

التضخم وانعكاسه على العائد والمخاطرة

Inflation and reflection it on Return and Risk

م. د. عباس فاضل رسن التميمي⁽¹⁾ Dr. Abbas F. Risen AL-Timimi

المستخلص

تناول البحث انعكاس التضخم على كل من العائد والمخاطرة في السوق المالي وتحديدًا في سوق الأسهم وقد تم دراسة هذا المتغير لتأثيره على القيمة السوقية وعدم ظهورها بقيمتها الفعلية مما يجعل من عملية التقييم لكل من العائد والمخاطرة عملية غير دقيقة لا تظهر نتائج تعبر عن الواقع مما يعرض المستثمرين واستثماراتهم المحفظة لمخاطرة مرتفعة لذا تم تسليط الضوء على انعكاس التضخم ومقدار الفجوة أو مستوى التغير الذي يطرأ على القيمة السوقية للوصول إلى درجة التغير في التقييم المعني ومن ثم العمل على تجنب هذه الفجوة للوصول إلى نتائج دقيقة عند احتساب عناصر التقييم المعني وقد حقق البحث في جانبه التطبيقي أهم الاستنتاجات المتمثلة بالآتي: -

- ١- هنالك اختلاف واضح في مستوى التقييم لكل من العائد والمخاطرة فيما بين العوائد المخصوصة وغير المخصوصة على أساس نسبة التضخم السنوي (الأسهم الأمريكية انموذجا)
- ٢- أظهرت النتائج بعد الخصم تغيرا مهما يجب ان يؤخذ بالاعتبار من قبل المستثمرين في الاستثمار المحفظة لتجنب النتائج غير الدقيقة في ظل المتغير الاول.
- كما قدم البحث اهم التوصيات المتمثلة بالآتي: -
- ١- العمل على اعتماد نسبة التضخم في عملية خصم العوائد الرأسمالية للأسهم لبيان القيمة الفعلية لهذه العوائد نتيجة فقدان العملة جزء من قوتها الشرائية نتيجة التضخم بشكل ملحوظ.
- ٢- التركيز على عملية الخصم المعنية بشكل قوي في ظل حالات عدم الاستقرار الاقتصادي كون المخاطرة تكون اكبر في ظل التذبذب الكبير في الأداء الاقتصادي.

1- جامعة اهل البيت - (الإسلام) / كلية العلوم الإسلامية/ قسم السياحة الدينية .

Abstract

The research dealt with the reflection of inflation on both the return and the risk in the financial market, specifically in the stock market. This variable has been studied for its effect on the market value and not appearing at its actual value, which makes the evaluation process for both return and risk an inaccurate process. Thus exposing investors and their portfolio investments to a high risk. Thus, the reflection of inflation, the amount of the gap or the level of change in the market value has been highlighted to reach the degree of change in the valuation concerned. research has achieved on research in applied his most important conclusions of the following: -

1- That there is a significant difference in the value level of both return and risk between the discounted and undiscounted returns on the basis of the annual inflation rate (US stocks model).

2- The results after the discount is an important change must be taken into account by investors in the portfolio investment inaccurate results under the first variable.

The research also presented the most important recommendations:

1- work to adopt the rate of inflation in the process of deduction of capital returns of shares to show the actual value of these returns as a result of currency loss as part of its purchasing power as a result of inflation significantly.

2- focus on the process of the opponent concerned strongly in light of the economic instability that the risk is greater in light of the fluctuation in economic performance.

المقدمة

تعد الأسواق المالية المحور المركزي في الاقتصاد العالمي كونها مصدر التمويل الرئيسي التي تعتمد عليها دول العالم المتقدم لتنفيذ وتطوير سياساتها المالية والاقتصادية كما تستخدم في الوقت نفسه في عملية تقييم تلك الاقتصاديات وتنشيطها من خلال تجميع الاموال من وحدات الفائض وتوفيرها الى وحدات العجز بمختلف انواعها (افراد، مؤسسات، شركات) وقد تم اختيار السوق المالية الامريكية كونها السوق الاقوى والاعلى كفاءة لبيان مدى التغير في العائد الرأسمالي نتيجة خصمه على اساس نسبة التضخم للوقوف على القيمة الحقيقية لهذه العوائد في ظل القوة الشرائية الفعلية التي تتمتع بها لحظة تحققها، بالاضافة الى كونها مصدر اغلب الازمات المالية العالمية منذ عام ١٩٢٩ ولحد الان بسبب تركيبة النظام الرأسمالي الحر. يمثل المبحث الاول منهجية البحث كالمشكلة والاهمية والفرضية والاهداف المتعلقة بموضوع البحث، أما المبحث الثاني فقد تم تناول عامل التضخم كعنصر خصم كونه الاساس الذي يتم في ضوئه احتساب صافي القيمة الحالية للعائد الرأسمالي المتحقق، اذ يعتمد سعر الفائدة عادة لهذا الغرض مع تجاهل نسبة التضخم التي تعمل على خفض القيمة الحقيقية للنقود مع مرور الزمن على مستوى العالم ككل بنسب متفاوتة وقد تم

استبعاد سعر الفائدة من البحث لاعتماد الفائدة الصفرية في منح القروض حسب توجيهات صندوق النقد الدولي وحتى نهاية العام الحالي ٢٠١٥ بهدف التخلص من آثار الازمة المالية العالمية التي ضربت الاقتصاد العالمي عام ٢٠٠٧ وهي علامة فارقة بأبجاء اعتماد مبادئ الاقتصاد الاسلامي على مستوى الاقتصاد العالمي كوسيلة لعلاج مشاكل النظام الرأسمالي، بينما تناول المبحث الثالث العائد والمخاطرة وتصنيفهما وآلية احتسابهما في سوق الملكية المصدر الاساسي للتمويل طويل الاجل اذ تعد الاسهم الاداة الرئيسية في هذا السوق والتي تمثل بمجموعها رأس مال الشركة المساهمة الى جانب الاسهم الممتازة التي تشكل الجزء الاخر من هذا السوق، وكان المبحث الرابع للجانب التطبيقي والمبحث الخامس للاستنتاجات والتوصيات. إن هذا البحث ماهو إلا محاولة جادة لدراسة احد الأدوار التي يلعبها التضخم في حياتنا المالية والاقتصادية الى جانب سعر الفائدة إلا وهو معرفة انعكاسه على الأسواق المالية وتحديدًا على العائد والمخاطرة للأسهم في قلب الاقتصاد العالمي المتمثل بالأسواق المالية.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً- مشكلة البحث

إن مشكلة البحث تتركز على عدم الاخذ بالاعتبار اثر التضخم في عملية خصم القيمة الحالية للعائد الرأسمالي للأسهم مما يظهر قيمة هذه التدفقات بشكلها البعيد عن القيمة النقدية الحقيقية التي يؤثر سلبا على عملية تقييم كل من العائد والمخاطرة والقيمة السوقية الفعلية عند احتساب العائد الرأسمالي بشكل محدد مما يخلق حالة من عدم التأكد عند اختيار الأسهم للاستثمار وفق ميول الزبون لمستوى المخاطرة التي يرغب بالتعرض لها او العائد الذي من الممكن ان يحصل عليه.

ثانياً- أهمية البحث

- تستمد الدراسة أهميتها من العوامل التي تتناولها كمتغيرات أساسية متمثلة بالاتي: -
١. أهمية الأسواق المالية على مستوى الاقتصاد العالمي وتحديدًا سوق الملكية (الأسهم) إذ تعد سوق الاستثمار الأخطر كونها ترتبط بالنشاط الاقتصادي بشكل عام ونشاط الجهة المصدرة للسهم بشكل خاص.
 ٢. أهمية احتساب القيمة السوقية بالقيمة النقدية الحقيقية ولبست المضخمة.
 ٣. تعد العينة المبحوثة المتمثلة بالولايات المتحدة المتحكم الرئيسي بالاقتصاد العالمي والذي يتم تقييمه عن طريق اسواقها المالي التي يعبر عنها بحركة المؤشرات الخاصة بكل سوق اعتمادًا على التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لتلك الاسهم.
 ٤. يمثل التضخم سعر خصم الى جانب نسبة سعر الفائدة كونه العامل الاساسي المعبر عن قيمة الحقيقية للتدفقات النقدية بعد مدة معينة (سنة فأكثر).

ثالثاً- هدف البحث

يهدف البحث إلى ما يأتي: -

١. حجم الاختلاف فيما بين العائد والمخاطرة المتحققة لاسعار الأسهم قبل وبعد الخصم وتأثيره على دقة التقييم.
٢. متابعة حركة الاسعار المخصومة على اساس نسبة التضخم.
٣. اظهار الفرق بين العائد الرأسمالي المخصوم والعائد الرأسمالي غير المخصوم وفق عامل اخر اضافي يرتبط باحتساب القيمة النقدية الحقيقية للعوائد الرأسمالية وهو عامل التضخم.
٤. اظهار حجم التغير ما بين عامي (٢٠٠٨ - ٢٠١٧) اذ شهدت هذه المدة اسوء ازمة مالية خلال القرن الحالي بهدف التوصل الى العديد من التوصيات التي من الممكن ان تكون اداة لمواجهة سوء التقدير في عملية احتساب العائد والمخاطرة وخصم العوائد الرأسمالية في سوق الملكية.

رابعاً- فرضية البحث

- إن البحث مبني على فرضيتين رئيسيتين ذات اتجاه واحد وهما كالآتي: -
١. فرضية العدم الاولى (H01) لا يوجد تغير في العوائد الرأسمالية المخصومة على اساس نسبة التضخم السنوي.
 ٢. فرضية العدم الثانية (H02) لا توجد فجوة مهمة ما بين العائد والمخاطرة قبل وبعد الخصم.

خامساً- حدود البحث

- أ- الحدود الزمانية: - يغطي البحث المدة الزمنية الممتدة من (٢٠٠٨/١/٢) إلى (٢٠١٧/١٢/٣١)، أي المدة الزمنية التي تمثل البيانات السنوية لاحد عشر عاما بالكامل والتي سوف يتم اعتماد متوسطاتها السنوية بهدف الحصول على حركة سعرية متقاربة بشكل متسلسل.
- ب- الحدود المكانية: - يشمل البحث السوق المالية (سوق الملكية) للولايات المتحدة الامريكية كونه يمثل احد الاسواق التي تعمل وفق صيغة الكفاءة القوية التي من الممكن ان تعطي نتائج يمكن الاعتماد عليها على هذا الاساس.

سادساً- أدوات البحث

- أعتمد الباحث في عملية جمع البيانات والمعلومات على الأدوات الآتية: -
١. أدوات الإطار النظري: في سبيل الوصول إلى إثراء الجانب النظري اعتمد الباحث على إسهامات الكتاب والباحثين التي تم جمعها من المصادر المتمثلة بالمراجع العلمية من الكتب العربية والأجنبية ذات الصلة بموضوع البحث، فضلاً على الاستعانة بخدمات الشبكة العالمية للمعلومات (الانترنت).
 ٢. أدوات الإطار العملي: اعتمد الباحث في تغطية الجانب العملي للدراسة على الشبكة العالمية للمعلومات (الانترنت) في جمع البيانات والمعلومات الخاصة بهذا الجانب من الدراسة والتي تضمنت البيانات التاريخية لأسعار الأسهم في الأسواق المالية الامريكية ونسب التضخم الشهرية.

سابعاً- وصف مجتمع وعينة البحث

مجتمع البحث: -

يمثل مجتمع البحث الاسواق المالية الكفوءة بشكل عام وسوق الملكية بشكل خاص الذي يعتمد في حركة عوائده على العائد الرأسمالي وهو محل البحث بشكل محدد.

عينة البحث: -

شملت عينة البحث السوق المالية الامريكية ذات الكفاءة العالية (الصيغة القوية) بجزئها الخاص بسوق الاسهم (سوق الملكية) وهو السوق الذي يقيم من خلاله الاقتصاد العالمي ككل والذي تبنى عليه حركة المؤشرات بشكل خاص لكل الاسواق المالية الاخرى التي تتداول حقوق الملكية.

المبحث الثاني: التضخم Inflation

١-٢ المفهوم

توجد هناك عدة تعاريف للتضخم منها ما استند فيه على معيار ارتفاع الأسعار اذ يعرف بأنه (حركة متصاعدة للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي الناتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض) ^(٢)، كما يعرف بأنه (التغير النسبي في اسعار السلع والخدمات مع مرور الزمن) ^(٣)، اما المفهوم الاقتصادي للتضخم فيعرف بأنه (الزيادة في المستوى العام للأسعار المرتبط بالزيادة الحاصلة في حجم المعروض النقدي وانخفاض قيمة العملة) ^(٤).

مما سبق فإن التضخم هو كل زيادة في حجم النقد المتداول يترتب عليه زيادة في الطلب الكلي وابرز ملامحه هي ^(٥): -

١. ارتفاع المستوى العام للأسعار:

لا يعد تضخماً مجرد ارتفاع في سعر سلعة واحدة أو سلعتين، ذلك لأن الإرتفاع قد يقابله انخفاض في أسعار سلع أخرى الأمر الذي يترتب عليه بقاء المستوى العام للأسعار ثابتاً غير أن التضخم هو الإرتفاع العام في أسعار أغلبية السلع والخدمات أو الارتفاع الكبير في أسعار أغلبية السلع والخدمات أو الارتفاع الكبير في أسعار السلع الأساسية التي تمثل نسبة كبيرة من ميزانية المستهلك والتي تمثل الانطلاقة نحو الخطوة اللاحقة.

٢. الإرتفاع المستمر في الأسعار:

يعد التضخم ظاهرة ديناميكية تكمن خطورته في كونه مستمر ويتم التفريق في هذا الصدد بين الإرتفاع المؤقت لمرة واحدة والإرتفاع الدائم المستمر.

كما قد تؤدي بعض الأزمات السياسية مثل الحروب أو الثورات أو الاضطرابات العالمية إلى حدوث إرتفاع في أسعار بعض المدخلات كأسعار الطاقة والأجور الأمر الذي يترتب عليه حدوث إرتفاع في أسعار المنتجات الصناعية.

٢- عبابة، ٢٠٠٤: ٩١.

٣- Basu, 2011: 5.

٤- Oner, 2010: 6.

٥- Hellerstein, 1997: 20.

٢-٢ أنواع التضخم

هنالك عدة أنواع للتضخم وهي كما يأتي^(٦)

١. حسب تحكم الدولة في الجهاز الائتماني: -

أ- التضخم الطليق (المكشوف): يتسم هذا النوع من التضخم بارتفاع الأسعار والأجور ويكون دون أي تدخل من قبل السلطات الحكومية للحد من هذه الارتفاعات. مما يؤدي إلى تفشي هذه الظواهر التضخمية فترتفع المستويات العامة للأسعار بنسبة أكبر من ازدياد التداول النقدي إضافة إلى تدخل من قبل السلطات الحكومية للحد من هذه الارتفاعات، مما يؤدي إلى تفشي هذه الظواهر التضخمية فترتفع المستويات العامة للأسعار بنسبة أكبر من نسبة التداول العامة للأسعار.

ب- التضخم المكبوح (المقيد): ويتجلى هذا النوع من التضخم بالتدخل من قبل السلطات الحكومية في سير حركات الائتمان بالتحكم في الجهاز الائتماني.

ج- التضخم الانكماشى: يتمثل هذا النوع بارتفاع ملحوظ في الدخل النقدية دون أن تجد لها منفذاً للإنفاق بفضل تدخل الدولة، كما انه يمكن ان تدخل عوامل اقتصادية تجبر الدولة على الحد من ظهور الظواهر التضخمية.

٢- حسب تعدد القطاعات الاقتصادية:

تتنوع الاتجاهات التضخمية بتنوع القطاعات الاقتصادية فالتضخم الذي يتفشى في قطاع الصناعات الاستهلاكية يختلف عنه في القطاعات الاستثمارية.

أ- التضخم السلعي: هو تضخم الذي يحصل في قطاع صناعات الاستهلاك حيث يعبر عن زيادة كلفة إنتاج السلع الاستثمارية.

ب- التضخم الربعي: يعبر عن زيادة الاستثمار على الادخار بصفة عامة بحيث تتحقق أرباح في قطاعي صناعات سلع الاستهلاكية والاستثمار.

ج- التضخم الدخلي: ويحصل نتيجة ارتفاع وتزايد كلف الإنتاج.

٣- حسب حدة الضغط التضخمي^(٧): -

أ- التضخم البطيء: - يكون هذا النوع من شكلين هما التضخم الثابت والمتقلب وهو يتراوح معدلها ما بين (٣٪ - ٥٪) والنوع الاول هو الافضل كون الثاني من الممكن ان يتحول الى تضخم زاحف.

ب- التضخم الزاحف: - وهو النوع الذي يؤدي الى ارتفاع الاسعار بشكل معتدل ومستقر على مدة زمنية طويلة وهو يظهر في الدول الصناعية ذات النمو المستمر ويكون بمعدل مستقر ما بين (٣٪ - ٥٪) كمتوسط لمحاكاة التضخم.

ت- التضخم الجامح: - أشد أنواع التضخم تأثيراً وأضراراً على الاقتصاد حيث تتوالى الارتفاعات في الأسعار دون توقف اذ تفقد النقود قوتها الشرائية وقيمتها عند توسيطها للتبادل مما يؤدي الى استغلال النقود في قطاعات غير الإنتاجية مبددة للثروة وانخفاض في المدخرات القومية.

٦- عبد الرحمن وعريقات: ١٩٩٩، ١٥٦.

٧- ملاك، ٢٠٠٠: ٤٤٦.

ث- التضخم لإكودي: - يتوافق هذا النوع من التضخم مع ارتفاع نسبة البطالة وحدوث ركود في النشاط لاقصادي وهو من الامور المحيرة التي لم تعالج بشكل فعلي لعدم وضوح الاسباب المؤدية الى ذلك رغم تناقض العنصرين فيما بينهما.

٤- حسب الظواهر الجغرافية والطبيعية: -

تحدث بعض أنواع التضخم نتيجة حدوث ظواهر جغرافية وطبيعية ليس لها صفة الدوام.
أ- التضخم الطبيعي: ينشا نتيجة لظواهر طبيعية مثل الزلازل مما ينتج عنها ظروف اقتصادية معينة.
ب- التضخم الجوكي: هو سمة من سمات النظام الرأسمالي يعبر عن حركات الظواهر الرأسمالية كالأزمات الاقتصادية المتجددة معبر عنه بأسعار السلع والخدمات وارتفاعها العام المتواصل.

٢-٣ اسباب التضخم

هنالك عدة أسباب تؤدي الى ظهور نسب مرتفعة من التضخم بشكل ملحوظ تتمثل بالاتي^(٨): -
١- زيادة الاتفاق الاستهلاكي والاستثماري: إذا ما ارتفاع حجم الاتفاق العام ارتفاع يفوق إرتفاع المنتجات والثروات الكلية الموجودة في المجتمع مع فرض الوصول إلى حالة التشغيل الأمثل فإنه سيؤدي لا محالة إلى التضخم.

٢- التوسع في فتح الإعتمادات من قبل المصاريف: قد ترغب الدولة في تنشيط الأعمال العامة وزيادة الإنتاج فتشجع المصارف على فتح العمليات الائتمان بوسائلها المعروفة وتخفيض سعر الفائدة بهدف إستمالة المنتجين وأصحاب الأعمال لتنفيذ ما تصبوا إليه فيزيد استثمارهم ويصبح هذا الاستثمار مرتفعاً من حيث الطلب على المنتجات الحقيقية الموجودة وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع الأسعار كمنبه لظاهرة تضخمية حلت بالمجتمع.

٣- التوقعات النفسية:

قد يرجع الارتفاع في الطلب الكلي إلى عوامل نفسية أكثر من العوامل التقديرية او العوامل الاقتصادية.
٤- توجه العرض الكلي نحو التضخم: - بالإضافة إلى أن التضخم يكون سببه هو ارتفاع الطلب الكلي عن الاستخدام الأمثل قد يكون أيضاً سببه انخفاض العرض عن مستوى الاستخدام الأمثل وقد يعود الى عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في كفاية الطلب الكلي الفعلي لأمر كثيرة منها: -

١. تحقيق مستوى الاستخدام الكامل: - عندما يصل الاقتصاد القومي لمرحلة من الاستخدام والتشغيل الشاملة لجميع العناصر الإنتاجية مع عجز في مستوى الإنتاج دون المستوى المتوقع للطلب الكلي الفعلي المرتفع.

٢. عدم كفاية الجهاز الإنتاجي: - حين يتصف الجهاز الإنتاجي بعدم المرونة والكفاية لمد السوق بالمنتجات والسلع الضرورية ذات الطلب المرتفع.

٣. النقص في العناصر الإنتاجية: - كالعمال والموظفين المختصين و المواد الخام و المواد الأولية.

٤. النقص في رأس المال العيني: - قد تعود عدم مرونة الجهاز الإنتاجي إلى نقص في رأس المال العيني المستخدم عند مستوى الاستخدام الكامل.

٢-٤ احتساب نسبة التضخم

نسبة التضخم تمثل نسبة التغير لأسعار الاستهلاك بين مدتين إذ تمثل الأخيرة التغير الذي يطرأ على أسعار سلع أساسية معينة لمدة معينة ويمكن احتساب التضخم بالمعادلة الآتية^(٩): - على سبيل المثال إذا كان الرقم القياسي للسنة الأول (In1= 145) والسنة الثانية (In2=150)

فإن نسبة التضخم للسنة الثانية هي: -

$$In2 - In1 \div In1 = 150 - 145 \div 145 = 3.44\% (2-1)$$

يمكن احتساب نسبة التضخم بطريقتين: -

أ- احتساب نسبة التضخم بالانزلاق: أي مقارنة الرقم القياسي للأسعار بالنسبة لمدتين.

ب- احتساب نسبة التضخم بالمتوسط الحسابي: أي مقارنة الوسط الحسابي السنوي بالرقم القياسي المعتمد.

٢-٥ أثار التضخم

يرجع القلق الشديد من التضخم بسبب الآثار الاقتصادية والاجتماعية التي تظهر في ظل هذا المتغير ويمكن إيجازها كما يأتي^(١٠): -

١. يترتب على التضخم إضعاف ثقة الأفراد في العملة وإضعاف الحافز على الادخار فإذا انخفضت قيمة النقود أدى ذلك إلى فقدان وظيفتها كمستودع للقيمة وهنا يزيد التفضيل السلعي على التفضيل النقدي إذ يلجأ الأفراد إلى تحويل ما بقي لديهم من أرصدة إلى ذهب و عملات أجنبية مستقلة تقريباً أو إلى سلع معمرة وعقارات.
٢. اختلال ميزان المدفوعات نتيجة زيادة قيمة الواردات و انخفاض قيمة الصادرات.
٣. يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي وليس النشاطات الرئيسية.
٤. يترتب على استمرار تصاعد الأسعار ارتباك في تنفيذ المشروعات واستحالة تحديد تكاليف إنشائها.
٥. يترتب على التضخم ظلم اجتماعي بحيث يؤثر على أصحاب الدخل الثابتة ويستفيد أصحاب الدخل المتغيرة.
٦. يعيق التضخم التوزيع العادل للدخل والثروات مما يخلق موجة من التوتر والتذمر الاجتماعي والسياسي.

٢-٦ سياسات علاج التضخم

يمكن علاج التضخم بواسطة السياسة المالية بأدواتها المختلفة او عن طريق السياسة النقدية بأدواتها المختلفة ويمكننا إيجاز هذه الإجراءات كما يأتي^(١١): -

١- السياسة النقدية وأدواتها:

٩- Basu, 2011: 16

١٠- Cardoso, 1992: 10

١١- Raj, 2010: 12

تعرف السياسة النقدية بأنها تلك الاجراءات التي يتبناها البنك المركزي التي تؤثر على عرض النقود إما بزيادة حجمها أو الإقلال منها والسياسة النقدية المضادة إلى التضخم هي التي تقوم على تقليص كمية النقود من خلال انكماش الائتمان المصرفي بواسطة الأدوات الاتية:

أ- سعر الفائدة: وهو السعر الذي تتعامل فيه البنوك التجارية مع الأفراد أي ما يحصل عليه الأفراد مقابل مدخراهم لدى البنوك التجارية اذ تلتزم البنوك التجارية بالحد الأعلى لنسبة الفائدة الذي يحدده البنك المركزي وهو الوحيد الذي لديه الصلاحية (الحق) في تغيير هذا السعر في حالة التضخم اذ يتم امتصاص الكتلة الزائدة من السيولة عن طريق أسعار الفائدة المرتفعة على الودائع للأفراد أو المؤسسات لإيداع أموالهم مع رفع نسب الفائدة بشكل كبير على القروض.

ب- سعر الخصم: وهو السعر الذي تتعامل به البنوك المركزية لخصم الاوراق التجارية اذ يتم رفع نسبة الخصم لتقليل حجم عرض النقد.

ج- نسبة الاحتياط القانوني: وهي النسبة المحددة من الاحتياطيات التي يودعها المصرف التجاري لدى البنك المركزي اذ يتم رفع هذه النسبة للحد من التضخم.

د- عملية السوق المفتوحة: ويتمثل ذلك في قيام البنك المركزي شراء أو بيع سندات الحكومة للبنوك التجارية بهدف الرفع من احتياطياتها النقدية لتمكينها من الاقتراض أما إذا باع البنك المركزي السندات إلى البنوك التجارية مما يؤدي إلى تقليص احتياطياتها النقدية بهدف امتصاص الكتلة النقدية الزائدة اذ تساعد أدوات السياسة النقدية بالتحكم في كمية النقود المعروضة إما بزيادتها في حالة الانكماش أو تقليصها في حالة التضخم والتي تعد وسيلة هامة من وسائل التحكم بالتضخم.

٢- السياسة المالية وأدواتها:

يقصد بالسياسة المالية سياسة الحكومة في تحديد المصادر المختلفة للأيرادات العامة للدولة وتحديد أهمية هذه المصادر من جهة وكذلك تحديد الكيفية التي تستخدم بها من جهة أخرى لتمويل الإنفاق العام لتحقيق الأهداف الاقتصادية و الاجتماعية المستهدفة وأهم أدواتها هي (١٢): -

أ- الضرائب بأنواعها كافة: مثل ضرائب الشركات والرسوم الجمركية غير المباشرة على السلع المحلية أو المستوردة اذ تحدد الحكومة السياسة الضريبية وما يتناسب مع أهدافها العامة التي تعكس استراتيجيتها اذ ان النسب المختلفة لضريبة الدخل تعد من الأدوات الهامة التي يمكن أن تلعب دوراً مميزاً في إعادة توزيع الدخل القومي بالإضافة إلى اعتبارها أداة هامة لحماية المنتجات المحلية والصناعات الوطنية الناشئة ورفع نسبها اهم وسيلة لخفض التضخم.

ب- الإنفاق الحكومي: يمثل حجم النفقات الحكومية وكيفية توزيعها على مستوى النشاط في كل القطاعات الاقتصادية وما يرتبط به من نشاطات إنتاجية أخرى أي تمويل النفقات الحكومية عن طريق زيادة الضرائب أو تقليل النفقات الحكومية بالقدر الذي يسهم بخفض التضخم دون التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ونسب النمو.

ج- الدين العام: تعد سياسة الدولة اتجاه الاقتراض الداخلي من حيث حجمه ومعدلات نموه وسبل الحصول عليه من الوسائل المهمة في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي في ظل عجز الموازنة، أما إذا كانت الموازنة العامة تحقق فائضاً فإن حجم هذا الفائض يمكن أن يؤثر بشكل مختلف على الاقتصاد الوطني، ان رفع مستوى الدين يؤدي الى خفض نسب التضخم. توجد إجراءات أخرى لمعالجة التضخم منها:

- الرقابة المباشرة على الأسعار بوضع حد أقصى وحد أدنى لها و استخدام نظام البطاقات في توزيع السلع الضرورية.

- إنتاج بعض السلع الضرورية على حساب بعض السلع الكمالية.

- الرقابة على الأجور فهي ضرورية لتحديد الأسعار والأجور وكذلك تخفيض القيود على الواردات يساعد في زيادة عرض السلع الأساسية وتخفيض الضغوط التضخمية ومن الإجراءات التي تساعد على علاج التضخم رفع الإنتاجية بشكل عام وزيادة حجم الادخار القومي.

تعد استقلالية البنك المركزي اهم الركائز الأساسية لتجنب التضخم واثاره السلبية على مستوى النمو الاقتصادي من جهة والمستوى المعيشي ونسب الفقر من جهة أخرى كونه احد الأسباب الرئيسة لخفض القيم الحقيقية للأجور والرواتب اذ ان البنك المركزي المؤسسة النقدية الوحيدة القادرة على مواجهة هذه المشكلة الى جانب سياسات الحكومة المالية^(١٣).

المبحث الثالث: العائد والمخاطرة- Risk & Return

يتناول هذا المبحث العائد (Return) الذي يسعى المستثمر الى تحقيقه متمثلاً بالعائد الرأسمالي تحديداً في حين يتم استعراض المخاطرة بأشكالها كافة مع التركيز على المخاطرة غير النظامية المتمثلة بالانحراف المعياري للعوائد الذي يتاثر بشكل مباشر او غير مباشر بالتضخم.

١-٣ العائد-Return

١-٣-١ المفهوم

يعرف العائد على انه (صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال)^(١٤) وهو يمثل (الفرق بين قيمة الاستثمار نهاية المدة مع قيمة الاستثمار بداية المدة)^(١٥)، وهو أيضا (الإضافة أو النقصان اعتمادا على التدفق النقدي الخارج للاستثمار الأساسي والتدفق النقدي الداخل بعد مدة معينة)^(١٦)، كما يعرف بأنه (الفرق بين التدفق النقدي الخارج والتدفق النقدي الداخل والذي لا يظهر تطابقا مع قيمة الاستثمار)^(١٧)، في ضوء ما تقدم يعبر العائد عن (الفرق في صافي قيمة الثروة بين بداية مدة الاستثمار ونهايتها سواء أكان هذا الفرق ايجابيا أم سلبيا والذي يعبر في حالته السالبة عن الخسارة)

١٣- Barro, 1995: 11

١٤- العامري، ٢٠٠٧: ٤١٣.

١٥- 6 Reilly & Brown, 2006

١٦- 1 Walker& Bos, 2009

١٧- 141 Charles, 2004

٣-١-٢ أنواع العائد وطرق احتسابه

يصنف العائد الى نوعين أساسيين هما: -

العائد الايرادي - وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر كمقسوم أرباح (Mishkin,2007: 152) ويتم احتسابه بالمعادلة الآتية^(١٨): -

$$R = Dt / Pt \quad (3-1)$$

$$Dt = \text{المقسوم المدفوع للمدة } (t)$$

$$Pt = \text{سعر السهم السوقي للمدة } t$$

١. العائد الرأسمالي (Saunders&Cornett,2001: 220) - وهو العائد الذي ينتج عن الفرق بين سعر

$$R = P1 - P0 / P0 \quad (3-2) \quad \text{الشراء الحالي وسعر البيع لمدة لاحقة ويحتسب وفق المعادلة الآتية:}$$

$$\text{إذ إن: } P0 = \text{سعر الشراء}$$

$$P1 = \text{سعر البيع}$$

وهذا النوع من العائد سيكون محور بحثنا لبيان التغيرات التي تحصل في قيمته مع مرور الزمن على اساس خصمها وفق نسبة التضخم للوصول الى قيمته النقدية الحقيقية.

أما الأنواع الأخرى من العائد هي: -

١. العائد المخصص

يتم احتساب هذا العائد على اساس نسبة خصم معينة اذ يستخدم عادة سعر الفائدة المعتمد لابرار القيمة الزمنية للنقود كونها تتعرض للانخفاض في قوتها الشرائية مع مرور الزمن كما تستخدم نسبة التضخم لنفس الغرض ويتم احتسابه بالمعادلة الآتية: -⁽¹⁹⁾

$$R = \sum CF / (1+r)^t \quad (3-3)$$

سوف تستخدم هذه المعادلة لخصم العوائد الرأسمالية في الجانب التطبيقي من البحث.

٢. العائد المتحقق

وهو يمثل نسبة صافي الدخل المتحقق (إيرادي + رأسمالي) من جراء الاستثمار في سهم معين مقسوما على سعر الشراء ويحتسب على وفق المعادلة الآتية: -

$$R = D1 + P1 - P0 / P0 \quad (3-4)$$

٣. العائد المتوقع

وهو العائد الذي يستطيع المستثمر التنبؤ به أو يكون قابل للتوقع اعتمادا على المعلومات التي يملكها حول السهم المراد الاستثمار به والتي تبني على أساس حالة السوق التي يتم التعامل فيها والعناصر المؤثرة فيه على عائد السهم المعني ومن ثم تقدير هذا العائد وفق هذه المعطيات وهو يمثل الوسط الحسابي للعوائد المتحققة أو التوزيعات الاحتمالية الممكنة التحقق لفترة معينة ويحتسب وفق المعادلة الآتية^(٢٠): -

$$R_i = \sum R_j / N \quad (3-5)$$

.Porter&Norton,2007: 660 - ١٨

Bodie et al,2013: 430 .-19

.Jordan&Miller,2009: 381 - ٢٠

حيث إن: -

$$\sum R_j = \text{مجموع العائد المتحقق لمدة معينة.}$$

$$N = \text{المدة الزمنية المراد حسابها.}$$

٤. العائد غير المتوقع (الإضافي)

يعد هذا النوع من العوائد عائداً خطراً وغير مضمون ويتحقق مثل هذا النوع نتيجة لمعلومات من مصادر مؤكدة تصل السوق بشكل مفاجيء أو غير متوقع ومن أمثلتها: -

- أخبار عن بحوث الإنتاج للشركة المعنية.
 - مخططات الحكومة بشأن الناتج المحلي الأجمالي.
 - المعلومات حول أسعار الصرف.
 - تغيرات مفاجئة لأسعار الفائدة.
 - الأخبار حول خطط الشركة لبيع مفاجيء غير متوقع للأسهم.
- ويحسب هذا العائد حسب المعادلة الآتية: -

$$\text{Unexpected return} = \text{Total Return} - \text{Expected return}$$

$$\text{Or UR} = \text{TR} - \text{ER} \quad (3-6)$$

٥. العائد المطلوب

وهو العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم في أداة مالية معينة تعويضاً عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال والمخاطرة المصاحبة له وهو مؤشر مهم وهدف رئيس لعموم المستثمرين^(٢١).

ويحسب وفق انموذج (CAPM): -

$$R_i = R_f + B_i(R_m - R_f) \quad (3-7)$$

إذ إن: -

$$R_f = \text{العائد الخالي من المخاطرة}$$

$$B_i = \text{مقدار حساسية السهم للمخاطرة النظامية}$$

$$R_m = \text{عائد السوق} \quad (\text{Wang, 2003: 82})$$

إن أنواع العائد أعلاه إنما تعبر عن أوجه متعددة لسعر السهم وحسب نوع التحليل لهذه الأداة فالمستثمر الحالي لها يبحث عن العائد المتحقق ليقارنه بالعائد المطلوب إما المستثمر المستقبلي فيبحث عن العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلاً، كما إنها أداة أساسية في تحليل التغيرات التي تطرأ على قيمة السهم.

٢-٣ المخاطرة-Risk

٣-٢-١ المفهوم

تعرف المخاطرة بأنها (احتمال تخلف العائد المتحقق عن العائد المتوقع من الاستثمار، أما في حالة الاستثمار الخالي من المخاطرة فهو تساوي العائد المتحقق مع العائد المتوقع^(٢٢)، وهي أيضاً (التباين أو

٢١- العامري، ٢٠٠٧: ٤١٨.

٢٢- Saunders & Cornett, 2009: 539.

التقلب في العوائد المتوقعة^(٢٣)، وتأكيدا على هذا المفهوم عرفت بأنها (احتمالية التقلب والتباين في العوائد المتحققة عن العوائد المتوقعة)^(٢٤)، إذا تعبر المخاطرة عن (تذبذب العائد المتحقق أو تخلفه عن العائد المتوقع تبعا للظروف السائدة في السوق).

٣-٢-٢ التصنيف وطرق الحساب

تصنف المخاطرة عموما إلى ثلاثة أنواع أساسية هي كالآتي: -

أ- المخاطرة الكلية / Total risk

وهي المخاطرة التي تتضمن كل من المخاطرة النظامية وغير النظامية معا، يحتسب هذا النوع من المخاطرة على أساس الآتي^(٢٥): -

المخاطرة الكلية = المخاطرة النظامية + المخاطرة غير النظامية

= مخاطرة السوق + المخاطرة الخاصة بالشركة

= المخاطرة غير القابلة للتنوع + المخاطرة القابلة للتنوع

= المخاطرة التي يمكن تحديدها + المخاطرة التي لا يمكن تحديدها

ب- المخاطرة غير النظامية (القابلة للتنوع)

وهي المخاطرة التي تسببها عناصر خاصة بالشركة الواحدة أو تحدث ضمن قطاع اقتصادي معين مثل إضراب العمال وسوء إدارة الشركة وارتفاع نسبة المديونية ويمكن تجنب هذا النوع من المخاطرة عن طريق التنوع وفق أطروحة ماركوتز (نظرية المحفظة الحديثة) بناء على علاقة الارتباط (Elton&Gruber, 1995: 46) بين كل زوج من الأدوات المالية في المحفظة الاستثمارية لحساب العائد على الاستثمار لمدة واحدة (Fama&French, 2004: 25).

تحتسب المخاطرة غير النظامية للعوائد عن طريق الانحراف المعياري (Standard deviation) الذي كان معتمدا لحساب المخاطرة الكلية قبل أن تقسم إلى جزئين كالآتي: -

١. حساب العائد والمخاطرة على أساس البيانات التاريخية: -

$$R = \sum R_i / N \quad (3-8)$$

$$\sigma = \sqrt{\sum (R_i - \bar{R})^2 / N} \quad (3-9)$$

R = متوسط العائد، R_i = عائد الورقة المالية، N = عدد السنين

٢. حساب العائد و المخاطرة على أساس بيانات احتمالية

$$R = \sum P_i R_i \quad (3-10)$$

$$\sigma = \sqrt{\sum P_i (R_i - \bar{R})^2} \quad (3-11)$$

(Waston&Head, 1998: 233)

R = العائد المتوقع للورقة المالية، P_i = احتمالية العائد المتوقع

ج- المخاطرة النظامية (غير القابلة للتنوع)

وهي ذلك الجزء من المخاطرة الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل ويمتد أثرها على الاقتصاد الكلي ولا يمكن التخلص منها من خلال التنوع ومن هذه العناصر - التضخم وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية للدولة^(٢٦) وتحتسب من خلال معامل بيتا (B) وكما يلي: -

$$(3-12) B_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

(Grigoris et al, 2006: 8)

وتستخدم اليوم المشتقات المالية في أغلب أسواق المال العالمية مثل المبادلات والخيارات والمستقبلات لمواجهة هذا النوع من المخاطرة والتقليل من أخطارها قدر الإمكان (Marrison, 2002: 65)، كما أن الشبكة الواسعة من هذه الأسواق المتنوعة والمتعددة الأنواع والأدوات والعملات المتداولة فيها فضلا عن تنوع الفئات العاملة فيها من شركات متعددة الجنسية ومؤسسات مالية وبنوك مركزية ساهم في تكاملها مما أسهم في مواجهة هذا النوع من المخاطرة (Marthinsen, 2008: 343).

إن عملية احتساب المخاطرة بأنواعها كافة عملية أساسية ومهمة في تقييم احتمالات تحقق العائد من عدمه، وإن درجة انحراف هذا العائد عن وسطه الحسابي تعطي تقييما واضحا عن درجة المخاطرة التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمر من خلال الاستثمار في الأداة المالية المعنية.

المبحث الرابع: الجانب التطبيقي

الجدول (١-٤)

				العائد الرأسمالي غير المخصص						
201 7	201 6	201 5	201 4	2013	2012	201 1	2010	2009	2008	
3. 94	2. 20	5. 14	21. 12	-21. 47	-28. 65	15. 27	16. 54	15. 16	14. 61	BA
-1. 90	-0. 50	-1. 89	6. 17	-5. 06	-4. 32	-5. 29	2. 14	0. 11	1. 79	RDS
12. 99	4. 93	25. 29	7. 56	-15. 98	2. 71	19. 44	6. 08	-21. 14	7. 84	CVX
-4. 22	23. 74	42. 51	20. 43	-0. 19	4. 60	22. 51	0. 33	-7. 65	6. 52	IBM
0. 00	0. 00	0. 00	-0. 02	-0. 12	-0. 16	0. 13	-0. 09	-1. 07	0. 00	GEN X

التضخم وانعكاسه على العائد والمخاطرة

0.	1.	-1.	2.		-3.	-1.	-0.	-0.	-1.	AM
93	87	35	02	0.99	64	48	22	52	20	NB
3.	5.	16.	-5.	-13.	-0.	17.		21.		XO
85	51	79	84	16	54	52	8.16	09	0.87	M
4.	-1.	-4.	2.	-18.	-18.	-0.		-22.	-8.	
85	24	57	29	77	18	90	5.09	11	41	BAC
1.	-0.	1.	0.	-0.	-0.	0.		-2.		HBI
19	83	04	38	82	72	30	1.03	28	0.70	O
-0.	-0.	-6.	-6.		-2.	1.	-1.	-13.	-22.	COC
77	60	68	74	4.42	34	66	04	56	65	O
-1.	-2.	1.	0.	-5.	-7.	0.	-10.			DEL
50	46	77	84	67	88	55	74	0.63	4.55	L
9.	-4.	-4.	-0.	-7.	-36.	3.	13.			
15	98	76	75	58	18	45	46	0.76	6.55	MS
12.	0.	1.	-0.	-5.	-7.	-2.	-5.	-3.		YHO
00	69	65	99	49	04	32	70	12	6.67	O
-0.	-1.	-0.	1.	-0.	-0.	-2.	-10.	14.		FOR
03	11	57	64	65	88	94	71	39	0.49	D
3.	3.	-0.	3.	-3.	-4.	4.		-1.	-0.	MSF
28	63	45	42	01	66	39	0.63	26	51	T
2.	2.	4.	3.	-6.	-7.	4.		-1.		MEA
92	06	93	43	17	19	82	1.67	37	1.19	N
5.	6.	13.	7.		11.	9.		12.		
07	61	34	96	7.78	60	09	7.62	10	8.43	Sd

المصدر- اعداد الباحث حسب بيانات السوق المالي الأمريكي

يظهر الجدول (٤-١) مجموعة من الأسهم الأمريكية المختارة بشكل قصدي البالغ عددها (١٥) شركة كان من ضمنها الشركات ذات الماركة التجارية المعروفة وقد تم اختيار اغلب هذه الشركات بهذه الطريقة كونها ذات تداول مستمر ويتم التركيز عليها في سوق الأسهم لما تتمتع به من مكانة مرموقة ومؤثرة في الاقتصاد الأمريكي مما يجعل بياناتها تتمتع بدقة عالية، يلاحظ في أسعار تلك الأسهم تذبذب عالي وهذا نتيجة الازمة المالية العالمية التي انطلقت من السوق المالي الأمريكي مما القت بظلالها بشدة على هذه السوق وقد حققت شوكتي (Yahoo) و (CVX) السعر الأعلى للسنة الأخيرة من المدة المبحوثة في حين كانت شركة (GENX) الأدنى أداء من بين الأسهم المعنية.

الجدول (٢-٤) العائد الرأسمالي المخصوص

201 7	201 6	201 5	201 4	201 3	201 2	201 1	201 0	200 9	200 8	
3. 40	1. 28	3. 10	18. 90	-16. 96	-23. 66	13. 25	15. 00	14. 18	14. 22	BA
-1. 64	-0. 41	-1. 47	5. 52	-3. 10	-3. 56	-4. 60	1. 94	0. 10	1. 74	RDS
11. 19	4. 10	19. 65	6. 76	-12. 62	2. 23	16. 87	5. 53	-19. 77	7. 63	CVX
-3. 63	19. 70	33. 04	18. 28	-0. 15	3. 80	19. 54	0. 30	-7. 15	6. 43	IBM
0. 00	0. 00	0. 00	-0. 02	-0. 09	-0. 13	0. 11	-0. 08	-1. 00	0. 00	GENX
0. 80	1. 55	-1. 05	1. 80	0. 78	-3. 00	-1. 28	-0. 20	-0. 48	-1. 16	AMNB
3. 31	4. 57	13. 05	-5. 22	-10. 04	-0. 44	15. 20	7. 42	19. 72	0. 84	XOM
4. 18	-1. 03	3. 55	2. 05	-14. 83	-15. 00	-0. 78	4. 63	-20. 67	-8. 18	BAC
1. 02	-0. 69	0. 80	0. 34	-0. 65	-0. 59	0. 26	0. 93	-2. 13	0. 68	HBIO
-0. 66	-0. 50	-5. 19	-6. 03	3. 49	-1. 93	1. 44	-0. 94	-12. 68	-22. 05	COCO
-1. 29	-2. 04	1. 37	0. 75	-4. 48	-6. 51	0. 48	-9. 77	0. 59	4. 43	DELL
7. 88	-4. 13	-3. 70	-0. 67	-5. 10	-29. 90	2. 10	12. 24	0. 71	6. 37	MS
10. 34	0. 57	1. 28	-0. 88	-4. 34	-5. 81	-2. 00	-5. 18	-2. 91	6. 49	YHOO
-0. 02	-0. 92	-0. 44	1. 47	-0. 51	-0. 73	-2. 55	-9. 74	13. 45	0. 47	FORD

التضخم وانعكاسه على العائد والمخاطرة

2.	3.	0.	3.	-2.	-3.	3.	0.	-1.	-0.	MSFT
82	00	35	06	37	85	81	57	18	49	
2.	1.	4.	1.	-4.	-5.	4.	1.	-1.	1.	MEAN/ D
76	67	29	67	73	94	09	51	28	16	
2.	2.	4.	3.	-6.	-7.	4.	1.	-1.	1.	MEAN
92	06	93	43	17	19	82	67	37	19	
4.	5.	10.	7.	6.	9.	7.	6.	11.	8.	Sd/D
37	49	15	12	13	59	90	92	32	21	
5.	6.	13.	7.	7.	11.	9.	7.	12.	8.	Sd
07	61	34	96	78	60	09	62	10	43	
-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	الفرق بين العوائد
05	19	13	51	23	17	15	09	07	02	
-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	-0.	الفرق بين المخاطرة
14	17	24	11	21	17	13	09	06	03	

المصدر: - اعداد الباحث في ضوء البيانات في الجدول (٤-١)

أظهرت عملية خصم الأسعار على أساس نسب التضخم السنوية تغيراً ملحوظاً في قيمة كل من العائد والمخاطرة بالمقارنة مع النتائج ذاتها قبل الخصم وقد حقق عام ٢٠١٤ أعلى الفروقات بفارق سالب بلغ (٠,٥١) كإنخفاض في قيمة متوسط العوائد التاريخية يليه عام (٢٠١٣) بنسبة فارق بلغت (٠,٢٣) وهو مؤشر سلبي بحد ذاته بغض النظر عن مستوى الانخفاض الذي يشكل حالة سلبية أكبر في حالة انخفاضه لهذا المستوى، أما المخاطرة فكانت النسبة الأكبر في الفارق لعام (٢٠١٥) إذ بلغ الفارق السالب نسبة (٠,٢٤) يليه عام (٢٠١٣) بنسبة (٠,٢١) وهذا مؤشر إيجابي لأن انخفاض المخاطرة يدل على استقرار العوائد وعدم تقلبها بنسبة مرتفعة وهنا تتضح الصورة بشكل جلي لانعكاس نسب التضخم على عملية التقييم المعنية نتيجة الفوارق المتحققة رغم تفاوتها بين المشاهدات للفترة المبحوثة.

النتائج

أظهر الجانب العملي النتائج الآتية: -

١. أظهرت العينة انخفاضاً في العائد الرأسمالي المخصص عن العائد قبل الخصم بشكل متصاعد بفارق ملحوظ وتحميداً الأعوام (٢٠٠٩، ٢٠١٣، ٢٠١٢) بينما كان عام ٢٠١٤ الأعلى تذبذباً في الفارق إذ بلغ الانخفاض في متوسط العائد المخصص (٥١٪) عن العائد غير المخصص.
٢. سجل كل من عام ٢٠٠٨ بانخفاض (٢٪) وعام ٢٠١٧ بمقدار (٥٪) أدنى فارق ومثلاً أفضل العينات استقراراً في ضوء النسب المتحققة.
٣. بلغت نسبة الفارق بين مجموع متوسطات العوائد الرأسمالية المخصصة انخفاضاً بمقدار (١٧٪) عن مجموع العوائد قبل الخصم وهو فارق يشكل نسبة مرتفعة بين النوعين تترك أثرها على عملية التقييم.

٤. يرتبط ما تقدم من انخفاض في العائد الرأسمالي المخصوم بعملية التعبير عن العائد بشكله الحقيقي بعد طرح مقدار التضخم والذي يعبر عن نسبة فقدان للقوة الشرائية للعملة.
٥. امتازت العينات بفارق كبير في الانحراف المعياري ابتداء من عام ٢٠١١ الذي سجل فرقا بمقدار (٤٤٪) عن العام الذي سبقه (الفرق بين ٩٪-١٣٪) واستمر الفارق السالب بالاتساع حتى نهاية المدة المبحوثة.
٦. بلغ الفارق الكلي بين الانحراف المعياري والانحراف المعياري المخصوم نسب سالبة بمقدار (١٣٪) وهي نسبة لا يستهان بها عند احتساب المخاطرة.
٧. يعد انخفاض قيمة العائد الرأسمالي المخصوم عن العائد قبل الخصم مؤشرا سلبيا على القيمة الحقيقية المتحققة بعد حذف مقدار التضخم.
٨. يمثل انخفاض الانحراف المعياري للعوائد المخصومة مؤشرا ايجابيا لعينات البحث كونه يمثل مقدار تذبذب ادنى منه قبل الخصم ولكنه بالنتيجة لا يمثل النتائج الفعلية قبل الخصم.

المبحث الخامس: الاستنتاجات والتوصيات

اولا - الاستنتاجات

١. ان اعتماد نسبة التضخم السنوي كعامل خصم يظهر تفاوتا واضحا وانخفاضا في قيمة العائد الرأسمالي المخصوم اعتمادا على قيمة العملة وقت تحقق العائد مما يظهر قيمة هذا العائد بشكلها الفعلي على اساس مقدار الضياع الذي يظهر في قوتها الشرائية بسبب التضخم.
٢. ان انخفاض متوسط العائد كان استجابة طبيعية في ظل خصم العوائد في ضوء نسب التضخم ولكن ارتفاع نسب التفاوت السنوي وتحديدا في عام ٢٠٠٧ وما تلاه من اعوام يظهر اثر الازمة المالية العالمية انطلاقا من هذا العام ورغم تجاوز هذه المشكلة الا ان ارتفاع نسب التضخم كأمتداد لأثر الازمة المالية العالمية على قيمة العملة الأمريكية وفقدانها لنسبة عالية من قيمتها الحقيقية نتيجة ضخ أموال طائلة للسوق المالي انعكس على أسعار الأسهم فيها.
٣. ان ادنى نسبة فارق بين العوائد والانحرافات المخصومة وغير المخصومة كانت في ظل أجواء الازمة المالية وذلك للانكماش والركود الاقتصادي الذي شهدهم السوق الأمريكي مما يعزز دور التضخم الإيجابي على مستوى التقلب في العائد والمخاطرة في حالة انخفاضه.
٤. ان انخفاض العوائد المخصومة يمثل مؤشرا سلبيا لكل المستثمرين بشكل عام مما يتطلب إعادة النظر في عملية التقييم للعائد المتوقع لمدد طويلة اذ كان الانخفاض بمجموعه الكلي لسنوات البحث مرتفعا جدا مما يشكل مشكلة حقيقية في ظل الاستثمار في سوق الملكية كونه استثمار طويل الاجل بطبيعته.
٥. ظهر جانب ايجابي في هذا التحليل تمثل بأنخفاض نسب المخاطرة (الانحراف المعياري) وهذا الجانب تبرره العلاقة الطردية الطبيعية بين العائد والمخاطرة اذ يمثل استجابة تقليدية لانخفاض العوائد الرأسمالية.
٦. ان انخفاض انحراف العينات عن وسطها الحسابي يمكن ان يبرره اعتماد نسب مختلفة من التضخم عند خصم العوائد مما يقربها من وسطها المعتمد والذي يسهم في خفض المخاطرة مع مستوى عائد مقبول من الممكن ان يتحقق في ضوء هذا النوع من الخصم.

٧. وفي ضوء ما تقدم فإنه يتم اثبات فرضية الوجود بوجود تقلبات في العائد الرأسمالي المخصص على أساس التضخم ورفض فرضية العدم على هذا الأساس.

ثانيا - التوصيات

١. العمل على اعتماد نسبة التضخم في عملية خصم العائد الرأسمالي لبيان القيمة الفعلية لهذا العائد وذلك لفقدان العملة جزء من قوتها الشرائية مع مرور الزمن.
٢. التركيز على عملية الخصم في حالة عدم الاستقرار الاقتصادي كون المخاطرة في مثل هذه الظروف تكون أكبر مع عدم تجاهل هذه العملية في ظل حالة الاستقرار الاقتصادي للوقوف على القيمة الحقيقية للعوائد.
٣. يمكن ان تحقق نسبة التضخم كعامل خصم عنصرا اضافيا يمكن ان يؤخذ بالاعتبار في عملية تقييم الاسهم في سوق الملكية.
٤. العمل على استخدام هذا العامل (التضخم) في عملية تقييم مقسوم الارباح المتوقع لعدة سنوات كونه يتعرض لنفس التغيرات التي يتعرض لها العائد الرأسمالي.
٥. من الممكن ان يعاد النظر في ظل هذه النتائج في عملية حساب مقدار النمو المتوقع في القيمة السوقية للسهم
٦. يجب الاخذ بالحسبان اثر التغيرات محل البحث على القيمة السوقية للشركة ككل.
٧. السعي الى تحقيق نسب تضخم مخفضة لتجنب اثاره السلبية على السوق المالي تحديدا وعلى الاقتصاد ككل.
٨. اعتماد نشرات السوق على البيانات التاريخية غير المخصصة يؤدي الى الوصول الى نتائج غير دقيقة لذا يجب العمل على وضع نشرات لبيانات تاريخية تعتمد حذف القيم غير الحقيقية للأسعار الناتجة عن التضخم وليس عن تداول فعلي.

المصادر:

أ- المصادر العربية:

١. العامري، محمد علي، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠٠٧.
٢. عباية، غازي حسين، التضخم المالي في مصر، مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٤.
٣. عبد الرحمن، اسماعيل، عريقات، موسى، مفاهيم اساسية في علم الاقتصاد، ١٩٩٩.
٤. ملاك، وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني، الطبعة الاولى، ٢٠٠٠.

ب- المصادر الانكليزية B- English source:

- 1- Adair, A. Troy, Jr, D. Ph, Corporate finance demystified, 2006.
- 2- Barro, J. Robert, Inflation and economic growth, Harvard university, 1995.
- 3- Bodie, zvi, Kane, Alex, Marcus, J. Alan, Essentials of investments, Boston, California and sandego university, sixth edition, 2007.

- 4- Bodie, zvi, Kane, Alex, Marcus, J. Alan, Essentials of investments, Boston, California and sandego university, 2013.
- 5- Basu, Kaushik, Understanding inflation and controlling, ministry of finance of India, 2011.
- 6- Cardoso, Eliana, Inflation and Poverty, Cambridge university, 1992.
- 7- Elton, J. Edwin, Gruber, J. Martin, Modern portfolio theory and investment analysis, John Wiley & sons inc, fifth edition, 1995.
- 8- Fabozzi, J. Frank, Modigliani, Franco, Capital markets, third edition, 2003.
- 9- Fama, Fredrik, French, Kenneth, The capital asset pricing model theory and evidence, 2004.
- 10- Grigoris, Michailidis, Tsopoglou, Stavros, Mariola, Eleni, Testing the capital asset pricing model the emerging Greek securities market, Macedonia university, 2006.
- 11- Hellerstein, Rebecca, The Impact of inflation, 1997.
- 12- Jordan, D. Bradford, Miller, W. Thomas, Fundamentals of investments, Ken tacky & saint Louis university, fifth edition, 2009.
- 13- Lebow, E. David, Rudd, B. Jeremy, Inflation measurement, 2006.
- 14- Marrison, Chris, Fundamentals of risk measurement, 2002
- 15- Madura, Jeff, International corporate finance, Florida university, ninth edition, 2008.
- 16- Marthinsen, E. John, Managing a Global economy, Thomson south western, 2008.
- 17- Mishkin, S. Frederic, The Economics of money, banking and financial markets, Columbia university, eighth edition, 2007.
- 18- Oner, Ceyda, What is Inflation, 2010.
- 19- Porter, A. Gary, Norton, L. Curtis, Financial Accounting for decision makers, 2007.
- 20- Reilly, K. Frank, Brown, Keith, Investment analysis and portfolio management, Notre Dame & Texas university, eighth edition, 2006.
- 21- Raj, Madhusudan, Inflation and its cures, 2010.
- 22- Saunders, Anthony, Cornett, M. Marcia, Financial markets and institutions, McGraw hill higher education, international edition, 2001.
- 23- Saunders, Anthony, Cornett, M. Marcia, Financial markets and institutions, McGraw hill higher education, international edition, 2001.
- 24- Watson, Denzel, Head, Antony, corporate finance, Sheffield Hallam university, 1998.
- 25- Walker, Joe, Bos, Ted, Definitional problems with the rate of return concept, Alabama university, 2009.

ج- شبكة المعلومات العالمية - الانترنت

1- <https://finance.yahoo.com/quote/SIG/history,2017>2- <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates,2017>.

ملحق

نسب التضخم الأمريكية ومتوسطاتها على أساس شهري للمدة (١٩٩٠-٢٠١٧)

AV E	DE C	NO V	OC T	SE P	AU G	JU L	JU N	MA Y	AP R	MA R	FE B	JA N	YEA R
5.4	6.1	6.3	6.3	6.2	5.6	4.8	4.7	4.4	4.7	5.2	5.3	5.2	1990
4.2	3.1	3	2.9	3.4	3.8	4.4	4.7	5	4.9	4.9	5.3	5.7	1991
3	2.9	3	3.2	3	3.1	3.2	3.1	3	3.2	3.2	2.8	2.6	1992
3	2.7	2.7	2.8	2.7	2.8	2.8	3	3.2	3.2	3.1	3.2	3.3	1993
2.6	2.7	2.7	2.6	3	2.9	2.8	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	1994
2.8	2.5	2.6	2.8	2.5	2.6	2.8	3	3.2	3.1	2.9	2.9	2.8	1995
3	3.3	3.3	3	3	2.9	3	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	1996
2.3	1.7	1.8	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.5	2.8	3	3	1997
1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4	1.6	1998
2.2	2.7	2.6	2.6	2.6	2.3	2.1	2	2.1	2.3	1.7	1.6	1.7	1999
3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.7	3.7	3.2	3.1	3.8	3.2	2.7	2000
2.8	1.6	1.9	2.1	2.6	2.7	2.7	3.2	3.6	3.3	2.9	3.5	3.7	2001
1.6	2.4	2.2	2	1.5	1.8	1.5	1.1	1.2	1.6	1.5	1.1	1.1	2002
2.3	1.9	1.8	2	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.2	3	3	2.6	2003
2.7	3.3	3.5	3.2	2.5	2.7	3	3.3	3.1	2.3	1.7	1.7	1.9	2004
3.4	3.4	3.5	4.3	4.7	3.6	3.2	2.5	2.8	3.5	3.1	3	3	2005
3.2	2.5	2	1.3	2.1	3.8	4.1	4.3	4.2	3.5	3.4	3.6	4	2006
2.8	4.1	4.3	3.5	2.8	2	2.4	2.7	2.7	2.6	2.8	2.4	2.1	2007
3.8	0.1	1.1	3.7	4.9	5.4	5.6	5	4.2	3.9	4	4	4.3	2008

-0.4	2.7	1.8	-0.2	-1.3	-1.5	-2.1	-1.4	-1.3	-0.7	-0.4	0.2	0	2009
1.6	1.5	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	2	2.2	2.3	2.1	2.6	2010
3.2	3	3.4	3.5	3.9	3.8	3.6	3.6	3.6	3.2	2.7	2.1	1.6	2011
2.1	1.7	1.8	2.2	2	1.7	1.4	1.7	1.7	2.3	2.7	2.9	2.9	2012
1.5	1.5	1.2	1	1.2	1.5	2	1.8	1.4	1.1	1.5	2	1.6	2013
1.6	0.8	1.3	1.7	1.7	1.7	2	2.1	2.1	2	1.5	1.1	1.6	2014
0.1	0.7	0.5	0.2	0	0.2	0.2	0.1	0	-0.2	-0.1	0	-0.1	2015
1.3	2.1	1.7	1.6	1.5	1.1	0.8	1	1	1.1	0.9	1	1.4	2016
2.1	2.1	2.2	2	2.2	1.9	1.7	1.6	1.9	2.2	2.4	2.7	2.5	2017

Source: - <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates,2017>.

نسب التضخم الأمريكية ومتوسطاتها على أساس شهري للفترة (١٩٩٠-٢٠١٧)

AV E	DE C	NO V	OC T	SE P	AU G	JU L	JU N	MA Y	AP R	MA R	FE B	JA N	YEA R
5.4	6.1	6.3	6.3	6.2	5.6	4.8	4.7	4.4	4.7	5.2	5.3	5.2	1990
4.2	3.1	3	2.9	3.4	3.8	4.4	4.7	5	4.9	4.9	5.3	5.7	1991
3	2.9	3	3.2	3	3.1	3.2	3.1	3	3.2	3.2	2.8	2.6	1992
3	2.7	2.7	2.8	2.7	2.8	2.8	3	3.2	3.2	3.1	3.2	3.3	1993
2.6	2.7	2.7	2.6	3	2.9	2.8	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	1994
2.8	2.5	2.6	2.8	2.5	2.6	2.8	3	3.2	3.1	2.9	2.9	2.8	1995
3	3.3	3.3	3	3	2.9	3	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	1996
2.3	1.7	1.8	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.5	2.8	3	3	1997
1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4	1.6	1998
2.2	2.7	2.6	2.6	2.6	2.3	2.1	2	2.1	2.3	1.7	1.6	1.7	1999
3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.7	3.7	3.2	3.1	3.8	3.2	2.7	2000
2.8	1.6	1.9	2.1	2.6	2.7	2.7	3.2	3.6	3.3	2.9	3.5	3.7	2001
1.6	2.4	2.2	2	1.5	1.8	1.5	1.1	1.2	1.6	1.5	1.1	1.1	2002
2.3	1.9	1.8	2	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.2	3	3	2.6	2003

التضخم وانعكاسه على العائد والمخاطرة

2.7	3.3	3.5	3.2	2.5	2.7	3	3.3	3.1	2.3	1.7	1.7	1.9	2004
3.4	3.4	3.5	4.3	4.7	3.6	3.2	2.5	2.8	3.5	3.1	3	3	2005
3.2	2.5	2	1.3	2.1	3.8	4.1	4.3	4.2	3.5	3.4	3.6	4	2006
2.8	4.1	4.3	3.5	2.8	2	2.4	2.7	2.7	2.6	2.8	2.4	2.1	2007
3.8	0.1	1.1	3.7	4.9	5.4	5.6	5	4.2	3.9	4	4	4.3	2008
-0.4	2.7	1.8	-0.2	-1.3	-1.5	-2.1	-1.4	-1.3	-0.7	-0.4	0.2	0	2009
1.6	1.5	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	2	2.2	2.3	2.1	2.6	2010
3.2	3	3.4	3.5	3.9	3.8	3.6	3.6	3.6	3.2	2.7	2.1	1.6	2011
2.1	1.7	1.8	2.2	2	1.7	1.4	1.7	1.7	2.3	2.7	2.9	2.9	2012
1.5	1.5	1.2	1	1.2	1.5	2	1.8	1.4	1.1	1.5	2	1.6	2013
1.6	0.8	1.3	1.7	1.7	1.7	2	2.1	2.1	2	1.5	1.1	1.6	2014
0.1	0.7	0.5	0.2	0	0.2	0.2	0.1	0	-0.2	-0.1	0	-0.1	2015
1.3	2.1	1.7	1.6	1.5	1.1	0.8	1	1	1.1	0.9	1	1.4	2016
2.1	2.1	2.2	2	2.2	1.9	1.7	1.6	1.9	2.2	2.4	2.7	2.5	2017