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على معدل دوران الأسهم في الأجلين القصير والطويل".

أي أن التقلبات الحاصلة في السعر الفوري للبترول العربي الخفيف لا تفسر التقلبات الحاصلة في معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية، حيث أن معدل دوران الأسهم يقيس مدى سهولة أو صعوبة بيع الأسهم في السوق المالية من خلال مقارنة إجمالي عدد الأسهم المصدرة بعدد الأسهم المتداولة خلال فترة معينة، ويمكن القول أن أغلب الدراسات لم تختبر أثر تقلبات أسعار البترول على معدل دوران الأسهم في السوق المالية.

الفرع الثاني: الاختبارات القياسية

تبين الاختبارات القياسية المولية ملائمة النموذج المستخدم والتأكد من خلوه من المشاكل، والمتمثلة فيما يلي:

أولاً: مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء

يبين اختبار (LM) (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة $P\text{-value}=0.2525$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول (3-31): اختبار الارتباط الذاتي (LM) للنموذج الرابع

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.412030	Prob. F(2,54)	0.2525
Obs*R-squared	3.578279	Prob. Chi-Square(2)	0.1671

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

ثانياً: اختبار تجانس التباين (Homoskedasticity test):

يبين اختبار ARCH (لاحظ الجدول أدناه) خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، باعتبار أن قيمة $P\text{-value}=0.5820$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

الجدول رقم (3-32): اختبار عدم تجانس التباين للنموذج الرابع

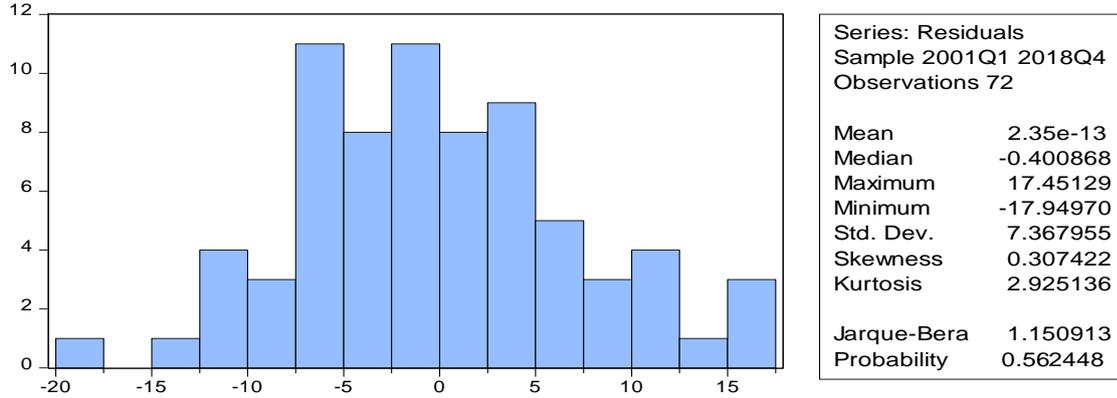
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.305860	Prob. F(1,69)	0.5820
Obs*R-squared	0.313336	Prob. Chi-Square(1)	0.5756

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يبين الشكل الموالي اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي بحيث تشير جميع المتغيرات أنها تتبع التوزيع الطبيعي وفق اختبار جاك-بيرا (Jarque-Bera) الذي يبين أن القيمة الاحتمالية له والمقدرة بـ 0.562448 وهي أكبر من 5%، وبالتالي نقبل فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي.

الشكل رقم (3-25): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الرابع

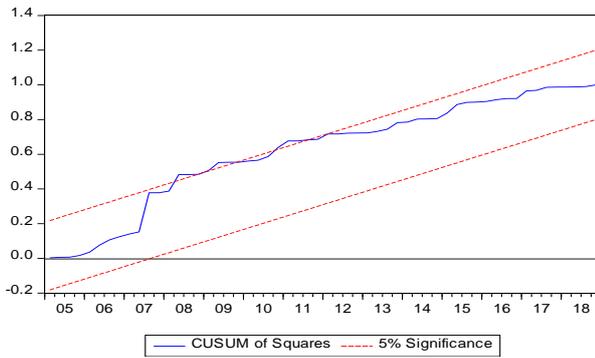


المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

رابعا: اختبار استقرار النموذج

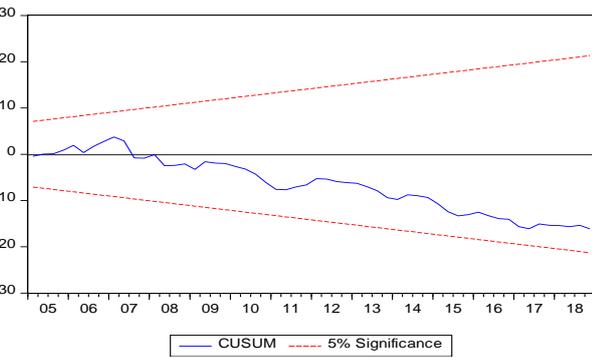
ذلك بإجراء اختبارين وهما اختبار المجموع التراكمي للبواقي Cusum واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum of Squares، حيث يتم من خلالهما بيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى انسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة إذا ما وقع الخط البياني للاختبارين ضمن أو داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل رقم (3-26): اختبار Cusum



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

الشكل رقم (3-27): اختبار Cusum OF Squares



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

يوضح الشكل أعلاه الخاص باختبار Cusum استقرار النموذج وملائمة الصيغة الخطية للبيانات عند مستوى معنوية 5% وهذا يدل على عدم وجود تأثير للصدمات التي تقلل من جودة النموذج، بينما يوضح الشكل الخاص بـ (Cusum of Squares) أن النموذج كل ما تعرض إلى صدمة يرجع إلى حالة التوازن.

في الأخير يمكن القول بأن النموذج خالي من المشاكل القياسية ويمكن الاعتماد عليه تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة ومعدل

دوران الأسهم.

خلاصة الفصل الثالث

تؤدي السعودية دوراً رئيسياً في سوق البترول العالمية، حيث أنها تسيطر على ما يزيد عن 12% من إنتاج البترول في العالم، نظراً لامتلاكها أكثر من 20% من احتياطات البترول المؤكدة في العالم، والـ 37% من احتياطات البترول العربية المؤكدة، وبالرغم من تأثير بعض الأوضاع والأحداث الاقتصادية والسياسية والأزمات العالمية وغيرها على أسعار البترول، إلا أن المملكة العربية السعودية بقيت مسيطرة على حصتها من الإنتاج العالمي للبترول الخام، مع حفاظها على حجم احتياطياتها المؤكدة منه، كما أن البترول يمثل أهم مصدر للصادرات في المملكة العربية السعودية حيث تمثل صادرات البترول ما يزيد عن الـ 85% من الصادرات الإجمالية للمملكة، كون أن اقتصاد المملكة السعودية اقتصاد ريعي يعتمد على البترول بصفة رئيسية، حيث تساهم عائدات قطاع البترول بما يفوق الـ 55% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السعودي، وهذا ما يجعل اقتصادها وسوقها المالية عرضة لتقلبات أسعار البترول.

أجريت العديد من الدراسات التجريبية التي تختبر العلاقة بين تقلبات أسعار البترول وأداء الأسواق المالية، سواء من ناحية التأثير على المؤشرات الكلية للأسواق والقطاعات، أو التأثير على أسعار الأسهم بالأسواق، وتوصلت هذه الدراسات إلى نتائج مختلفة، حيث تشير بعضها إلى وجود علاقة إيجابية بين تقلبات أسعار البترول وأداء الأسواق المالية، بينما تشير الأخرى إلى وجود علاقة سلبية، أو عدم وجود علاقة معنوية بينها.

وعلى غرار الدراسات السابقة، تم القيام ببناء نموذج قياسي لدراسة أثر تقلبات أسعار البترول على أداء السوق المالية السعودية، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة ARDL وذلك لتوضيح العلاقة بين المتغيرات في الأجلين الطويل والقصير، حيث توصلت الدراسة إلى:

- ✓ وجود أثر إيجابي معنوي للأسعار الفورية للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، بينما كان هناك أثراً سلبياً معنوياً في الأجل القصير.
- ✓ وجود أثر إيجابي معنوي للأسعار الفورية للبترول العربي الخفيف على القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، بينما كان هناك أثراً سلبياً معنوياً في الأجل القصير.
- ✓ عدم وجود أثر للأسعار الفورية للبترول على مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية لا في الأجل الطويل ولا في الأجل القصير، أي أن أسعار البترول لا تفسر التغيرات الحاصلة في قيمة الأسهم المتداولة.
- ✓ لم تفسر الأسعار الفورية للبترول العربي الخفيف التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل القصير، ولم تكن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين.
- ✓ جاء تأثير باقي المتغيرات المستقلة (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود، معدل التضخم، أسعار الفائدة على الودائع المصرفية) على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير متفاوتاً بين وجود أثر إيجابي معنوي، أو أثر سلب معنوي، أو وجود أثر غير معنوي، أو عدم وجود أثر مطلقاً.

الخلاصة

شهد الاقتصاد العالمي العديد من الأحداث الاقتصادية والسياسية الهامة والمتعاقبة، كالأزمة المالية لسنة 2008، أزمة الديون السيادية في أوروبا 2010، الأحداث الإقليمية في الوطن العربي أو ما تم تسميته بالربيع العربي سنة 2011... الخ، والتي ساهمت في إحداث تقلبات شديدة لأسعار البترول في الأسواق العالمية، بالارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى والتي أثرت بدورها على اقتصاد الدول المنتجة والمستهلكة للبترول على حد سواء، وعلى أداء أسواقها المالية عبر عدة مداخل وآليات انتقال.

ولدراسة العلاقة بين أسعار البترول والأسواق المالية العربية تمت الإحاطة بالجوانب النظرية لهذين المتغيرين، واستعراض أهم الأدبيات والدراسات التي تطرقت للعلاقة بين أسعار البترول والأسواق المالية، وتم اختيار المملكة العربية السعودية من بين الدول العربية لقياس واختبار أثر تقلبات أسعار البترول على مؤشرات أداء سوقها المالية، كون أن هذه الأخيرة تمثل أكبر قوة اقتصادية عربية ومن أكبر منتجي ومصدري البترول في العالم، والثانية من حيث أكبر حجم احتياطات البترول العالمي، هذا وتمتلك المملكة العربية السعودية أهم وأكبر سوق مالية عربية سواء من حيث الحجم أو السيولة، حيث تمثل السوق المالية السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة، لكن بالرغم من كبر حجمها وسيولتها إلا أن السوق السعودية تعتبر حديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة.

وفي هذا الإطار الفكري قام العديد من الباحثين بإجراء دراسات وبحوث لقياس أثر تقلبات أسعار البترول على أداء الأسواق المالية، وتم استخدام بعض النماذج القياسية والإحصائية في ذلك، وبناء على هذه الدراسات السابقة سعت الدراسة الحالية إلى بناء نموذج قياسي لأثر تقلبات أسعار البترول على أداء السوق المالية السعودية، فتم تطبيق الدراسة الحالية على مؤشر أسعار البترول العربي الخفيف السعودي ومؤشرات أداء السوق المالية السعودية المتمثلة في المؤشر العام للسوق المالية السعودية ومؤشر القيمة السوقية، ومؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية، ومعدل دوران الأسهم فيها، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لقياس هذه العلاقة في الأجلين القصير والطويل.

من خلال ما سبق توصلنا إلى الاستنتاجات والنتائج والمقترحات الخاصة بهذه الدراسة والمتمثلة في:

I. الاستنتاجات

من خلال التأصيل النظري لمتغيرات الدراسة تم استنتاج النقاط التالية:

- ✓ تعود نشأة أسواق الأوراق المالية وتطورها في الدول العربية إلى انعكاس للتطور الاقتصادي الذي تشهده هذه الدول، لأن الأسواق تمثل إحدى القنوات المهمة في تجميع الثروة وإدارتها وتوجيهها، بحيث تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة، وإحدى المؤشرات البارزة للإنجازات المتحققة.
- ✓ يظهر من واقع الأسواق المالية العربية أنها حديثة النشأة وتتميز بنظام متطورة للتداول والتسويات، وتدفع رؤوس الأموال الأجنبية إليها للاستثمار، إضافة إلى إصلاح وتطوير الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية حسب المعايير الدولية والانفتاح على العالم الخارجي.
- ✓ عرفت أسواق البترول العديد من التقلبات على مستوى أسعار البترول، نتيجة لبعض الأزمات الاقتصادية العالمية، والتي أدت بدورها لتأرجح أسعار البترول بين الارتفاع والانخفاض، مما أثر على الاقتصاديات المنتجة والمستهلكة للبترول.

خاتمة

- ✓ يعتبر سعر البترول من أهم المتغيرات التي تتحكم في استقرار أسواق البترول، وهو يحتل مكانة هامة في التحليل الاقتصادي نظرا لمكانته الكبيرة في الأسواق العالمية، وتعرف أسعار البترول تقلبات كثيرة من شأنها أن تؤثر في العديد من المتغيرات الاقتصادية، فمنذ نهاية الحرب العالمية الثانية وهذه الأسعار تشهد تذبذبا كبيرا أكثر من أسعار أي سلعة أخرى، وتعد تقلبات أسعار البترول المصدر الرئيسي لاختلال اقتصاد الدول المنتجة والمستهلكة له على حد سواء، وتعتبر فترات ارتفاع أسعار البترول فترة رخاء للدول المنتجة للبترول وخاصة الدول العربية، نتيجة لارتفاع عوائدها البترولية.
- ✓ تؤدي المملكة العربية السعودية دورا رئيسيا في سوق البترول العالمية، حيث أنها تسيطر على ما يزيد عن 12% إنتاج البترول في العالم، نظرا لامتلاكها أكثر من 20% احتياطات البترول المؤكدة في العالم والـ 37% من احتياطات البترول العربية المؤكدة، كما أن البترول يمثل أهم مصدر للصادرات في المملكة العربية السعودية، حيث تمثل صادرات البترول فيها ما يزيد عن الـ 85% من صادراتها الإجمالية، كون أن اقتصاد المملكة السعودية هو اقتصاد ريعي يعتمد على البترول بصفة رئيسية، حيث تساهم عائدات قطاع البترول بما يفوق الـ 55% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السعودي، وهذا ما يجعل اقتصادها وسوقها المالية عرضة لتقلبات أسعار البترول.
- ✓ في ظل الاعتماد المباشر للاقتصاد السعودي على البترول كمصدر رئيسي لإيرادات الدولة، فإن أداء سوقها المالية جاء انعكاسا للتقييم الإيجابي من طرف المستثمرين والمتداولين في سوق البترول وفي انتعاش الفعاليات الاقتصادية وزيادة الفرص الاستثمارية، وإن حساسية اقتصاد السعودية لتقلبات أسعار البترول التي تحدث بين الحين والآخر ذات تأثير واضح في مؤشرات أداء السوق المالية السعودية، سواء في الأجل القصير أو الأجل الطويل.
- ✓ تؤثر العوامل الخارجة عن نطاق الأسواق المالية كالمغيرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، أسعار الفائدة على الودائع، عرض النقود...)، على مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وتختلف درجة واتجاه تأثيرها على كل مؤشر سواء في الأجل الطويل أو الأجل القصير.
- ✓ لمعدل التضخم أثر إيجابي (معنوي) على المؤشر العام والقيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، ويؤثر تأثيرا سلبيا معنويا على المؤشرين في الأجل الطويل، بينما لا يؤثر معدل التضخم على قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية في الأجلين القصير والطويل، ولا يؤثر على معدل دوران الأسهم في الأجل القصير في حين لم يكن له علاقة توازنية طويلة الأجل مع معدل دوران الأسهم.
- ✓ لأسعار الفائدة على الودائع أثر إيجابي (معنوي) على المؤشر العام والقيمة السوقية للسوق المالية السعودية في المدى القصير، بينما لم يكن لها أي تأثير معنوي في الأجل الطويل على كلا المؤشرين، ولم يكن لأسعار الفائدة للودائع أي أثر معنوي على قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية في الأجلين القصير والطويل، وكان لأسعار الفائدة للودائع أثرا إيجابيا معنويا على معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل القصير، بينما لم تكن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بينهما.
- ✓ للناتج المحلي الإجمالي أثر إيجابي (معنوي) على المؤشر العام والقيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية في الأجل القصير، بينما يؤثر عليها تأثيرا سلبيا معنويا في الأجل الطويل، وللناتج المحلي الإجمالي أثر إيجابي (معنوي) على معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل القصير، بينما لم تكن هناك أي علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين.

✓ لعرض النقود M_2 بمفهومه الواسع أثر إيجابي (معنوي) على المؤشر العام والقيمة السوقية وقيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية في الأجلين القصير والطويل، بينما لا يؤثر عرض النقود M_2 بمفهومه الواسع على معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية الأجل القصير، ولم تكن هناك أي علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين.

II. نتائج اختبار الفرضيات

أما فيما يخص نتائج اختبار الفرضيات فكانت كما يلي:

1) نتائج اختبار الفرضية الأولى:

والتي تنص على " هناك عدة مداخل وقنوات اقتصادية من شأنها نقل الأثر من تقلبات أسعار البترول العالمية إلى أداء الأسواق المالية عامة والعربية خاصة".

حيث توصلت الأدبيات والدراسات إلى وجود عدة آليات نظرية التي يمكن من خلالها لتقلبات أسعار البترول أن تغير سلوك وأداء الأسواق المالية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، وتم تقسيم هذه الآليات إلى خمسة قنوات مختلفة تمثلت فيما يلي:

◀ **قناة تقييم الأسهم:** وهي القناة المباشرة التي تؤثر من خلالها أسعار البترول على الأسواق المالية، حيث أن عوائد الأسهم تتأثر بأسعار البترول التي يمكن أن تغير التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل الخصم، حيث يمكن لتقلبات أسعار البترول أن تغير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة إما بشكل إيجابي أو سلبي، اعتماداً على ما إذا كانت الشركة مستهلكة للبترول أو منتجة له، فبالنسبة للشركة المستهلكة فيعد البترول أحد عوامل الإنتاج الرئيسية، بالتالي فإن زيادة أسعار البترول ستؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج (بافتراض عدم وجود تأثيرات استبدال مثالية بين عوامل الإنتاج)، والذي بدوره يخفض مستويات الربح ومن ثم انخفاض التدفقات النقدية المستقبلية، ومن ناحية أخرى بالنسبة للشركات المنتجة البترول فإن ارتفاع أسعار البترول سيؤدي إلى زيادة هوامش الربح وبالتالي زيادة التدفقات النقدية المتوقعة، ومن البديهي أن يتم توقع أن تظهر الشركات المستهلكة للبترول سلوكاً تراجعياً خلال فترات ارتفاع أسعار البترول، في حين أن العكس صحيح بالنسبة للشركات المنتجة له.

◀ **القناة النقدية:** تؤثر تقلبات أسعار البترول على معدلات الخصم المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية، ومعدل الخصم يتكون جزئياً من التضخم المتوقع وأسعار الفائدة الحقيقية المتوقعة، فآلية النقل الثانية التي تمر من خلالها تغيرات أسعار البترول إلى عوائد الأسهم تكون من خلال التضخم وأسعار الفائدة، وكما جاء في قناة تقييم الأسهم، يؤدي ارتفاع أسعار البترول إلى زيادة تكاليف الإنتاج، ويتم نقل هذه التكاليف إلى المستهلكين، بالتالي ارتفاع أسعار مبيعات التجزئة ثم ارتفاع التضخم المتوقع، وعلى افتراض أن البنك المركزي يتبع إحدى أدوات السياسة النقدية يتوقع أن يقوم صناع السياسة النقدية بزيادة أسعار الفائدة قصيرة الأجل استجابة لارتفاع الضغوط التضخمية، ومن الآثار الرئيسية لزيادة أسعار الفائدة قصيرة الأجل على أسواق الأسهم، هي أن تؤدي الزيادات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى الزيادة في أسعار القروض التجارية (أي معدلات الخصم)

لأي استثمارات مستقبلية للشركة، مما يؤدي إلى رفع تكاليف الاقتراض للشركات، وعلاوة على ذلك، فإن زيادة تكاليف الاقتراض تؤدي إلى انخفاض صافي القيمة الحالية الإيجابية للمشاريع (انخفاض التدفقات النقدية)، ومنه تنخفض قيمة أسعار الأسهم إما بسبب زيادة معدلات الخصم و/أو انخفاض التدفقات النقدية.

◀ **قناة المخرجات:** وفقا لهذه القناة من المتوقع أن يكون للتغيرات الإيجابية في أسعار البترول تأثير في تكلفة الإنتاج (التي تم شرحها في قناة تقييم الأسهم)، الأمر الذي سيؤدي إلى تغييرات في إجمالي الإنتاج، وسيتم التركيز على تأثير الدخل في هذه القناة، حيث تؤدي أسعار البترول المرتفعة إلى انخفاض الدخل التقديري للأسر، بسبب التغيرات في أسعار التجزئة (نتيجة لزيادة تكاليف الإنتاج، وارتفاع أسعار المنتجات البترولية)، ويؤدي انخفاض الدخل إلى انخفاض الاستهلاك وبالتالي انخفاض الناتج الإجمالي، وبعبارة أخرى فإن الزيادة في أسعار البترول ستؤدي إلى تفاقم معدلات التبادل التجاري بالنسبة للاقتصاد المستورد للبترول، مما سيؤدي إلى انخفاض الدخل وتأثير سلبي على الثروة وعلى الاستهلاك، ثم انخفاض الطلب الإجمالي، وتميل أسواق الأسهم إلى الاستجابة بشكل سلبي لمثل هذه التطورات، حيث يؤدي انخفاض الطلب الإجمالي إلى انخفاض التدفقات النقدية المتوقعة للشركات، وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، ويجدر القول أن تسلسل الأحداث المذكورة أعلاه ينطبق على الاقتصاد المستورد للبترول، ومن ناحية أخرى وعلى الرغم من أن الاقتصاد المصدر للبترول سيواجه أيضا آثارا سلبية لتكلفة الإنتاج، فإنه سيستفيد من تأثير الدخل الإيجابي، بسبب زيادة عائدات البترول، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي وبالتالي ارتفاع الناتج، ولن يحدث التغيير الإيجابي في إجمالي الطلب إلا إذا كان تأثير الدخل يمكنه موازنة تأثير تكلفة الإنتاج السلبي، وفي مثل هذه الحالة سوف تستجيب أسواق الأسهم بشكل إيجابي لزيادة الإنتاج، حيث أنها ستعزز التدفقات النقدية المتوقعة للشركات التي تعمل في البلاد

◀ **رابعا: القناة المالية:** وتهتم القناة المالية باقتصاد الدول المصدرة للبترول، والتي تمول البنية التحتية المادية والاجتماعية باستخدام عائداتها البترولية، وتؤدي أسعار البترول المتزايدة إلى نقل الثروة من اقتصاد الدول المستوردة للبترول إلى اقتصاد الدول المصدرة له، مما يسمح بزيادة المشتريات الحكومية، وبافتراض أن الاستهلاك والمشتريات الحكومية يعتبران مكملين، فإن زيادة هذه الأخيرة سيؤدي إلى ارتفاع استهلاك الأسر، وفي مثل هذه الحالة من المتوقع أن تزيد الشركات الخاصة تدفقاتها النقدية وزيادة أرباحها، وستدفع مثل هذه التطورات أسعار الأسهم إلى مستويات أعلى وسيبدي سوق الأسهم فترة صعود، وعلى النقيض من ذلك، إذا تم اعتبار الاستهلاك والمشتريات الحكومية بمثابة بدائل، فإن التأثير المعاكس سيكون واضحا، بسبب آثار المزامنة، وسوف تستجيب أسواق الأوراق المالية بشكل سلبي لمثل هذه التطورات، لأن تأثير الإحلال سوف يؤدي إلى طرد رأس المال الخاص الأكثر إنتاجية في الاقتصاد.

◀ **قناة عدم اليقين:** ويؤدي ارتفاع أسعار البترول إلى زيادة حالة عدم اليقين في الاقتصاد الحقيقي، بسبب تأثيرات الارتفاع على التضخم والإنتاج والاستهلاك وما إلى ذلك، وبالتالي فإن ارتفاع أسعار البترول سوف يؤدي إلى انخفاض طلب الشركات على الاستثمارات، وهو ما يؤدي بدوره إلى توقعات تقليص التدفقات النقدية، علاوة على ذلك، ينتشر عدم اليقين أيضا إلى الأسر مما يقلل من استهلاكها للسلع المعمرة، ويؤدي تزايد عدم اليقين بشأن تكاليف البترول المستقبلية إلى زيادة حوافز الأسر على

الادخار بدلا من الاستهلاك، ومن الجدير بالذكر هنا أنه مع ارتفاع حالة عدم اليقين بسبب ارتفاع أسعار البترول، تزداد قيمة تأجيل قرارات الاستثمار والاستهلاك، وبالتالي يلاحظ انخفاض في الحافز على الاستثمار أو الاستهلاك، مما يؤدي إلى إضعاف آفاق النمو الاقتصادي وعوائد الأسواق المالية.

2) نتائج اختبار الفرضية الثانية:

والتي تنص على وجود أثر إيجابي معنوي لتقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على المؤشر العام للسوق المالية السعودية "TASI" في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).

◀ تم تأكيد صحة الفرضية الثانية في جزئها الذي ينص على وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام "TASI" للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أظهرت معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن الأسعار الفورية للبترول معنوية عند 5%، وأكدت وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام "TASI" للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن زيادة قدرها 1% في أسعار البترول سوف تساهم في زيادة قدرها 39.12% في المؤشر العام للسوق المالية السعودية.

◀ تم نفي الفرضية الثانية في جزئها الذي ينص على وجود أثر إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام "TASI" للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، حيث وجد أن هناك أثر سلبي معنوي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على المؤشر العام "TASI" للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، حيث وأن المؤشر العام للسوق المالية السعودية في الأجل القصير يتأثر سلبيا بسعر البترول لثلاث سنوات السابقة، حيث أظهرت نتائج الاختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM) إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.470404) وهي معنوية، وهذا يعني أن 47,04% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 2.12 وحدة زمن أي 192 يوم (ووحدة الزمن هي فصل أي 90 يوم)، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن المؤشر العام للسوق المالية السعودية يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 2,12 فترة زمنية (أي 192 يوم).

3) نتائج اختبار الفرضية الثالثة:

والتي تنص على وجود أثر إيجابي معنوي لتقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر القيمة السوقية في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).

✓ تم تأكيد صحة الفرضية الثالثة في جزئها الذي ينص على وجود تأثير إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أظهرت معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن الأسعار

خاتمة

الفورية للبتروال معنوية عند 5%، وأكدت وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبتروال العربي الخفيف على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، حيث أن زيادة سعر البتروال 1% سيساهم بزيادة قدرها 6347.783 % في القيمة السوقية للأسهم.

✓ تم نفي صحة الفرضية الثالثة في جزئها الذي ينص على وجود تأثير إيجابي للسعر الفوري للبتروال العربي الخفيف على القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، حيث وجد أن هناك تأثير سلبي معنوي للسعر الفوري للبتروال العربي الخفيف على مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الأجل القصير، وأن القيمة السوقية في الأجل القصير تتأثر بسعر البتروال للثلاث فصول سابقة ولا تتأثر بسعر البتروال للفصل الحالي، وأشارت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM) إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.634046) وهي معنوية، وهذا يعني أن 63.4046% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 1.58 وحدة زمن أي 142 يوم (حيث أن وحدة الزمن هي فصل - 90 يوم-)، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن مؤشر القيمة السوقية للأسهم يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 1.58 فترة زمنية (أي 142 يوم).

4) نتائج اختبار الفرضية الرابعة:

والتي تنص على وجود أثر إيجابي معنوي لتقلبات أسعار البتروال العربي الخفيف على مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).

◀ تم نفي الفرضية الرابعة التي تنص على وجود أثر إيجابي معنوي للسعر الفوري للبتروال العربي الخفيف على قيمة الأسهم المتداولة في الأجلين الطويل والقصير، حيث أشارت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM) إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.065119) وهي معنوية، وهذا يعني أن 6.5119% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 15.36 وحدة زمن أي 1382.08 يوم، (ووحدة الزمن هي فصل أي 90 يوم)، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن لوغارتم قيمة الأسهم المتداولة يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 15.36 فترة زمنية (أي 1382 يوم)، بينما أظهرت معادلة الأجل الطويل لمتغيرات النموذج أن أسعار البتروال العربي الخفيف غير معنوية عند 5%، والتوازن في الأجل الطويل يحدث خلال فترة طويلة جدا والتي تقدر بـ 1382.08 يوم مما يفقد هذا الأثر معنويته، ومنه فإن تقلبات مؤشر السعر الفوري للبتروال لم تؤثر على مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية لا في الأجل الطويل ولا في الأجل القصير، أي أن أسعار البتروال لا تفسر التغيرات الحاصلة في مؤشر قيمة الأسهم المتداولة.

5 نتائج اختبار الفرضية الخامسة:

والتي تنص على وجود أثر إيجابي معنوي لتقلبات أسعار البترول العربي الخفيف على مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية في الأجلين الطويل والقصير خلال الفترة (2000-2018).

تم نفي الفرضية الخامسة التي تنص على وجود تأثير إيجابي للسعر الفوري للبترول العربي الخفيف على معدل دوران الأسهم في الأجلين القصير والطويل، حيث أشارت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيد للعلاقة قصيرة الأجل (RECM) إلى أن قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ ECM تعادل (-0.088834) وهي معنوية، وهذا يعني أن 8.8834% من الأخطاء التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها في وحدة الزمن (ثلاثة أشهر) أي أن عودة المتغير التابع نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل خلال فترة زمنية قدرها 11.256 وحدة زمن أي 1013 يوم (ووحدة الزمن هي فصل أي 90 يوم)، وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، أي أن معدل دوران الأسهم يتعدل نحو قيمته التوازنية خلال كل 11.256 فترة زمنية (أي 1013 يوم وهو ما يفقد الأثر معنويته)، ومنه فإن السعر الفوري للبترول العربي الخفيف لا يؤثر على معدل دوران الأسهم (STR) في الأجل القصير، أي أن أسعار البترول لا تفسر التغيرات الحاصلة في معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية في الأجل القصير، بينما أظهر اختبار الحدود (Bounds Test) للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين السعر الفوري للبترول العربي الخفيف ومؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالية السعودية، أن قيمة فيشر المحسوبة 3.250043 وهي تقع في منطقة الشك للمستوى 0.05، أي أنه تم قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين السعر الفوري للبترول العربي الخفيف ومتغير معدل دوران الأسهم خلال فترة الدراسة.

ومن خلال نتائج اختبار الفرضيات تبين أن المؤشر العام ومؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية من بين مؤشرات الأداء الأكثر تعبيراً عن أثر تقلبات أسعار البترول على السوق المالية السعودية في الأجلين القصير والطويل، بينما يمكن القول أن مؤشري قيمة الأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم لا يعبران عن حالة السوق المالية السعودية في ظل تقلبات أسعار البترول.

كما يمكن القول أن باقي الأسواق المالية العربية قد لا تسلك نفس سلوك السوق المالية السعودية ولا تبدي نفس استجاباتها لتقلبات أسعار البترول، وذلك لطبيعة اقتصادها وأسواقها المالية الحديثة النشأة، والتي تتميز بضيق نطاقها وضآلة حجمها من حيث القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة، كما تتميز بضعف كفاءتها حيث لا تعكس أسعار الأوراق المالية فيها حقيقة التقلبات الاقتصادية الداخلية أو الخارجية.

.III. التوصيات

في ضوء النتائج المحصل عليها في الدراسة يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- ✓ ضرورة قيام الدول البترولية التي تعتمد على البترول كأهم مصدر لإيراداتها بإجراءات وقائية من شأنها الحد من أثر تقلبات أسعار البترول على أسواقها المالية، ومواجهة سلبيات انخفاض هذه الأسعار على الاقتصاد بشكل عام، كإنشاء صندوق سيادي من إيرادات البترول في وقت الوفرة وعند ارتفاع أسعاره.
- ✓ ضرورة تنويع صادرات الدول العربية الريعية المعتمدة على البترول لتجنب الصدمات البترولية، وتأثيرها على اقتصاد هذه الدول وأسواقها المالية.
- ✓ العمل على معالجة المعوقات الرئيسية التي تتعرض لها أسواق الأوراق المالية العربية كضيق ومحدودية هذه الأسواق، وعدم تنوع الأدوات المالية المتداولة، وضعف الشفافية والإفصاح عن المعلومات.
- ✓ ضرورة استغلال الدول العربية للعوائد البترولية خاصة الدول المصدرة له لدفع عجلة التنمية وتنويع الاقتصاد، لتعزيز جاذبيتها للاستثمارات في أسواقها المالية.
- ✓ ضرورة توجه الدول نحو تنويع وتوسيع القاعدة الاستثمارية والأدوات المالية في الدول العربية، لغرض تشجيع المستثمرين للتعامل في أسواقها المالية.

.IV. آفاق الدراسة

رغم السعي للإلمام بمختلف جوانب الدراسة إلا أن ذلك يعتبر جزء بسيط نظرا لأهمية وحجم السوقين في العالم وهما أسواق البترول العالمية والأسواق المالية، كما يمكن القول أن الدراسة لا تخلو من النقائص رغم بذل الجهد لتقديمها على أكمل وجه، وهذا ما يفتح آفاق جديدة للبحث في إشكاليات جديدة تخص هذين السوقين:

- ✓ أن تكون هناك دراسات لفترات زمنية أطول ببيانات شهرية أو يومية، ومتغيرات أكثر سواء متغيرات كلية أو مؤشرات أداء الأسواق المالية، والتنويع بين الدول المصدرة والدول المستوردة للبترول في الدول المتقدمة والناشئة.
- ✓ التفريق بين أصل الصدمات البترولية الطلبية والصدمات العرضية في دراسة أثرها على أداء الأسواق المالية.
- ✓ دراسة أثر تقلب عائدات قطاع البتروكيماويات على أداء أسواق الأسهم في الدول المنتجة للبترول.
- ✓ دراسة أثر تقلبات أسعار البترول على المؤشرات القطاعية في الأسواق المالية.
- ✓ دراسة مقارنة لتقلبات أسعار البترول على الأسواق المالية في الدول المصدرة والمستوردة للبترول.

المصادر والمراجع

I. الكتب

- 1) أحمد أبو الفتوح علي الناقه. (1991). نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- 2) أحمد أبو الفتوح علي الناقه. (2001). نظرية الاقتصاد الكلي. مصر: مطبعة المعمورة.
- 3) أحمد أبو موسى رمسيه. (2005). الأسواق المالية والنقدية. الأردن: دار المعزز للنشر والتوزيع.
- 4) أحمد سعد عبد اللطيف. (1998). بورصة الأوراق المالية. مصر: مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح.
- 5) أحمد صالح عطية. (2003). مشاكل المراجعة في أسواق المال. مصر: الدار الجامعية.
- 6) أرشد فؤاد التميمي. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة. الأردن: دار المسيرة للطباعة والنشر.
- 7) إسماعيل أحمد الشناوي، و محمد أحمد السريتي. (2008). مقدمة في الاقتصاد الكلي. مصر: الدار الجامعية.
- 8) أكرم حداد، و مهشور هذلول. (2005). النقود والمصارف، مدخل تحليلي ونظري (الإصدار 1). الأردن: دار وائل للنشر.
- 9) أنطوان الناشف، و خليل هندي. (2000). العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني - المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي-. لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب.
- 10) إيهاب الدسوقي. (2000). اقتصاديات كفاءة البورصة. مصر: دار النهضة العربية.
- 11) بول ساملسون، و آخرون. (2003). الاقتصاد. (هشام عبد الله، المترجمون) عمان: الدار الأهلية للنشر والتوزيع.
- 12) جميل طاهر. (ديسمبر، 1997). البترول والتنمية المستدامة في الأقطار العربية -الفرص والتحديات-. المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- 13) حسين بن هاني. (1992). الأسواق المالية الإسلامية. الجزائر: مطبعة عمار قرني.
- 14) حسين بن هاني. (2002). الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدائها المشتقة. الأردن: دار الكندي للنشر.
- 15) حسين عبد الله. (2006). مستقبل البترول العربي (الإصدار الطبعة 01). بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية.
- 16) حسين عطا غنيم. (2005). دراسات في التمويل. مصر: المكتبة الأكاديمية.
- 17) خالد بن منصور العقيل. (2003). رحلة في عالم البترول -قضايا بتروولية دولية (الإصدار 1). السعودية: مكتبة الملك فهد الوطنية.
- 18) خلف بن سليمان. (2000). شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- 19) دامودار جورجاني. (2015). الاقتصاد القياسي. (هند عبد الغفار عودة، و عفاف علي حسين الدش، المترجمون) السعودية: دار المريخ للنشر.
- 20) دريد كامل آل شبيب. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- 21) رسمية قرياقص، و عبد الغفار حنفي. (2005). أسواق المال وتمويل المشروعات. مصر: الدار الجامعية.
- 22) زياد رمضان. (2005). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. الأردن: دار وائل للنشر.
- 23) زياد رمضان، و مروان شموط. (2007). الأسواق المالية. مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.

المصادر والمراجع

- (24) سعد عبد الحميد مطاوع. (2001). الأسواق المالية المعاصرة. مصر: مكتبة أم القرى.
- (25) سعيد سامي الحلاق، و محمد محمود العجلوني. (2010). النقود والبنوك والمصارف المركزية. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- (26) سمير عبد الحميد رضوان. (2005). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها-دراسة مقارنة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية الإسلامية. مصر: دار النشر للجامعات.
- (27) سياسة سعر الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية (الإصدار 1). (2010). لبنان: مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع.
- (28) السيد عليوه. (2006). تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية. مصر: دار الأمين للنشر والتوزيع.
- (29) شركة السوق المالية السعودية (تداول). (2020). منهجية مؤشرات تداول. تداول السعودية.
- (30) شعبان محمد إسلام البرزاري. (2001). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية. سوريا: دار الفكر.
- (31) شمعون شمعون. (1999). البورصة-بورصة الجزائر-. الجزائر: جاز هومة للطباعة والنشر.
- (32) صديق محمد عفيفي. (2003). تسويق البترول. القاهرة، مصر: مكتبة عين شمس.
- (33) صلاح الدين حسن السيسى. (2003). بورصات الأوراق المالية-الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح. الأردن: دار عالم للنشر والتوزيع والطباعة.
- (34) صلاح السيد جودة. (2000). بورصة الأوراق المالية. مصر: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر.
- (35) ضياء مجيد الموسوري. (2005). ثورة أسعار البترول. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- (36) ضياء مجيد موسوي. (2003). البورصات -أسواق رأس المال وأدواتها. مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
- (37) طارق الله خان، و حبيب أحمد. (2003). إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية (الإصدار 1). السعودية: مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر.
- (38) طارق عبد العال حماد. (1997). دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. مصر: جامعة عين شمس.
- (39) طارق عبد العال حماد. (2002). التقارير المالية أسس الإعداد والعرض والتحليل. مصر: الدار الجامعية.
- (40) عبد الرحمان يسري. (2007). النظرية الاقتصادية الكلية. مصر: الدار الجامعية.
- (41) عبد الغفار حنفي. (2000). الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات). مصر: الدار الجامعية.
- (42) عبد الغفار حنفي. (2003). بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات. مصر: دار الجامعة الجديدة.
- (43) عبد الله خالد بن ربيعان. (2020). سوق المال السعودية، نشأتها وأدائها وكفاءتها. السعودية: معهد الإدارة العامة، مركز البحوث والدراسات.
- (44) عبد الحميد المهيلمي. (2004). التحليل الفني للأسواق المالية (الإصدار 5). الأردن: البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع.
- (45) عبد المطلب عبد الحميد. (2003). السوق العربية المشتركة -الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة- (الإصدار 1). مصر: مجموعة النيل العربية.

المصادر والمراجع

- 46 عبد المعطى رضا أرشيد، و آخرون. (1999). الأسواق المالية. الأردن: دار القومية.
- 47 عصام الجبلي. (2008). مستقبل الاقتصاد العربي بين البترول والاستثمار (الإصدار 1). الأردن: دار الفارس للنشر والتوزيع.
- 48 عصام حسين. (2008). أسواق الأوراق المالية (البورصة). الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع.
- 49 غازي فلاح المومني. (2009). إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
- 50 غالب عوض الرفاعي، و عبد الحفيظ معري. (2002). اقتصاديات النقود والبنوك-الجزء الأول: الأساسيات-. الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- 51 فاليري مارسيل. (2006). عمالقة النفط، شركات النفط الوطنية في الشرق الأوسط. ناشرون بيروت، لبنان: الدار العربية للعلوم.
- 52 فايز بن إبراهيم. (2022). مبادئ الاقتصاد الكلي (الإصدار 6). السعودية: العبيكان للنشر.
- 53 فرج عزت. (1990). سعر الصرف في مصر. مصر: معهد الدراسات المصرفية.
- 54 فريدة بخراز يعدل. (2000). تقنيات وسياسات التسيير المصرفي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- 55 فيصل محمود الشراورة. (2008). الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية). الأردن: دار وائل للنشر.
- 56 قصي عبد الكريم إبراهيم. (2010). أهمية البترول في الاقتصاد التجاري الدولية (البترول السوري نموذجاً). دمشق، سوريا: منشورات الهيئة العاصي السورية للكتاب.
- 57 ماهر كنج شكري، و مروان عوض. (2004). المالية الدولية -العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظري والتطبيق (الإصدار 1). الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
- 58 مبارك بن سلمان آل فواز. (2010). الأسواق المالية من منظور إسلامي. السعودية: مطابع جامعة الملك عبد العزيز.
- 59 متولي عبد القادر السيد. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. الأردن: دار الفكر ناشرون وموزعون.
- 60 محمد أبو العلا يسري. (2008). نظرية البترول بين التشريع والتطبيق في ضوء الواقع والمستقبل المأمول. الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.
- 61 محمد أحمد الدوري. (1983). محاضرات في الاقتصاد البترولي. الجزائر، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- 62 محمد أزهر السماك، و زكرياء عبد الحميد باشا. (1979). دراسات في اقتصادات البترول والسياسة البترولية. العراق.
- 63 محمد المبروك أبو زيد. (2009). التحليل المالي شركات وأسواق مالية. السعودية: دار المريخ للنشر.
- 64 محمد شيخي. (2012). طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات (الإصدار 01). الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
- 65 محمد صالح الحناوي، و آخرون. (2003). الاستثمار في الأوراق المالية. مصر: الدار الجامعية.
- 66 محمد صالح الحناوي، و نihal فريد مصطفى. (2006). مبادئ وأساسيات. مصر: المكتب الجامعي الحديث.
- 67 محمد عبده، و محمد مصطفى. (1998). تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة. مصر: الدار الجامعية.
- 68 محمد عي الليثي. (2005). النظرية الاقتصادية الجزئية. الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر.
- 69 محمد غالي راهي الحسيني. (2016). التوسع المالي واتجاهات السياسة المالية (الإصدار 01). الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

المصادر والمراجع

- 70) محمود حسين الوادي، و آخرون. (2010). الاقتصاد الكلي (الإصدار 1). الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- 71) محمود محمد الداغر. (2007). الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات. الأردن: دار الشروق.
- 72) محمود يونس، و آخرون. (2004). اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية. مصر: الدار الجامعية.
- 73) مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية. (2003). التقرير الاستراتيجي العربي. مصر.
- 74) مروان شحوط، و عبود كنجو كنجو. (2008). أسس الاستثمار. مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- 75) مصطفى يوسف كافي. (2009). بورصة الأوراق المالية (الإصدار 1). سوريا: دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
- 76) مطر محمد. (2004). إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية (الإصدار 3). الأردن: جامعة البتراء.
- 77) معروف هوشيار. (2003). الاستثمارات والأسواق المالية. الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- 78) منير إبراهيم هندي. (1997). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مصر: منشأة المعارف للنشر والتوزيع.
- 79) منير إبراهيم هندي. (2004). الفكر الحديث في الاستثمار (الإصدار 2). مصر: منشأة المعارف للتوزيع.
- 80) منير إبراهيم هندي. (2009). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مصر: المكتب.
- 81) وليد ناصف، و أنس البكري. (2009). الأسواق المالية والدولية. الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.

II. الرسائل والأطروحات الجامعية:

- 1) إبراهيم رسول هاني. (2000). أثر أسواق رأس المال في النمو الاقتصادي (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة). أطروحة دكتوراه، جامعة القادسية. العراق.
- 2) آمنة لعصامي. (2021/2020). تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية. أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 1. الجزائر.
- 3) إيمان رحال. (2017/2016). تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل الاقتصاد. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة. الجزائر.
- 4) الجودي صاطوري. (2006/2005). أثر كفاءة رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية - دراسة حالة الجزائر. أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة. الجزائر.
- 5) جيلالي بورزامة. (2012/2011). عولمة رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية - دراسة حالة أثر الرهن العقاري على البورصات المغاربية، الجزائر، المغرب، تونس. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- 6) حسام مسعودي. (2012/2011). واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
- 7) خالد بن لطرش. (2019/2018). اختبار مدى تنبؤية وربحية التحليل الفني للأوراق المالية في الأسواق المالية العربية. أطروحة الدكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 1. الجزائر.
- 8) رشيد بوكساني. (2006/2005). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر.

المصادر والمراجع

- 9) سليمة حشايشي. (2018/2017). نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-. أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- 10) سمية موري. (2010/2009). آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات البترولية. رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بالقائيد، تلمسان، الجزائر.
- 11) شافية كتاف. (2014/2013). دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية. أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر.
- 12) صالح سراي. (2017/2016). دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر.
- 13) صورية مساني. (2019/2018). " الاستثمار السياحي كبديل استراتيجي لمرحلة ما بعد البترول، دراسة حالة الجزائر للفترة 1995-2014". أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر.
- 14) عبد الرؤوف عبادة. (2011/2010). محددات سعر بترول أوبك وآثاره على النمو الاقتصادي في الجزائر. دراسة تحليلية وقياسية 1970-2008. رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
- 15) عبد الله جامع. (2012/2011). أثر تطورات أسعار البترول خلال الفترة 2000 - 2010 على الاقتصادات البترولية". رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- 16) عديلة مريم. (2010/2009). استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمؤشرات المالية. أطروحة دكتوراه، جامعة عنابة، الجزائر.
- 17) فاطمة الزهراء سعدي. (2013/2012). أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- 18) فايزة يوب. (2018/2017). أثر تغيرات أسعار البترول على سعر الصرف الحقيقي للدينار. أطروحة الدكتوراه، جامعة أبي بكر بالقائيد، تلمسان، الجزائر.
- 19) فطوم حوحو. (2015/2014). سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالي السعودي-. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- 20) مازن شريف الحمد منشد. (2017). العلاقة بين أسعار البترول وأسواق الأسهم -دول مختارة من الشرق الأوسط. رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.
- 21) منى حسين. (2014/2013). أثر تقلبات أسعار النفط على أداء الأسهم في السوق السعودية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا.
- 22) نبيل بوفلينج. (2011/2010). دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصادات الدول البترولية: الواقع والآفاق مع الإشارة لحالة الجزائر. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر. الجزائر.
- 23) وحيد خير الدين. (2013/2012). أهمية الثورة البترولية في الاقتصاد الدولي و الاستراتيجيات البديلة لقطاع المحروقات. رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر.

24) يوسف بيبي. (2012/2011). أثر تقلبات أسعار البترول على السياسة المالية في الجزائر 2000-2010. رسالة ماجستير، جامعة الجزائر3.

III. المجلات والملتقيات

- 1) إبراهيم عبد الرحمن القاضي. (01 ماي، 2005). مؤشر الأسهم المالية والأهمية والكيفية. جريدة الرياض الاقتصادي، السعودية، 13460.
- 2) أحمد حسين الهيتي، و صابر محمد بختيار. (2011). أثر تقلبات الإيرادات البترولية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء الأسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، 04 (07).
- 3) آمنه بن حدو، و آخرون. (24 و 25 أبريل 2018). أثر تقلبات أسعار البترول على الأداء الاقتصادي الجزائري. الملتقى الدولي: ما بعد البترول-التبادلات التجارية والاختيارات الاقتصادية للدول الأورو متوسطية. جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر.
- 4) أمينة مخالفي. (2013 - 2014). محاضرات مدخل إلى الإقتصاد البترولي -اقتصاد النفط -.
- 5) بن عمر بن حاسين، و آخرون. (2013). كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب-. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة (2).
- 6) جاسم خالد السعدون. (30، 11، 2009). الأزمة المالية العالمية والنفط -توصيف الأزمة وقراءة انعكاساتها العامة وتأثيرها في النفط. الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية. لبنان: مركز دراسات الوحدة العربية.
- 7) جمال العمارة، و حدة رايس. (21 و 22 نوفمبر 2006). تحديات السوق المالي الإسلامي. الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-. جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- 8) حسان خضر. (مارس، 2004). تحليل الأسواق المالية. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط (27).
- 9) حسين عماري. (2021). متطلبات توزيع تطبيق الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وغير الخطي (NARDL) في اختبار التكامل المشترك. المجلة الجزائرية للأداء الاقتصادي، الجزائر (06).
- 10) حسين قبيلان. (2011). مؤشرات أسواق الأوراق المالية -دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف (11).
- 11) حمد الغنام. (31 ديسمبر، 2003). تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة السعودية باستخدام منهجية بوكس جنكيز. مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 17 (02).
- 12) خالد بورحلي، و كريم بوروشة. (20، 12، 2017). تأثير تغير أسعار البترول على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية. المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، الجزائر، 07 (01)، الصفحات 141-166.

- 13) زهرة درويش، و آخرون. (25 ديسمبر، 2019). دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية - ماليزيا (2013-2019) أنموذجا. *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية*، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 6(2).
- 14) زهير غراية. (جانفي، 2015). اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية- مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية/دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية-. *مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية* (13).
- 15) سوزانا السماح. (جانفي، 2020). أثر تغيرات النفط على أداء أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي. *مجلة السياسة والاقتصاد*، مصر (05).
- 16) صالح عبد الله حمدي. (1979). السعر الحقيقي للنفط الخام وتطوير مصادر الطاقة البديلة. *مجلة النفط والتعاون العربي، الكويت* (04).
- 17) صباح عبد الرسول التميمي. (2010). دور البترول العربي في تحقيق الأمن الاقتصادي العربي. *مجلة كلية التربية للبنات، جامعة بغداد، العراق*، 21(01).
- 18) صلاح الدين خالد طه محمود. (ديسمبر، 2018). تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) لدراسة التكامل المشترك بين أسعار كتاكيت ودجاج اللحم في مصر 2015/01/01-2018/06/20. *مجلة المنوفية للبحوث الزراعية K جامعة المنوفية، مصر*، 03(06).
- 19) صلاح علي أبو النصر. (جويلية، 2016). العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي-دراسة قياسية-. *مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر*، 17(03)، الصفحات 02-28.
- 20) عبد الرحمن محمد الزهراني. (2022). أثر التغيرات في أسعار النفط العالمية على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية. *المجلة العربية للنشر العلمي، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية رماح، الأردن*، 02(47).
- 21) عبد الرحيم عوض عبد الخالق بسيوني. (سبتمبر، 2021). تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام منهجي أنجل-جرانجر ومنهج الانحدار الذاتي ذان الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) -دراسة مقارنة-. *المجلة العلمية للتجارة والتمويل، جامعة طنطا، مصر*، 41(03).
- 22) عبد الكريم شوكمال، و سمير إبراهيم. (23 و 24 فيفري 2011). اختيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة. *الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي -الواقع والرؤى- الجزائر: جامعة غرداية*.
- 23) عبد النعيم دفرور، و الياس شاهد. (جوان، 2018). التطورات الراهنة لأسعار البترول في السوق العالمية وأثرها على الاقتصاد الجزائري. *مجلة معارف، الجزائر* (24).
- 24) عقيل العنزي. (19 مارس، 2008). الدول المستهلكة تقلق من تحول معظم ثرواتها إلى فاتورة مصادر الطاقة. *جريدة الرياض، السعودية* (14513).
- 25) علي صاري. (ديسمبر، 2014). سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة (2000-2013)، *مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر* (7).

- (26) علي عبد الله، و خيرة بلحمري. (2015). تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني. *مجلة الاقتصاد والتنمية الاقتصادية* 6(1).
- (27) عيسى محمد الغزالي. (2004). تحليل الأسواق المالية. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية (27).
- (28) فطيمة الزهراء دربال. (2017). أثر اسعار النفط على النمو الاقتصادي في الجزائر باستعمال منهج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة خلال الفترة 1986-2015. *المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، الجزائر، 08(01)*.
- (29) فهد محمد بن جمعة. (2005). العوامل المؤثرة على أسعار البترول. *جريدة الرياض* (9834)، 04.
- (30) كريستوفر ألسوب، و بسام فتوح. (2011). تطورات أسواق البترول و الغاز الطبيعي العالمية و انعكاساتها على البلدان العربية. *مجلة البترول و التعاون العربي*، 37(136).
- (31) كريم سالم حسين، و نبيل مهدي الجنابي. (2011). العلاقة بين أسعار البترول و سعر صرف الدولار باستخدام التكامل المشترك و سببية (Grange). *مجلة كلية الإدارة و الإقتصاد للدراسات الاقتصادية و الإدارية و المالية* (1).
- (32) مجدي الشوربجي. (2009). أثر النمو الاقتصادي على العمالية في الاقتصاد المصري. *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا الجزائر* (06).
- (33) محمد الصيد حميدة، و علي عبد الرحمن محفوظ. (14 جوان، 2019). تأثير عرض النقود على الناتج المحلي الحقيقي-دراسة تطبيقية على الاقتصاد الليبي للفترة (1990-207). *مجلة كليات التربية، جامعة الزاوية، ليبيا* (14).
- (34) محمد براق. (8 و 9 ماي 2004). السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي. *الندوة العلمية الدولية: التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية*. الجزائر: جامعة سطيف 1.
- (35) محمد رمضان. (جوان، 2012). تقلبات أسعار البترول ولعنة الموارد الحاجة إلى الميزانية الصفرية. *أبحاث senyar capital*.
- (36) محمد زيدان، و محمد يعقوبي. (14 و 15 فيفري 2012). " الآثار البيئية لنشاط شركات البترول العالمية ومدى تحملها لمسؤولياتها اتجاه البيئة"، *الملتقى الدولي الثالث حول منظمات الأعمال و المسؤولية الاجتماعية*. الجزائر: جامعة بشار.
- (37) محمد علي حميد مجيد. (2015). تحليل تقلبات أسعار البترول الخام على الاستقرار الاقتصادي في كل من العراق والجزائر والسعودية للمدة 1990-2010". *مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 04(13)*.
- (38) محمد علي حميد مجيد. (سبتمبر، 2019). سوق البترول العالمية في الألفية الثالثة مع إشارة خاصة لدول أوبك (دراسة تحليلية قياسية). *مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 08(31)*.
- (39) محمد غزغازي. (2023). دور اقتصاد المعرفة في دعم نمو قطاع الصناعة التحويلية في الجزائر خلال الفترة 1990-2021 (دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL). *مجلة الإبداع، الجزائر، 13(01)*.
- (40) مريم محمود شطيبي. (14 ماي 2015). انعكاسات انخفاض أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري. *الملتقى الدولي: أزمة أسواق الطاقة وتدابيرها على الاقتصاد الجزائري قراءة في التطورات في أسواق الطاقة*. الجزائر: جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة.

- 41 منال بلقاسم. (جوان, 2017). أثر تقلبات أسعار البترول على نمو اقتصاديات الدول المصدرة"، العدد 05، جوان 2017، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، ميله، الجزائر(05).
- 42 نوال بن لكحل. (2015). واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره. مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2(13).
- 43 نوزاد الهيتي. (1998). مقدمة في الأسواق المالية. دون ذكر بلد النشر: أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية.
- 44 هشام البساط. (2007). دروس وعبر: فورة أسواق رأس المال العربية وتراجعها 2004-2006. بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، الأردن(38).
- 45 وليد نزهت. (22، 21، 20 ديسمبر 2011). نشأت أسعار البترول الدولية و ابعادها على سياسة الدول. المؤتمر العالمي لدراسات بترول العراق. العراق: جامعة العراق.

IV. التقارير والنشرات الإحصائية

- 1 صندوق النقد العربي. (2001). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- 2 صندوق النقد العربي. (2002). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة. الإمارات العربية المتحدة.
- 3 صندوق النقد العربي. (2003). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- 4 صندوق النقد العربي. (2004). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- 5 صندوق النقد العربي. (2005). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- 6 صندوق النقد العربي. (2006). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة. الإمارات العربية المتحدة.
- 7 صندوق النقد العربي. (2007). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- 8 صندوق النقد العربي. (2007). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة. الإمارات العربية المتحدة.
- 9 صندوق النقد العربي. (2008). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- 10 صندوق النقد العربي. (2009). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة. الإمارات العربية المتحدة.
- 11 صندوق النقد العربي. (2010). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.

- (12) صندوق النقد العربي. (2011). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- (13) صندوق النقد العربي. (2012). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- (14) صندوق النقد العربي. (2014). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- (15) صندوق النقد العربي. (2015). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- (16) صندوق النقد العربي. (2015). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة. الإمارات العربية المتحدة.
- (17) صندوق النقد العربي. (2016). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة. الإمارات العربية المتحدة.
- (18) صندوق النقد العربي. (2017). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية وأسواق المال العربية. الإمارات العربية المتحدة.
- (19) صندوق النقد العربي. (2019). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات في مجال النفط والطاقة. الإمارات العربية المتحدة.
- (20) صندوق النقد العربي. (2021). التضخم، أسبابه، آثاره، وسبل معالجته. سلسلة كتيبيات تعريفية (18).
- (21) صندوق النقد العربي. (الربع الرابع 2004). أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية (40). الإمارات العربية المتحدة.
- (22) صندوق النقد العربي. (الربع الرابع 2008). أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية (56). الإمارات العربية المتحدة.
- (23) صندوق النقد العربي. (الربع الرابع 2010). أداء أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية (63). الإمارات العربية المتحدة.
- (24) صندوق النقد العربي. (جولية، 2020). النشرة الشهرية لأسواق المال العربية. (1).
- (25) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2001). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (28). الكويت.
- (26) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2002). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (29). الكويت.
- (27) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2004). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (31). الكويت.
- (28) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2012). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (39). الكويت.
- (29) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2013). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (40). الكويت.
- (30) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2014). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (41). الكويت.
- (31) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2015). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (42). الكويت.
- (32) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2016). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (43). الكويت.
- (33) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2017). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (44). الكويت.
- (34) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2018). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (45). الكويت.
- (35) منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (2019). التقرير السنوي للأمين العام للأوابك. (46). الكويت.

المصادر والمراجع

- 36 منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو. (مارس, 2015). تقرير شهري حول التطورات البترولية في الأسواق المالية والدول الأعضاء. الكويت.
- 37 مؤسسة النقد العربي السعودي. (2004). التقرير السنوي. (40). السعودية.
- 38 مؤسسة النقد العربي السعودي. (2007). التقرير السنوي. (42). السعودية.
- 39 مؤسسة النقد العربي السعودي. (2012). التقرير السنوي. (48). السعودية.
- 40 مؤسسة النقد العربي السعودي. (2016). تقرير الاستقرار المالي. (02). السعودية.
- 41 مؤسسة النقد العربي السعودي. (2017). تقرير الاستقرار المالي. (03). السعودية.
- 42 مؤسسة النقد العربي السعودي. (2018). تقرير الاستقرار المالي. (04). السعودية.
- 43 مؤسسة النقد العربي السعودي. (2019). تقرير الاستقرار المالي. (05). السعودية.
- 44 هيئة السوق المالية السعودية. (2007). التقرير السنوي. السوق المالية السعودية.
- 45 هيئة السوق المالية السعودية. (2018). التقرير السنوي. السوق المالية السعودية.

V . المواقع الإلكترونية

- 1 الاقتصاد السعودي. (2020). تاريخ الاسترداد 03 25, 2020، من الموسوعة الحرة:
https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D8%A7%D9%84%D8%B3%D8%B9%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%A9
- 2 اكتشاف النفط في السعودية. (2022). تاريخ الاسترداد 04 10, 2022، من موقع سعوديبيديا:
<https://saudipedia.com/article/11746/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF-%D9%88%D8%A3%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%84/%D8%B7%D8%A7%D9%82%D8%A9-%D9%88%D9%85%D9%88%D8%A7%D8%B1%D8%AF-%D8%B7%D8%A8%D9%8A%D8%B9%D9%8A%D8%A9/%D8%A7%D9%83%D8%AA%D8%B4%D8%A7%D9%81-%D8%A7%D>
- 3 أنس بن فيصل الحجري. (12 ماي, 2020). آثار أسعار البترول المنخفضة على الدول المنتجة. تاريخ الاسترداد 20 ماي, 2020، من موقع INDEPENDENT العربية:
<https://www.independentarabia.com/node/118956/%D8%A2%D8%B1%D8%A7%D8%A1/%D8%A2%D8%AB%D8%A7%D8%B1-%D8%A3%D8%B3%D8%B9%D8%A7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%81%D8%B7-%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%86%D8%AE%D9%81%D8%B6%D8%A9-%D8%B9%D9%84%D9%89-%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%88>
- 4 تاريخ اكتشاف النفط في السعودية رحلة تحتل موقع الصدارة عالميا. (30 03, 2022). تاريخ الاسترداد 04 10, 2022، من موقع الطاقة:
<https://attaqa.net/2022/03/30/%D8%AA%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%AE-%D8%A7%D9%83%D8%AA%D8%B4%D8%A7%D9%81-%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%81%D8%B7-%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%86%D8%AE%D9%81%D8%B6%D8%A9-%D8%B9%D9%84%D9%89-%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%88>

- (5) تاريخ النفط في السعودية. (2020). تاريخ الاسترداد 25 03, 2020، من الموسوعة احرة:
<https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%81%D8%B7-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D8%B9%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%A9-%D8%B1%D8%AD%D9%84%D8%A9-%D8%A7%D9%84>
- (6) تداول السعودية. (2020, 03 13). كيف تصبح مستثمر. تم الاسترداد من تداول السعودية:
https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/trading/investing-trading/become_an_investor?locale=ar
- (7) تداول السعودية. (2018). هيكلية قطاعات السوق. تاريخ الاسترداد 25 03, 2020، من تداول السعودية:
<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/new-industry-classification?locale=ar>
- (8) تداول السعودية. (بلا تاريخ). نبذة عن السوق. تاريخ الاسترداد 04 04, 2021، من تداول السعودية:
<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/about?locale=ar>
- (9) التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما. (2015, 09 06). تاريخ الاسترداد 02 01, 2020، من موقع أرقام:
<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/386293>
- (10) الدول الأعضاء لمنظمة الأوبك. (2018, 04 08). تاريخ الاسترداد 11 05, 2018، من الموقع:
<https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A3%D9%88%D8%A8%D9%83>
- (11) السوق المالية السعودية تداول. (2023, 03 13). تاريخ الاسترداد 20 03, 2023، من موقع زيادة:
<https://www.zyadda.com/the-saudi-stock-exchange-tadawul>
- (12) السوق المالية السعودية. (2021). تاريخ الاسترداد 12 09, 2021، من الموسوعة الحرة:
[https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%B3%D8%B9%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%A9_\(%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D9%88%D9%84](https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%B3%D8%B9%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%A9_(%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D9%88%D9%84))
- (13) صندوق النقد العربي. (بلا تاريخ). مؤشرات الصناديق. تاريخ الاسترداد 21 06, 2021، من الموقع:
<https://www.amf.org.ae/ar/page/description-and-methodology>
- (14) عامر عبد الوهاب. (2019). سوق التداول السعودي. تاريخ الاسترداد 10 04, 2020، من موقع سطور:
https://sotor.com/%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D8%AA
- (15) قصة اكتشاف النفط في السعودية. (ماي, 2018). مجلة النفط، وزارة النفط، الكويت (49). تم الاسترداد من
<https://www.moo.gov.kw/upload/pdf/87002408-804e-45bf-848c-ba75c7c39ff5.pdf>
- (16) محمد حبيصة. (2018, 10 10). رحلة برميل البترول من 2014 إلى 2018. تاريخ الاسترداد 12 11, 2018، من
[https://www.aa.com.tr/ar/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF/%D8%B1%D8%AD%D9%84%D8%A9-%D8%A8%D8%B1%D9%85%D9%8A%D9%84-](https://www.aa.com.tr/ar/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF/%D8%B1%D8%AD%D9%84%D8%A9-%D8%A8%D8%B1%D9%85%D9%8A%D9%84)

اقتصاد دولي:

- (17) <https://www.aletihad.ae/article/93097/2013/%D9%85%D8%B9%D8%AF%D9%84-%D8%AD%D8%AA%D9%89-2018-%D8%A5%D8%B7%D8%A7%D8%B1/1277523> معدل دوران السهم. (4 أكتوبر، 2013). تاريخ الاسترداد 2 9، 2021، من مركز الاتحاد للأخبار:
- (18) منظمة الدول المصدرة للبترول (الأوبك OPEC). (2020). تاريخ الاسترداد 9 5، 2018، من موسوعة مقاتل من الصحراء: http://www.moqatel.com/openshare/Behoth/Ektesad8/OPEC/sec02.doc_cvt.htm
- (19) هيئة السوق المالية السعودية. (2019). الاستثمار في سوق الأسهم. تاريخ الاسترداد 28 08، 2019، من هيئة السوق المالية السعودية: www.cma.org.sa
- (20) هيئة السوق المالية السعودية. (2020). اللوائح التنفيذية. تاريخ الاسترداد 20 03، 2020، من هيئة السوق المالية السعودية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Pages/default.aspx>
- (21) هيئة السوق المالية السعودية. (2022). الأسواق المالية والمؤثرات الاقتصادية. تاريخ الاسترداد 14 4، 2022، من ثمين: <https://thameen.org.sa/%d8%a7%d9%84%d8%a3%d8%b3%d9%88%d8%a7%d9%82-%d8%a7%d9%84%d9%85%d8%a7%d9%84%d9%8a%d8%a9-%d9%88%d8%a7%d9%84%d9%85%d8%a4%d8%ab%d8%b1%d8%a7%d8%aa-%d8%a7%d9%84%d8%a7%d9%82%d8%aa%d8%b5%d8%a7%d8%af%d9%8a>
- (22) هيئة السوق المالية السعودية. (بلا تاريخ). إدارات الهيئة. تاريخ الاسترداد 10 03، 2020، من هيئة السوق المالية السعودية: https://cma.org.sa/AboutCMA/CMA_Department/Pages/default.aspx
- (23) هيئة السوق المالية السعودية. (بلا تاريخ). الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم. تاريخ الاسترداد 06 04، 2020، من هيئة السوق المالية السعودية: https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf
- (24) هيئة السوق المالية السعودية. (بلا تاريخ). التعريف بالهيئة. تاريخ الاسترداد 04 04، 2020، من هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>
- (25) هيئة السوق المالية السعودية. (بلا تاريخ). نظام السوق المالية. تاريخ الاسترداد 14 03، 2020، من هيئة السوق المالية السعودية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/CMALaw/Pages/default.aspx>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

I. Books :

- 1) Abdel, A., & Bernanke, B. (2008). *Macroeconomics* (éd. 6). USA: Pearson Adison Wesley.
- 2) BELTAS, Abdelkader. (2008). *Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêts*. Alger : Edition Légende,
- 3) Béchu, T., & Bertrand, E. (1999). *L'Analyse Technique : Pratiques et Méthodes* (éd. 4). Paris: Economica.

- 4) Blanchard, O. (2000). *Macroeconomics* (éd. 2). USA: Prentice Hall, Upper Saddle River N.J.
- 5) Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (éd. 04). USA: McGraw-Hill.
- 6) Montiel, P. j. (2011). *Macroeconomic in Emerging Markets* (éd. 2). UK: Cambridge University Press.
- 7) Steeiner, B. (2002). *Foreign Exchange And Money Markets, Theory, Practice And Risk Management* (éd. 1). Britain: Butterworth Heinemann.
- 8) Vailhen. (1981). *Gestion Finance*. Paris: Libraire Vuiberr.

II. Magazines and forums

- 1) Andreas, E. L., & Constantinos, K. (2009). The Effects of the Increasing Oil Price Returns and its Volatility on Four Emerged Stock Markets. *European Research Studies*, 12(01), pp. 149-161.
- 2) Bjornland, H. C. (2008, October 3). Oil Price Shocks and Stock Market Booms in an Oil Exporting Country. *Norwegian School of Management (BI) and Norges Bank*.
- 3) Boldanov, R., Degiannakis, S., & Filis, G. (2016). Time-varying correlation between oil and stock market volatilities: Evidence from oil-importing and oil-exporting countries. *International Review of Financial Analysis*, 48(C), pp. 209-220.
- 4) Dmontier, P. (2001). Marches efficients et comptabilité. *encyclopédie comptabilité contrôle de gestion et audit*(64).
- 5) Filis, G., Degiannakis, S., & Flo, C. (2011, June). Dynamic correlation between stock market and oil prices: The case of oil-importing and oil-exporting countries. *International Review of Financial Analysis*, 20(3), pp. 152-164.
- 6) Ghalayini, L. (2011). The Interaction between Oil Price and Economic Growth. *Middle Eastern Finance and Economics*(13).
- 7) Jian, Z., & Khoa, C. (2014, April). Market efficiency in emerging stock markets: A case study of the Vietnamese stock market. *Journal of Business and Management*, 16(4).
- 8) Jones, C., & Kaul, G. (1996). Oil and the stock markets. *Journal of Finance*, 51(02), pp. 463-491.
- 9) Marashdeh, H., & Afandi, A. (2017). Oil Price Shocks and Stock Market Returns in the Three Largest Oil-producing Countries. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 07(05), pp. 312-322.

- 10) Miller, J., & Ratti, R. (2009). Crude oil and stock markets: Stability, instability, and bubbles. *Energy Economics*, 31(04), pp. 559-568.
- 11) Mohanty, S., & Others. (2011). Oil price movements and stock market returns: Evidence from Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Global Finance Journal*, 22(1), pp. 42-55.
- 12) Park, J., & Ratti, R. (2008, September). Oil price shocks and stock markets in the US and 13 European countries. *Energy economics*, 30(05), pp. 2587-2608.
- 13) Rasche, R., & Tatom, J. (1977, January). The effect of the New energy Regime on Economic Capacity Production and Prices. *Economic Review*(59), pp. 2-12.
- 14) Samih, A. A., & Loucine, B. (2013). Oil Prices and the Kuwaiti and the Saudi Stock Markets: The Contrast. *International Journal of Economics and Financial*, 03(02), pp. 294-304.
- 15) Samih, A. A., & Loucine, B. (2013). Oil Prices and the Kuwaiti and the Saudi Stock Markets: The Contrast. *International Journal of Economics and Financial*, 3(2), pp. 294-304.
- 16) Stavros, D., George, F., & Vipin, A. (2018). Oil prices and stock markets: A review of the theory and empirical evidence. *BAFES, Bournemouth Accounting, Finance & Economic Series, Bournemouth University*(22).

III. Site web :

- 1) *History*. (2018). Consulté le 05 12, 2018, sur International Energy Agency: <https://www.iea.org/about/history>
- 2) *International Energy Agency*. (2018). Consulté le 05 12, 2018, sur Structure: <https://www.iea.org/about/structure>
- 3) *International Relation*. (2018). Consulté le 05 11, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/InternationalRelation>
- 4) *Member Countries*. (2018). Consulté le 11 05, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Member-Countries>
- 5) *Oapec History*. (2018). Consulté le 05 11, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/History>
- 6) *Objective of Organization*. (2018). Consulté le 11 05, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Objective-of-the-Organization>
- 7) *Organization Structure*. (2018). Consulté le 05 11, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Organizational-Structure>
- 8) *Sponsored ventures - AMPTC* -. (2018). Consulté le 5 11, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Sponsored-Ventures/AMPTC>

- 9) *Sponsored ventures -APICORP-*. (2018). Consulté le 05 11, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Sponsored-Ventures/Apicorp>
- 10) *Sponsored Ventures -APSCO-*. (2018). Consulté le 05 11, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Sponsored-Ventures/APSCO>
- 11) *Sponsored ventures -APTI-*. (2018). Consulté le 11 05, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Sponsored-Ventures/APTI>
- 12) *Sponsored ventures -ASRY-*. (2018). Consulté le 05 11, 2018, sur Oapec: <https://oapecorg.org/ar/Home/About-Us/Sponsored-Ventures/ASRY>
- 13) *Structure*. (2018). Consulté le 05 12, 2018, sur International Energy Agency: <https://www.iea.org/about/structure>

الملاحق

الملحق رقم (01): تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000 – 2018)

السنة	قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (نقطة)	نسبة التغير (%)	القيمة السوقية (مليون ريال)	نسبة التغير (%)	قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	نسبة التغير (%)	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير (%)
2000	102,21	-10,58	148 158,4	-0,83	36 538,93	2,65	9 073,07	-23,53
2001	100,08	-2,05	152 230,0	2,75	42 687,85	16,83	23 522,53	159,26
2002	100,71	0,60	208 858,1	37,20	65 400,00	53,21	46 100,00	95,98
2003	141,87	40,87	361 824,7	73,24	230 417,00	252,32	63 389,00	37,50
2004	215,67	52,02	622 422,2	72,02	568 289,00	146,64	57 029,00	-10,03
2005	413,30	91,64	1 290 938,0	107,41	143 500,00	-74,75	110 800,00	94,29
2006	237,70	-42,49	888 100,0	-31,21	168 500,00	17,42	168 600,00	52,17
2007	328,70	38,28	1 338 600,0	50,73	1 108 100,00	557,63	323 000,00	91,58
2008	166,20	-49,44	769 589,0	-42,51	997 870,00	-9,95	304 600,00	-5,70
2009	196,30	18,11	903 427,0	17,39	653 500,00	-34,51	364 400,00	19,63
2010	292,26	48,88	997 150,0	10,37	381 029,60	-41,69	211 675,20	-41,91
2011	257,63	-11,85	894 130,0	-10,33	393 400,20	3,25	156 008,00	-26,30
2012	262,00	1,70	940 490,0	5,18	624 402,10	58,72	270 651,70	73,49
2013	310,80	18,63	1 137 700,0	20,97	5 348 926,00	756,65	401 539,30	48,36
2014	320,90	3,25	1 203 000,0	5,74	835 338,50	-84,38	416 707,00	3,78
2015	197,10	-38,58	1 062 820,0	-11,65	584 150,90	-30,07	293 853,00	-29,48
2016	245,40	24,51	1 106 930,0	4,15	422 291,10	-27,71	311 886,00	6,14
2017	274,70	11,94	1 132 280,0	2,29	334 791,30	-20,72	293 989,20	-5,74
2018	318,70	16,02	1 201 930,0	6,15	323 200,90	-3,46	189 656,10	-35,49

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي للسنوات من 2000 إلى 2018.

الملحق رقم (02): أسعار البترول الخام الإسمية والحقيقية خلال الفترة (1980-2018)

السنة	السعر الإسمي (دولار للبرميل)	السعر الحقيقي (دولار للبرميل) (100=1995)	السنة	السعر الإسمي (دولار للبرميل)	السعر الحقيقي (دولار للبرميل) (100=2000)
1980	36	67,2	2000	27,6	100,0
1981	34,2	58,4	2001	23,1	101,8
1982	31,7	50,4	2002	24,3	103,4
1983	30,1	45,3	2003	28,2	105,1
1984	28,1	40,4	2004	36,0	107,2
1985	27,5	37,9	2005	50,6	109,5
1986	13	17,3	2006	61,0	111,8
1987	17,7	22,9	2007	69,1	114,3
1988	14,2	17,7	2008	94,4	116,5
1989	17,3	20,7	2009	61,0	117,4
1990	22,3	25,6	2010	77,4	118,4
1991	18,6	20,4	2011	107,5	120,0
1992	18,4	19,6	2012	109,5	121,5
1993	16,9	17,0	2013	105,9	123,0
1994	15,5	15,8	2014	96,2	124,7
1995	16,9	16,9	2015	49,5	126,3
1996	20,3	20,0	2016	40,7	127,5
1997	18,7	18,1	2017	52,5	129,3
1998	12,3	11,7	2018	69,8	131,6
1999	17,5	16,5			
2000	27,6	25,7			

المصدر: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، " تقرير الأمين العام السنوي للأوابك"، العدد 31، 2004، العدد 45، 2018.

الملحق رقم (03): إحصائيات صناعة البترول في الدول العربية -1- (اكتشاف، إنتاج، احتياطي) خلال الفترة (2000-2018)

نسبة احتياطي الدول العربية إلى العالم %	اجمالي احتياطي البترول في العالم (مليار برميل في نهاية السنة)	اجمالي احتياطي البترول في الدول العربية (مليار برميل في نهاية السنة)	نسبة إنتاج الدول العربية إلى العالم (%)	اجمالي إنتاج العالم من البترول الخام (ألف ب/يوم)	اجمالي إنتاج الدول العربية من البترول خ(ألف ب/يوم)	اكتشافات البترول الخام (اكتشاف في السنة)	السنة
61,31	1 055,13	646,86	31,3	67087,2	21005,1	41	2000
60,55	1 081,65	654,90	30,8	67037,4	20621,7	36	2001
58,03	1 124,24	652,41	28,5	65613,9	18679,4	56	2002
57,82	1 138,60	658,33	29,8	68212,9	20361	43	2003
57,74	1 145,14	661,20	31,1	71242,5	22158,1	23	2004
57,26	1 178,17	674,57	31	72373	22746	57	2005
58,28	1 165,59	679,34	28,3	81562	23065	63	2006
57,75	1 177,14	679,77	26,2	86346	22636	26	2007
57,80	1 177,82	680,73	26,9	85053	22867	58	2008
58,71	1 214,50	713,00	29,9	70734	21117,7	79	2009
57,80	1 231,00	711,50	29,6	71951,8	21282,8	84	2010
57,35	1 241,60	712,10	30,8	72506,6	22351,4	79	2011
56,23	1 268,80	713,40	32,3	73556	23785,1	79	2012
55,55	1 283,80	713,20	30,9	75173,7	23250,1	67	2013
55,43	1 284,30	711,90	29,9	76422,3	22832,8	63	2014
54,99	1 284,70	706,50	30,1	78384,1	23613,4	48	2015
57,57	1 242,60	715,39	30,8	79956,9	22459,4	53	2016
57,22	1 247,90	714,02	28,4	85540,2	24331	62	2017
57,10	1 248,10	712,68	28,4	87250,1	24778	76	2018

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL بالاعتماد على: التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول "أوبك" لسنوات الدراسة، التقارير السنوية للأمم المتحدة العام لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول

"أوبك" لسنوات الدراسة، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، التقارير السنوية لمنظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك".

الملحق رقم (04): إحصائيات صناعة البترول في الدول العربية -2-(استهلاك، صادرات) خلال الفترة 2000-2018

نسبة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية في الدول العربية	قيمة الصادرات الكلية في الدول العربية (مليون دولار)	قيمة صادرات البترول في الدول العربية (مليون دولار)	نسبة استهلاك البترول إلى إجمالي مصادر الطاقة في الدول العربية	إجمالي استهلاك الطاقة في الدول العربية (ألف ب/يوم)	إجمالي استهلاك البترول الخام في الدول العربية (ألف ب/اليوم)	السنة
71,9	263302,1	189313	3786,0	6823,0	55,49	2000
58,5	238143,8	139255	3809,0	7004,0	54,38	2001
54,8	247485,3	135528	3883,0	7161,0	54,22	2002
53,2	308237,8	163832	4166,0	7598,0	54,83	2003
54,8	408128	223632	4462,0	8258,0	54,03	2004
61,4	559194,4	343620	4696,0	8772,0	53,53	2005
61,8	685416,2	423591	4932,0	9162,0	53,83	2006
57,5	795766,2	457267	5161,0	9603,0	53,74	2007
60,6	1070629,2	648311	5486,4	10718,2	51,19	2008
53,9	722331,1	389504	5882,0	11841,1	49,67	2009
52,3	911800	476977	6130,9	12884,0	47,59	2010
54,5	1213700	661340	6182,4	12964,0	47,69	2011
54,4	1320400	717989	6332,3	13558,0	46,71	2012
54,3	1313000	712678	6702,4	13642,7	49,13	2013
50,9	1225300	624146	6910,6	13653,6	50,61	2014
40,8	856600	349327	7079,3	14367,3	49,27	2015
35,8	798000	286059	7084,7	14523,6	48,78	2016
38,8	956400	371146	7144,1	14440,4	49,47	2017
43,0	1081500	464616	7018,7	14827,2	47,34	2018

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL بالاعتماد على: التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول "أوابك" لسنوات الدراسة، التقارير السنوية للأمين العام لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول

"أوابك" لسنوات الدراسة، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، التقارير السنوية لمنظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك".

الملحق رقم (05) : إحصائيات صناعة البترول في الدول العربية -3- (إيرادات) خلال الفترة 2000-2018

السنة	الإيرادات البترولية (مليون دولار أمريكي)	الإيرادات العامة والمنح (مليون دولار أمريكي)	نسبة الإيرادات البترولية من إجمالي الإيرادات العامة والمنح %	مساهمة الإيرادات البترولية في الناتج المحلي الإجمالي %
2000	116630	196850	59,25	18,7
2001	111480	197498	56,45	17,8
2002	105710	189463	55,79	16,6
2003	140560	237032	59,30	19,2
2004	193090	294934	65,47	22,6
2005	282330	394350	71,59	26,7
2006	363500	495300	73,39	29,3
2007	416500	578500	72,00	27,6
2008	620700	825500	75,19	32,2
2009	386900	606743	63,77	22,2
2010	484200	709240	68,27	24,3
2011	661160	863493	76,57	27,6
2012	791355	1057300	74,85	29,9
2013	752200	1015600	74,06	27,4
2014	658200	953600	69,02	24,1
2015	370300	693800	53,37	15,2
2016	232581	576800	40,32	9,8
2017	330530	660300	50,06	13,2
2018	479900	828300	57,94	17,9

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL بالاعتماد على: التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول "أوابك" لسنوات الدراسة، التقارير السنوية للأمين العام لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول

"أوابك" لسنوات الدراسة، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، التقارير السنوية لمنظمة الدول المصدرة للبترول "أوابك".

الملحق رقم (06): اكتشافات البترول الخام في الدول العربية منفردة (اكتشاف في السنة) خلال الفترة 2000-2018

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الإمارات	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
البحرين	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
تونس	1	3	2	3	0	1	4	3	2	1	1	4	2	0	1	3	1	0	0
الجزائر	8	3	3	3	3	5	12	5	2	4	14	10	8	12	18	10	17	20	15
السعودية	0	1	2	1	1	3	0	2	0	1	4	1	1	0	0	0	0	2	0
سوريا	1	1	0	1	2	0	0	1	2	5	2	3	1	0	0	0	0	0	0
العراق	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	6	5	1	0	1	2	1
قطر	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
الكويت	1	1	2	1	2	2	1	1	0	1	1	2	0	3	6	9	7	7	7
ليبيا	1	2	3	4	0	2	7	5	8	11	20	0	4	4	1	0	0	1	0
مصر	24	12	22	21	4	38	29	9	40	41	40	57	57	41	34	26	27	30	51
السودان	0	3	5	2	0	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
عمان	2	7	8	1	8	2	0	0	3	5	1	1	0	1	1	0	0	0	0
اليمن	3	2	9	6	3	3	5	0	1	9	0	0	0	1	1	0	0	0	0

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL بالاعتماد على: التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول "أوبك" لسنوات الدراسة، التقارير السنوية للأمين العام لمنظمة الأقطار

العربية المصدرة للبترول "أوبك" لسنوات الدراسة، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، التقارير السنوية لمنظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك".

الملحق رقم (07): احتياطات البترول الخام في الدول العربية منفردة (مليار برميل في السنة) خلال الفترة (2000-2018)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	نسبة المساهمة 2018
السعودية	262,82	262,73	262,79	262,73	264,31	264,21	264,25	264,21	264,06	264,59	264,59	265,40	265,90	265,85	266,58	261,10	266,46	266,46	267,26	37,50%
العراق	112,50	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	115,00	143,10	142,30	141,40	145,30	145,30	143,07	143,10	148,40	147,20	145,20	20,37%
الإمارات	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	97,80	13,72%
الكويت	96,50	96,50	96,50	99,00	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	14,24%
ليبيا	36,00	36,00	36,00	39,13	39,13	41,46	41,46	43,66	44,27	46,42	47,10	48,00	48,50	48,40	48,42	49,52	48,36	48,36	48,36	6,79%
قطر	13,16	16,92	15,21	15,21	15,21	25,29	26,19	25,09	25,41	26,70	25,50	25,30	25,24	25,24	25,24	25,24	25,24	25,24	25,24	3,54%
الجزائر	11,31	12,00	11,31	11,80	11,35	12,27	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	12,20	1,71%
عمان	5,85	5,85	5,70	5,56	4,80	5,00	5,70	5,70	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,31	4,74	4,74	4,74	0,67%
اليمن	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	3,00	3,00	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	2,67	0,37%
مصر	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,72	3,86	4,19	4,50	4,30	4,30	4,20	4,20	4,40	3,47	3,47	3,30	3,19	0,45%
سوريا	2,50	3,15	3,15	3,15	3,15	3,00	3,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,35%
تونس	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,40	0,37	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,06%
السودان	0,26	0,81	0,81	0,81	0,81	0,90	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,21%
البحرين	0,15	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,12	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,09	0,01%

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL بالاعتماد على: التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول "أوبك" لسنوات الدراسة، التقارير السنوية للأمين العام لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول

"أوبك" لسنوات الدراسة، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، التقارير السنوية لمنظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك".

الملحق رقم (08): إحصائيات البترول في المملكة العربية السعودية -1- (إنتاج، احتياطات) خلال الفترة (2000-2018)

السنة	متوسط إنتاج البترول السنوي (مليون برميل/السنة)	متوسط إنتاج البترول اليومي (ألف برميل/ اليوم)	نسبة إنتاج السعودية إلى إنتاج الدول العربية (%)	نسبة إنتاج السعودية إلى الإنتاج العالمي (%)	احتياطي البترول في السعودية (مليار برميل في نهاية السنة)	نسبة احتياطي السعودية إلى احتياطي الدول العربية (%)	نسبة احتياطي السعودية إلى الاحتياطي العالمي (%)
2000	2 962,60	8 095,00	38,54	12,07	262,76	40,62	24,90
2001	2 879,46	7 890,00	38,26	11,77	262,70	40,11	24,29
2002	2 588,98	7 093,00	37,97	10,81	262,79	40,28	23,37
2003	3 069,74	8 410,00	41,30	12,33	262,73	39,91	23,07
2004	3 256,30	8 897,00	40,15	12,49	264,31	39,97	23,08
2005	3 413,94	9 353,00	41,12	12,92	264,21	39,17	22,43
2006	3 360,90	9 208,00	39,92	11,29	264,25	38,90	22,67
2007	3 217,77	8 979,00	39,67	10,40	264,21	38,87	22,45
2008	3 366,34	8 532,00	37,31	10,03	264,06	38,79	22,42
2009	2 987,27	8 184,00	38,75	11,57	264,59	37,11	21,79
2010	2 980,43	8 165,60	38,37	11,35	264,52	37,18	21,49
2011	3 398,52	9 311,00	41,66	12,84	265,41	37,27	21,38
2012	3 573,40	9 763,40	41,05	13,27	265,85	37,27	20,95
2013	3 517,62	9 640,00	41,46	12,82	265,79	37,27	20,70
2014	3 545,14	9 701,00	42,49	12,69	266,58	37,45	20,76
2015	3 720,28	10 191,00	43,16	13,00	266,46	37,71	20,74
2016	3 828,43	10 460,00	46,57	13,08	266,21	37,21	21,42
2017	3 635,29	9 959,20	40,93	11,64	266,26	37,29	21,34
2018	3 765,13	10 317,00	41,64	11,82	267,03	37,47	21,39

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL انطلاقاً من تجميع المعطيات من: وزارة الطاقة والتقارير السنوي لأرامكو السعودية والتقارير الإحصائي السنوي للأوبك والأوابك والبنك المركزي السعودي، والهيئة العامة

الملحق رقم (09): إحصائيات صناعة البترول في المملكة العربية السعودية -2- (صادرات) خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	حجم صادرات البترول (مليون برميل)	قيمة صادرات البترول في المملكة السعودية (مليون ريال)	إجمالي الصادرات (مليون ريال)	نسبة صادرات البترول إلى الصادرات الإجمالية %
2000	2 282,38	265 747,00	290 553,00	91,46
2001	2 203,10	224 205,00	254 898,00	87,96
2002	1 928,89	239 305,00	271 741,00	88,06
2003	2 380,85	308 517,00	349 664,00	88,23
2004	2 486,77	415 297,00	472 491,00	87,90
2005	2 631,24	605 881,00	677 144,00	89,48
2006	2 565,72	705 811,00	791 339,00	89,19
2007	2 541,16	769 935,00	874 403,00	88,05
2008	2 672,42	1 053 860,00	1 175 482,00	89,65
2009	2 287,66	611 490,00	726 174,00	84,21
2010	2 425,09	807 176,00	941 785,00	85,71
2011	2 634,59	1 191 051,00	1 367 619,00	87,09
2012	2 783,78	1 265 550,00	1 456 502,00	86,89
2013	2 763,32	1 207 080,00	1 409 523,00	85,64
2014	2 611,01	1 067 091,00	1 284 122,00	83,10
2015	2 614,51	573 412,00	763 313,00	75,12
2016	2 731,59	510 729,00	688 423,00	74,19
2017	2 543,44	638 402,00	831 881,00	76,74
2018	2 690,61	573 412,00	763 313,00	75,12

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL انطلاقاً من تجميع المعطيات من: وزارة الطاقة والتقارير السنوي لأرامكو السعودية والتقارير

الإحصائي السنوي للأوبك والأوباك ومؤسسة النقد العربي السعودي، والهيئة العامة للإحصاء السعودية.

الملحق رقم (10): إحصائيات صناعة البترول في المملكة العربية السعودية-3- (مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) (2000-2018)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (مليون ريال) 100=2010	عائدات قطاع البترول الحقيقية (مليون ريال) 100=2010	نسبة مساهمة عائدات قطاع البترول في الناتج المحلي الإجمالي %
2 000	1 422 088,00	845 784,56	59,47
2 001	1 404 869,94	812 634,13	57,84
2 002	1 365 264,20	753 595,33	55,20
2 003	1 518 748,04	884 788,66	58,26
2 004	1 639 616,72	946 763,55	57,74
2 005	1 731 006,50	986 926,73	57,01
2 006	1 779 273,92	973 103,58	54,69
2 007	1 812 139,43	934 755,80	51,58
2 008	1 925 394,03	976 118,47	50,70
2 009	1 885 745,37	882 949,39	46,82
2 010	1 980 776,37	881 820,40	44,52
2 011	2 178 792,46	989 066,77	45,40
2 012	2 296 696,61	1 039 358,36	45,25
2 013	2 358 690,31	1 022 382,02	43,35
2 014	2 444 841,04	1 043 701,26	42,69
2 015	2 545 236,21	1 098 711,71	43,17
2 016	2 587 757,55	1 138 298,95	43,99
2 017	2 568 569,26	1 103 167,78	42,95
2 018	2 631 091,08	1 137 645,62	43,24

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL انطلاقاً من تجميع المعطيات من: وزارة الطاقة والتقرير السنوي لأرامكو السعودية والتقرير الإحصائي السنوي للأوبك والأوابك، ومؤسسة النقد العربي السعودي، والهيئة

العامة للإحصاء السعودية.

الملحق رقم (11): تطور المتغيرات الاقتصادية الكلية السعودية المستخدمة في الدراسة خلال الفترة 2000-2018

عرض النقود M2 (مليون ريال) Money Supply	معدل التضخم inflation	أسعار الفائدة على الودائع المصرفية (3شهور) Interest Rates (%)	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السنوي GDP Real 100=2018 (ملون ريال)	السعر الفوري للبتروال العربي الخفيف (دولار لبرميل) Arab Light Spot Prices	Period
256332,394	-1,120%	6,450	1580735,020	26,81	2000
271080,485	-1,121%	4,225	1586181,969	23,06	2001
310367,266	0,247%	2,530	1575262,566	24,32	2002
336403,741	0,612%	2,122	1713393,505	27,69	2003
407976,261	0,516%	1,734	1861276,103	34,53	2004
448805,471	0,479%	3,754	1971926,995	50,15	2005
538768,537	2,209%	5,020	2037267,130	61,05	2006
666615,860	4,168%	4,905	2082364,424	68,74	2007
793117,951	9,870%	3,285	2212262,735	94,77	2008
844934,592	5,057%	0,911	2188664,307	61,38	2009
923874,378	5,339%	0,736	2298961,888	77,75	2010
1078395,842	5,826%	0,694	2551704,279	107,8	2011
1219355,941	2,866%	0,916	2689723,822	110,22	2012
1353676,718	3,533%	0,953	2757902,357	106,53	2013
1548554,003	2,236%	0,936	2863017,676	97,18	2014
1588019,783	1,206%	0,880	2992112,834	49,85	2015
1642428,576	2,069%	2,066	3048498,983	40,96	2016
1628666,158	-0,838%	1,812	3076272,292	52,59	2017
1663819,811	2,458%	2,451	3174689,219	70,59	2018

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج ال EXCEL بالاعتماد على موقع الهيئة العامة للإحصاء، ومؤسسة النقد العربي السعودي، البنك الدولي.

الملحق رقم (12): تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2018)

معدل دوران السهم	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال) Value of Shares Traded	القيمة السوقية للأسهم (مليون ريال) Market Value of Shares (Billion RLS)	المؤشر العام General Index (1000 = 1985)	السنوات
0,26	65292,89	254 460,00	2 258,29	2000
0,30	83601,31	274 530,00	2 430,11	2001
0,48	133787,08	280 730,00	2 518,08	2002
1,01	596510,04	589 930,00	4 437,58	2003
1,54	1773859,05	1 148 600,00	8 206,23	2004
1,70	4138695,70	2 438 200,00	16 712,64	2005
4,29	5261851,35	1 225 800,00	7 933,29	2006
1,31	2557712,50	1 946 350,00	11 038,66	2007
2,12	1962946,00	924 530,00	4 802,99	2008
1,06	1264012,00	1 195 510,00	6 121,76	2009
0,57	759184,48	1 325 390,00	6 620,75	2010
0,86	1098836,03	1 270 840,00	6 417,73	2011
1,38	1929317,90	1 400 340,00	6 801,22	2012
0,78	1369665,70	1 752 860,00	8 535,60	2013
1,18	2146511,65	1 812 890,00	8 333,30	2014
1,05	1660621,90	1 579 060,00	6 911,76	2015
0,69	1156985,90	1 681 950,00	7 210,43	2016
0,49	836275,29	1 689 600,00	7 226,32	2017
0,47	870869,68	1 858 950,00	7 826,73	2018

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج الـ EXCEL بالاعتماد على موقع السوق المالية السعودية، الهيئة العامة للإحصاء، ومؤسسة النقد العربي السعودي، البنك