مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: أثر السياسات النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا
اسم الكاتب: د. علي كنعان، محمد الجشي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5155
تاريخ الاسترداد: 2026/11/04 00:06 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (40) العدد (4) 2018
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (40) No. (4) 2018

أثر السياسات النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا

الدكتور علي كنعان*
محمد الجشي**

(تاريخ الإيداع 26 / 11 / 2017. قُبِل للنشر في 25 / 7 / 2018)

□ ملخّص □

هدفت الدراسة لاختبار أثر أدوات السياستين النقدية والمالية على أسعار الأسهم في السوق المالية التركية، وذلك باستخدام العرض النقدي وأسعار الفائدة كمتغيرات عن السياسة النقدية، والإنفاق الحكومي والإيرادات الضريبية، كمتغيرات عن السياسة المالية، ومؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي (Bist100) كمتغير عن سوق المال، وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة بين عامي (2006-2016).

وبإجراء تحليل انحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)، خلصت الدراسة إلى أن أدوات السياسة النقدية والمتمثلة بالعرض النقدي وأسعار الفائدة، ترتبط بعلاقة عكسية مع أسعار الأسهم في السوق المالية التركية.

وبإجراء اختبار (VECM) لتحديد فيما إذا كان هنالك علاقة في الأجلين الطويل والقصير بين المتغيرات المدروسة، تبين أن تغيرات أسعار الفائدة لها علاقة مع تقلبات أسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل، بينما تغيرات العرض النقدي لها علاقة في الأجل الطويل فقط.

كما توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين أدوات السياسة المالية، المتمثلة بالإنفاق الحكومي والإيرادات الضريبية، والتقلبات في أسعار الأسهم في السوق المالية التركية.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، السياسة المالية، تقلبات أسعار الأسهم.

* أستاذ-قسم المصارف والتأمين-كلية الاقتصاد-جامعة دمشق-سورية.
** طالب دكتوراه-قسم المصارف والتأمين-كلية الاقتصاد-جامعة دمشق-سورية.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (40) العدد (4) 2018
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (40) No. (4) 2018

The Effect Of Monetary And Fiscal Policies On The Volatility Of Stock Prices In Turkey

Dr. Ali Kanaan[*]
Mohamad Aljashi[**]

(Received 26 / 11 / 2017. Accepted 25 / 7 / 2018)

□ ABSTRACT □

The study aims to examine the effect of fiscal and monetary policies tools, on the price of stocks in Turkish financial market, by using money supply, and interest rate as a variables for monetary policy, government expenditures, and tax revenues as a variables for fiscal policy, and the Istanbul price index (Bist100) as a variable for financial market, using monthly data for the period (2006-2016).

Moreover, by applying a liner regression using the ordinary least square (OLS), the study concluded that the monetary policy embodied in money supply and interest rate, have a reverse relation with stock prices in the Turkish financial market.

Also by using (VECM) test to determen if there any relation in the long and short run between tested variables, it was found that the interest rate have a relation with volatility of stock prices, in the long run and short run, while money supply has relationship in the long run only.

The study also finds that there is no relationship between fiscal policy tools, embodied in government expenditure and tax revenues, and the volatility of stock prices in financial market of Turkey.

Key words: Monetary Policy, Fiscal Policy, Volatility of Stock Prices.

[*]**Professor-Department Of Banking And Insurance-Faculty Of Economics-Damascus University-Syria.**
[**]**Postgraduate Student- Department Of Banking And Insurance-Faculty Of Economics-Damascus University-Syria.**

مقدمة:

تحتل السياستان النقدية والمالية المكانة الأهم بين السياسات التي تستخدمها الحكومات للمحافظة على توازن السوق؛ إذ أنه عن طريقها يمكن تحقيق الأهداف المختلفة للسياسة الاقتصادية، وذلك بفضل أدواتها التي تسهم بشكلٍ فعال في عمليات التنمية، ومعالجة المشكلات التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي.

وتعتبر الأسواق المالية من الأولويات التي تستقطب اهتمام صانعي السياسات الاقتصادية، ومتخذي القرار في معظم الاقتصادات حول العالم، وذلك بالنظر لطبيعة معاملاتها وحجمها واتساعها، وللدور الذي تؤديه في حشد المدخرات وتوجيهها، بأشكالٍ وصورٍ مختلفة، وانعكاسات ذلك على الاقتصاد الوطني، إذ غدا استقرار هذه الأسواق مقياساً لنجاح السياسات الاقتصادية، كما أن مؤشراتها أصبحت من المؤشرات الأساسية التي تساهم في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

وكغيره من الأسواق يتأثر السوق المالي بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، التي يكون لها تأثيرات متباينة على أدائه سلباً أو إيجاباً، مما يؤدي لحدوث تقلبات في أدائه، ولفهم كيفية حدوث هذه التقلبات في السوق المالي، لابد من تحديد العوامل المسببة لها، والآليات التي تنتقل آثارها من خلالها إليه.

وتحظى السياستان النقدية والمالية باهتمام الخبراء والمحللين، كونه ينظر إليهما كمؤثر بصفة جوهرية على أداء السوق المالية. فالسياسات النقدية تسهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من ظاهرتي التضخم وتقلب أسعار الصرف، عبر أدواتها المختلفة، إذ ينتقل أثر هذه السياسات سواء بشكلٍ مباشر أو غير مباشر إلى السوق المالية، أو قد تنفذ السياسات النقدية التي تسعى لتحقيق أهداف معينة بحد ذاتها عبر الأسواق المالية، كما تعد السياسة المالية ومتغيراتها من العوامل الرئيسية التي تؤثر على سلوك مؤشرات السوق المالية، ففي ظل ازدياد وظائف الدولة، واتساع دورها في النشاط الاقتصادي، فإن آثارها تنتقل إلى القطاعات المالية المختلفة، بما في ذلك أسواق المال، كما أن تحقيق فعالية السياسة المالية، وتعميق دورها في الاقتصادات الحديثة، من غير الممكن حدوثه دون مشاركة السوق المالية، التي غدت إحدى السبل الرئيسة لإنفاذ هذه السياسات إلى النشاط الاقتصادي.

وتعد السوق المالية التركية إحدى الأسواق التي شهدت نمواً وتطوراً ملحوظاً خلال العقد الماضي، نتيجة للنهضة الاقتصادية التي شهدتها هذه الدولة، حيث زاد عدد الشركات المدرجة فيها بشكل كبير، إذ كان عددها في عام 2006 يقارب 300 شركة، وتجاوز في عام 2016 الـ500 شركة، كما زادت رؤوس الأموال المحلية والأجنبية فيها بشكل غير مألوف، حيث تجاوز إجمالي قيمة التداولات 13مليارليرة تركية عام2016-2007)(Borsa Istanbul reports, 2017)، وأرجع العديد من صانعي القرار الاقتصادي في تركيا، بالإضافة للمحللين الاقتصاديين، سبب هذا النمو الاقتصادي الذي شهدته البلاد، لاتباع سياسات مالية ونقدية صارمة محددة الأهداف والرؤى، سعت لتخفيض حجم الدين العام، والحد من تقلبات أسعار الصرف، بالإضافة لدعم قطاعات اقتصادية محددة، مما كان له الأثر الكبير على النشاط والاستقرار الاقتصاديين (Karagoz &Keskin, 2016)، مما يجعل من الاقتصاد التركي خير مثال للدول النامية بشكل عام، والعربية بشكل خاص، يمكن الاستفادة من التجارب التي مر بها، ودراستها وتحليلها، من خلال الوقوف على الأهداف التي وضعت، والتي تم تحقيقها، والأدوات التي استخدمت لتحقيق هذه الأهداف، فالاقتصاد التركي كان اقتصاداً مثقلاً بالديون ومصنفاً ضمن الاقتصادات النامية، وغدا خلال أقل من عقدين واحد من اقتصادات دول العشرين، بقدرات وعوامل داخلية أكثر من كونها خارجية، لذا فإن دراسة آثار التغيرات في أدوات السياستين النقدية والمالية التركية أمر في غاية الأهمية؛ لكونه يعطي تصوراً عن الأدوات التي كان لها الأثر في إحداث التحول في الاقتصاد التركي.

الدراسات السابقة:

1- دراسة (Javed.A.M, Shahazad.N, Sheikh.I. et al ,2014) بعنوان:

"Impact of Macroeconomics Variable on The Stock Market Index; A Study From Pakistan"

"تأثير المتغيرات الكلية على مؤشر سوق المال: دراسة باكستان"

هدفت هذه الدراسة لاختبار مدى إمكانية تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل السياسات المالية والسياسات النقدية على أداء سوق المال في باكستان، خلال فترة الأزمة المالية العالمية بين عامي (2007–2009)، عن طريق استخدام بياناتٍ شهرية، حيث أُخذت الإيرادات الحكومية والإنفاق العام كمتغيرات عن السياسة المالية، في حين استخدمت سعر الفائدة ومعدل التضخم كمتغيرات عن السياسة النقدية، ومؤشر السوق كمتغير عن سوق المال.

ولدراسة العلاقة بين المتغيرات استخدم نموذج (Pearson correlation)، والذي يبين مدى قوة العلاقة بين المتغيرات المدروسة، كما استخدم نموذج تحليل الانحدار الخطي، واستنتجت الدراسة أن أداء مؤشر السوق المالي في باكستان يتأثر بشكل معنوي في السياستين المالية والنقدية، حيث بينت النتائج أن أسعار الفائدة والإيرادات الحكومية لها علاقة سلبية مع مؤشر السوق، بينما معدل التضخم والإنفاق العام لهما علاقة معنوية إيجابية مع مؤشر السوق المالي في باكستان.

2- دراسة (Chatziantoniou. I, Duffy. D, Filis. G ,2013) بعنوان:

"Stock Market Response to Monetary and Fiscal Policy Shocks: Multi-Country Evidence"

"استجابة السوق المالية لصدمات السياسة النقدية والمالية: أدلة من عدة دول"

هدفت هذه الدراسة للتحقق فيما إذا كان لصدمات السياستين المالية والنقدية تأثيراً على السوق المالي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وألمانيا للفترة الممتدة بين عامي (1991–2010)، باستخدام مؤشر الأنشطة الاقتصادية العالمي والناتج المحلي الإجمالي والميل الحدي للاستهلاك والإنفاق العام كمتغيرات عن السياسة المالية، والعرض النقدي M_1 وسعر الفائدة كمتغيرات عن السياسة النقدية، ومؤشرات الأسواق المالية لهذه الدول.

واستنتجت الدراسة أن كلاً من متغيرات السياسة المالية والنقدية على حدٍ سواء لها تأثير على السوق المالي، وذلك بشكلٍ مباشر أو غير مباشر، والأهم من ذلك أنها توصلت إلى أن التفاعل بين السياستين مهم جداً لشرح التطورات التي تطرأ على سوق الأسهم.

وبتحديدٍ أكبر فإن التفاعل بين السياستين المالية والنقدية له آثار مباشرة على تطورات السوق المالي في المملكة المتحدة، أما بالنسبة لألمانيا لم تستطع الدراسة التوصل لدلائل على وجود آثار مباشرة للسياسة المالية على أداء سوق الأسهم، بينما وجدت أن هناك آثار غير مباشرة تتم من خلال قناة سعر الفائدة، أما بالنسبة للعرض النقدي فإن له تأثير إيجابي على مؤشر السوق، وبالتالي فإنها توصلت إلى أن للتفاعل بين السياستين المالية والنقدية في ألمانيا أهمية كبيرة في تفسير التغيرات في مؤشر DAX30، أما بالنسبة للولايات المتحدة فإن للعرض النقدي تأثيراً على أسعار الفائدة التي تؤثر بشكل سلبي على السوق المالي، كما أن مؤشر Daw Jones لم يظهر أي تأثر مباشر بالسياسة المالية، لكن مع ذلك فإن البحث قد توصل لوجود علاقة بين الإنفاق الحكومي والعرض النقدي، وعليه فإن الدراسة ترى أن التفاعل بين المتغيرات المالية والنقدية له أهمية في تفسير التغيرات في سوق الأسهم الأمريكية أيضاً.

3- دراسة (Bekhet. H. A, Othman. S. A. , 2012) بعنوان:

"Examining the Co-Integration and Causal Relationship Analysis between Fiscal Policy and Financial Market in Malaysia"

"**اختبار التكامل المشترك وتحليل العلاقة السببية بين السياسة المالية والسوق المالي في ماليزيا**"

هدفت الدراسة لتحليل العلاقة بين مؤشر السوق المالي والسياسات الاقتصادية (المالية والنقدية) في ماليزيا، وذلك باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة بين عامي (1999–2011)، بهدف تحديد طبيعة العلاقة بين هذه السياسات والسوق المالي في المدى القصير والطويل، عن طريق استخدام العرض النقدي وسعر الفائدة كمتغيرات عن السياسة النقدية، والإنفاق الحكومي والضرائب كمتغيرات عن السياسة المالية.

واستخدم الباحثون في هذه الدراسة اختبار التكامل المشترك للكشف عن وجود علاقة في الأجل الطويل، بين مؤشر السوق ومتغيرات الاقتصاد الكلي المدروسة، واستخدم نموذج شعاع تصحيح الخطأ (VECM) لاختبار وجود علاقة في الأجل القصير بين المتغيرات، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة في المدى الطويل بين مؤشر السوق المالي والتقلبات في متغيرات السياسة المالية (الإنفاق العام والضرائب)، كما توصلت إلى أن المؤشر يتأثر بالتغيرات في العرض النقدي، في حين أنه لم يكن حساساً للتغيرات في سعر الفائدة، كما خلصت كذلك إلى وجود علاقة بين مؤشر السوق والمتغيرات النقدية في المدى القصير، وإلى أن متغيرات السياسة المالية لا تؤثر على مؤشر السوق المالي في المدى القصير.

4- دراسة (2008، الدعمي. عباس) بعنوان:

"**أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية**"

هدفت الدراسة لمقارنة أثر متغيرات السياستين النقدية متمثلة في (عرض النقود–سعر الفائدة–سعر الصرف–الرقم القياسي لأسعار المستهلك) والمالية متمثلة في (الإنفاق الحكومي–الإيرادات العامة–العجز الحكومي–الدين الحكومي) على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة بين عامي (1990–2006)، وذلك بهدف تحديد أي السياستين أكثر تأثيراً على سوق الأوراق المالية، وأي المتغيرات ذات تأثيرٍ أكبر على أداء السوق المالية.

وبإجراء تحليل انحدار بين المتغيرات المدروسة، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لكل من سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك على أداء السوق المالية، بينما لم يكن هنالك تأثير للعرض النقدي وسعر الصرف، وذلك في الولايات المتحدة، أما بالنسبة لمصر، فكان لسعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك وسعر الصرف أثر على أداء السوق المالي، بينما لم يكن أيضاً هنالك تأثير للعرض النقدي، أما بالنسبة لمؤشرات السياسة المالية فلم يؤثر بأداء السوق المالية سوى الإيرادات العامة في الولايات المتحدة، والإيرادات والإنفاق الحكوميين في مصر، وخلصت الدراسة إلى أن السياسة المالية كانت أشد تأثيراً من السياسة النقدية في مصر، إذ أنها أثرت بجميع مؤشرات أداء هذه السوق، بينما كان تأثير السياستين النقدية والمالية متقاربين على مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية.

5- دراسة (Karamustafa. O, Kucukkale. Y,2003) بعنوان:

"Long run relationships between stock market returns and macroeconomic performance: evidence from Turkey"

"**العلاقة طويلة الأمد بين عوائد سوق الأسهم وأداء الاقتصاد الكلي: أدلة من تركيا**"

هدفت الدراسة للتحقق فيما إذا كان للأنشطة الاقتصادية في تركيا قدرة على تفسير عوائد الأسهم، وذلك باستخدام بيانات شهرية لمؤشر سوق اسطنبول للأوراق المالية، ومجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية، تضمنت العرض النقدي، سعر صرف الدولار الأمريكي، الميزان التجاري، ومؤشر الإنتاج الصناعي، وذلك للفترة الواقعة بين عامي (1990–2001).

وبإجراء اختبار (VAR) أظهرت نتائج الدراسة أن عوائد الأسهم تتكامل مع مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية هي العرض النقدي وسعر صرف الدولار ومؤشر الإنتاج الصناعي، عن طريق علاقة مباشرة طويلة الأمد، ومع ذلك فإن المتغيرات الاقتصادية لم تكن هي مؤشرات لعوائد الأسهم، إذ أن أي علاقة سببية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم، لا يمكن تحديدها في فترة الدراسة، وعلى العكس من ذلك كانت عوائد الأسهم هي المؤشر الرئيسي لأداء الاقتصاد الكلي في الاقتصاد التركي.

- التعليق على الدراسات السابقة:

1- أكدت الدراسات السابقة على أهمية دور التقلبات في السياستين المالية والنقدية على أداء سوق المال.

2- تتباين النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات مع بعضها البعض، وقد يرجع ذلك للاختلاف في البيئات المدروسة، واختلاف فعالية السياسات الاقتصادية بين دولة وأخرى، واختلاف تأثيراتها على سوق المال، مما يؤكد على أهمية إجراء الدارسة الحالية في البيئة التركية وعلى سوقها المالي.

وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بأنها:

أجريت على اقتصاد مر خلال الفترة المدروسة بنمو وتطور كبيرين، وهو ما أثر على المستوى الاقتصادي، وعلى السوق المالية بشكل ملحوظ، كما أنها تختبر أثر السياستين النقدية والمالية معاً على مؤشر أسعار الأسهم، عبر العرض النقدي وسعر الفائدة والإنفاق الحكومي والضرائب وذلك للاقتصاد التركي، كما تبحث في وجود علاقات بين متغيرات السياستين النقدية والمالية المدروسة ومؤشر أسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل، وهو ما لم تعالجه أيٌ من الدراسات السابقة بهذا الشكل من التحليل.

مشكلة البحث:

تتأثر الأسواق المالية عبر القنوات والطرق المختلفة بالتغيرات في أدوات السياستين النقدية والمالية، مما يؤدي لحدوث تقلبات فيها، كما وتختلف اتجاهات العلاقات بين هذه الأدوات ومؤشرات السوق المالية، وآليات انتقال هذا التأثير وحجمه، وذلك تبعاً للسوق المدروس وللحالة التي يمر بها الاقتصاد، وهو ما يدفعنا لدراسة العلاقة بين السياستين النقدية والمالية وأسعار الأسهم في تركيا، وذلك من خلال دراسة طبيعة واتجاه العلاقة بين العرض النقدي وسعر الفائدة كمتغيرات عن السياسة النقدية والإنفاق الحكومي والضرائب كمتغيرات عن السياسة المالية ومؤشر أسعار الأسهم في سوق المال التركية.

وعليه فإن مشكلة البحث تتمحور حول الإجابة على التساؤلين الرئيسيين التاليين:

1- هل تتأثر أسعار الأسهم في السوق المالية التركية بالتغيرات في السياسة النقدية؟

2- هل تتأثر أسعار الأسهم في السوق المالية التركية بالتغيرات في السياسة المالية؟

أهمية البحث وأهدافه:

حظيت العوامل الاقتصادية لدى المحللين الماليين على أهمية كبيرة، بوصفها إحدى أهم العوامل الخارجية المؤثرة على أداء الأسواق المالية، كما أنها من المواضيع التي أثارت جدلاً واسعاً بين المدارس الاقتصادية، فقد جاءت العديد من الدراسات النظرية والتجريبية، للتحقق من نوع العلاقة التي تربط متغيرات السياسات المالية والنقدية مع سوق الأوراق المالية، والأليات التي يتم من خلالها انتقال أثرهما إليه، إلا أنها توصلت لنتائج متباينة، مما جعل من الموضوع يبقى مفتوحاً.

لذا تبرز أهمية البحث في كونه يسلط الضوء على العلاقة بين السياسات النقدية والمالية وسوق الأوراق المالية، وذلك في واحد من أسرع الاقتصادات نمواً على مستوى العالم خلال العقد الماضي، والذي كان لهاتين السياستين دورٌ كبير في المستوى الاقتصادي الذي وصل له، كما يعطي تصوراً عن الأدوات التي استخدمت وكان لها الأثر في النهضة الاقتصادية التركية، وهو ما يمكن الاستفادة منه والعمل على تعزيزه في الاقتصادات النامية بشكل عام، والعربية على وجه الخصوص؛ نظراً للتقارب مع البنية التركية، بمتغيراتها الاجتماعي والسياسية والاقتصادية، وبالتالي إمكانية الاستفادة من هذه التجربة في زيادة أثر ودور السياستين المالية والنقدية على أداء الأسواق المالية في الدول العربية، بالإضافة لتعزيز أهمية ودور التقلبات في العوامل الاقتصادية لدى المستثمرين والمحللين الماليين في الأسواق المالية.

ويهدف البحث إلى:

1- شرح آليات انتقال التقلبات في متغيرات السياستين المالية والنقدية المدروسة إلى الأسواق المالية.

2- قياس مدى تأثر أسعار الأسهم في السوق المالية التركية بمتغيرات السياسة النقدية (العرض النقدي وسعر الفائدة)، وتحديد شكل هذا الأثر.

3- قياس مدى تأثر أسعار الأسهم في السوق المالية التركية بمتغيرات السياسة المالية (الإنفاق الحكومي والضرائب)، وتحديد شكل هذا الأثر.

4- اختبار وجود علاقات بين أدوات السياستين المالية (الإنفاق الحكومي والضرائب) والنقدية (العرض النقدي وسعر الفائدة) وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية التركية، وذلك في الأجلين القصير والطويل.

- **فرضيات البحث:**

- **الفرضية الرئيسية الأولى: تؤثر التغيرات في السياسة النقدية على أسعار الأسهم في السوق المالية التركية.**

ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

1- هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في أسعار الفائدة في تركيا.

2- هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في العرض النقدي في تركيا.

- **الفرضية الرئيسية الثانية: تؤثر التغيرات في السياسة المالية على أسعار الأسهم في السوق المالية التركية.**

ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

1-هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في الإنفاق الحكومي في تركيا.

2-هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في الإيرادات الضريبية في تركيا.

الحدود المكانية والزمانية:

الجمهورية التركيا خلال الفترة بين عامي 2006-2016

منهجية البحث:

تعتمد الدراسة على المزج بين أسلوب المنهج الوصفي التحليلي لتبيان نوع العلاقة بين بعض متغيرات السياستين النقدية والمالية (العرض النقدي، أسعار الفائدة، الإنفاق الحكومي، الضرائب) وأسواق الأوراق المالية، عن طريق عرض وتقديم الإطار النظري للعلاقات بين هذه المتغيرات، ومن خلال مراجعة الأدبيات والأبحاث ذات الصلة، والمنهج الاستقرائي فيما يتصل بالجانب التطبيقي، من خلال دراسة تأثير أدوات السياستين النقدية والمالية المدروسة على أسعار الأسهم في السوق المالية التركية، واتجاه وطبيعة العلاقة، بالاعتماد على التحليل القياسي عن طريق البرنامج الاحصائي

Eviews8، وباستخدام بيانات شهرية رسمية منشورة من قبل المصرف المركزي التركي للفترة بين عامي (2006-2016)، وذلك وفق الأتي:

- تحليل الانحدار بين المتغيرات المدروسة، والذي يتضمن:

1. اختبار (Unit root) بهدف اختبار استقرار السلاسل الزمنية.
2. اختبار (VIF) بهدف دراسة وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المدروسة.
3. اختبار (Breusch Pagan Godfrey) بهدف اختبار وجود ارتباط ذاتي.

- اختبار (VECM) بهدف دراسة وجود تكامل في الأجلين القصير والطويل بين المتغيرات المدروسة.

أولاً-الإطار النظري للبحث:

شهد الاقتصاد التركي خلال العقدين الأخيرين نهضة اقتصادية كبيرة، انتقل فيها من اقتصاد نامٍ، يعاني من الأزمات المالية والاقتصادية، ليصبح من بين الاقتصادات العشرين الكبرى على مستوى العالم، وشهدت القطاعات الاقتصادية المختلفة فيه تطورات كبيرة، حتى غدت تركيا تصدر المنتجات المختلفة لحوالي 190 دولة حول العالم، وبإجمالي صادرات بلغ 135 مليار دولار (Turkstat report,2017).

فبعد فترة الركود الطويلة التي عانى منها الاقتصاد التركي- والتي كانت نتيجة انتهاج سياسة تحرير الاقتصاد، التي اعُتمدت في العام 1981- وخصوصاً فترة التسعينات، حيث تميز هذا العقد بانخفاض معدلات النمو، وارتفاع معدلات التضخم، وضعف القطاع المصرفي، مع حدوث التقلبات الاقتصادية، وقد كان أكبر وأقصى الأحداث في فترة الركود هذه، أزمة عام 2001، والتي حدثت نتيجة لوقوع تركيا في مصيدة الديون الداخلية والخارجية، وتضخم هذه الديون مع فوائدها، حتى وصل حجم الديون الداخلية والخارجية 207 مليار دولار، لتصبح تركيا أكبر دولة مدينة في العالم (الرفاتي، 2016)، ويرجع السبب الجوهري لهذه الأزمة للإسراف والتبذير الحكومي الذي نخر جسم الاقتصاد التركي، وعمليات السرقة لمصارف الدولة والتي أدت لإفلاس سبعة مصارف حكومية بُعيد الأزمة، وللإنفاق العسكري الضخم، ولأسباب متفرقة أخرى اقتصادية وسياسية، لكن ونتيجةً لاتباع إصلاحات اقتصادية كبيرة، شملت قطاعات اقتصادية رئيسية، حققت البلاد قفزة اقتصادية كبيرة، جعلتها تصل للحال التي وصلت إليه، ومن أهم الإجراءات التي كان لها الأثر الأكبر للنهوض بالاقتصاد التركي، السياستان النقدية والمالية، واللتان حازتا على اهتمام خاص من واضعي السياسة التركية، فبعد أزمة عام 2001 شرعت وزارة المالية التركية في اعتماد العديد من الإصلاحات التي أتت ثمارها، إذ قامت بالحد من القيود الحكومية على التجارة الخارجية، وخصخصة الصناعات التي يسيطر عليها القطاع العام، فارتفع نتيجةً لذلك في عام 2002 الناتج المحلي ليصل إلى 5.7%، وكان الهدف الرئيسي من السياسة المالية هذه، خفض نسبة العجز في الموازنة الحكومية، حتى وصلت لصفر بالمئة، كما تم اتباع عدد من الخطوات النقدية التي طالت أسعار الصرف بشكل رئيس، وكان الهدف من ذلك تخفيض معدلات التضخم التي كانت قد وصلت إلى 60%، وعن طريق السياسات التي تم اتباعها تم تخفيض معدل التضخم حتى وصل إلى 10% (الرفاتي، 2016).

1- السياسة النقدية وأسواق المال:

1-1-العرض النقدي وأسواق المال:

أوضح Tobinمن خلال نظريته الشهيرة (Q Theory) أن هنالك علاقة إيجابية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، وقد أكد Modigliani على صحة هذه العلاقة، إذ أوضح أن زيادة العرض النقدي يمكن أن يؤدي لارتفاع أسعار الأسهم، وهو ما يعرف بأثر الثروة، وإن آلية انتقال آثار الصدمات النقدية إلى الأسواق المالية، ومن ثم للنشاط

الاقتصادي، تفسر من خلال نموذج المحفظة الاستثمارية، فعند زيادة عرض النقود في الاقتصاد، يجد المستثمرون أن حصة النقود ضمن ثروتهم قد ازدادت، مما يدفعهم لتعديل هذه الحصص من خلال شراء الأصول المالية، مما يساهم بزيادة أسعارها نتيجةً لزيادة الطلب (Rozeff, 1975)، أي أن التغير في العرض النقدي يخلق أثر الثروة، والذي يخل بالتوازن في المحفظة المالية للمستثمرين، مما يدفعهم لإعادة النظر في الأصول المالية لمحفظتهم الاستثمارية، وهذا التعديل يؤدي لنشوء توازن جديد، يتم فيه تغيير مستوى أسعار الأصول المختلفة، مما يجعل هذه الأسواق تتأثر نتيجةً لتغيير عرض النقود.

وينتقل أثر تقلبات العرض النقدي إلى السوق المالية بشكلين مباشر وغير مباشر، وذلك على الشكل الاتي:

- آلية انتقال الأثر المباشر للعرض النقدي إلى الأسواق المالية:

عند قيام المصرف المركزي بزيادة عرض النقود (مع ثبات الطلب عليها)، ترتفع معدلات السيولة في الاقتصاد بشكل يفوق الحاجة لإجراء المعاملات المالية، مما يؤدي لزيادة الطلب الكلي على الأصول المختلفة، وبالتالي زيادة الأسعار، وهو ما ينعكس بشكل مباشر على أسعار الأصول المالية في أسواق المال.

- آلية انتقال الأثر غير المباشر للعرض النقدي إلى الأسواق المالية:

ويحدث هذا الأثر عبر قناة أسعار الفائدة والسندات، إذ أن زيادة العرض النقدي تؤدي لانخفاض أسعار الفائدة، وكون علاقة أسعار الفائدة بأسعار السندات عكسية، فإن انخفاض أسعار الفائدة ينجم عنه الارتفاع في أسعار السندات، وبالتالي انخفاض العائد عليها، مما يؤدي لتخفيض الطلب على السندات، وارتفاعه على الأسهم، مما يؤدي لزيادة أسعار الأسهم (بسبع، 2016).

1-2-أسعار الفائدة وأسواق المال:

إن اتباع السلطات النقدية لسياسات توسعية، من خلال زيادة عرض النقود، عبر شراء السندات الحكومية، يؤدي لزيادة الطلب عليها، وبالتالي ارتفاع أسعارها وانخفاض عوائدها، كما يؤدي لانخفاض أسعار الفائدة السائدة، وينتج عن ذلك بالتالي زيادة حجم الأرصدة المتوفرة لدى الأفراد والمصارف والمؤسسات، مما يدفعهم لإعادة ترتيب محافظهم الاستثمارية، وتقليل حصة السيولة النقدية فيها، فيستبدلونها بالأصول المالية، ولا سيما السندات، الأمر الذي يؤدي لارتفاع أسعارها، ويقود ذلك إلى التحول نحو الأصول الحقيقية، مما يعني عملياً تغيراً في تركيب المحافظ الاستثمارية، مما يشجع الشركات على إصدار المزيد من الأوراق المالية، كون سعر الفائدة منخفض نسبياً، ويحدث العكس في حال اتباع سياسات نقدية انكماشية، حيث يؤدي ذلك لرفع أسعار الفائدة، وبالتالي انتقال المدخرات من الأسهم والسندات إلى الأصول الأخرى، مما يدفع أسعارها للانخفاض، وهو ما ينعكس على أسواق المال، بالقدر الذي يحفز المستثمرين على عمليات البيع أو الشراء.

والشكل (1) التالي يوضح آلية التحول في بنية وتركيبة المحفظة الاستثمارية، والانتقال من أصل إلى آخر في حال زيادة أو انخفاض السيولة، وفقاً للنموذج الذي قدمه Tobin، فعند زيادة حجم السيولة نتيجة اتباع السلطة النقدية لسياسة توسعية يزداد حجم الأرصدة النقدية معدومة الفائدة عليها، مما يدفعهم للتحول إلى الأصول المالية قصيرة الأجل، ثم طويلة الأجل، ومن ثم للأصول الحقيقية والأسهم:

R	Ib	IL−T	IS−t	0
الأسهم والأصول الحقيقية	سندات مؤسسات القطاع الخاص	الدين العام طويل الأجل	الدين العام قصير الأجل	النقود

الشكل (1): التغير في تركيبة المحفظة الاستثمارية نتيجة تغير العرض النقدي وفق نموذج Tobin

التغيير في تركيبة المحفظة الاستثمارية نتيجة زيادة السيولة ←

التغيير في تركيبة المحفظة الاستثمارية نتيجة نقصان السيولة →

[**المصدر**: Henning, Pigott & Scott. (1975)]

وتنخفض أسعار الأوراق المالية بشكل عام نتيجةً لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية (Hardouvelis, 1987)، وذلك نتيجةً لأثرين مباشر وغير مباشر (بسبع، 2016):

- آلية انتقال الأثر المباشر لأسعار الفائدة إلى الأسواق المالية:

ويتم من خلال قناة السوق المالية، من خلال مقارنة العوائد الخاصة بالسوق النقدية وسوق السندات من جهة، وعائد سوق الأسهم من جهة أخرى، إذ يؤدي توقع ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، إلى توقع ارتفاع معدل الخصم الحقيقي، الذي تخصم به التدفقات المستقبلية، ويمكن أن يؤدي سعر الفائدة إلى أزمة في سوق المال على مستويين، خفض التوقعات بشأن الأرباح، وخفض العائد المتوقع.

- آلية انتقال الأثر غير المباشر لأسعار الفائدة إلى الأسواق المالية:

وتتم من خلال قناة السوق السلعية، إذ يتوقع انخفاض التدفقات النقدية المستقبلية، نتيجة الأثر السلبي لارتفاع معدل الفائدة الحقيقي على الإنتاج الكلي الحقيقي، فتأثير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، يتم من خلال النشاط الاقتصادي، ومستوى الأرباح في الاقتصاد أولاً، وعلى سوق الأسهم ثانياً.

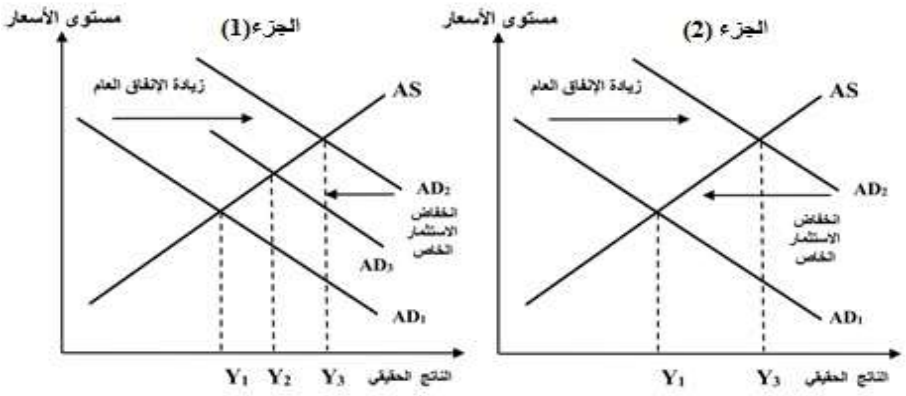
كما يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة على أسعار الأسهم، حيث ترتفع تكلفة الاقتراض نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة؛ مما يؤدي لعزوف المستثمرين عن طلب التمويل، وبالتالي انخفاض الأموال المخصصة لشراء الأسهم، ويضعف الاتجاه نحو اقتنائها فتنخفض أسعارها، وبالتالي فإن التغييرات في معدلات الفائدة، تنعكس على أسعار وعوائد الأسهم، دافعة المخاطرة إلى الزيادة أو الانخفاض (الداغر، 2005).

2- السياسة المالية وأسواق المال:

2-1-الإنفاق الحكومي وأسواق المال:

يؤثر الإنفاق الحكومي على سوق الأوراق المالية من خلال التأثير على حجم الموارد المتاحة للقطاع الخاص، وحجمه والتمويل اللازم له، إذ يشكل الإنفاق الحكومي جزءاً من العرض والطلب الكلي، واللذين يؤثران بشكل كبير على الطلب والعرض الخاص، وبالتالي فإن أي تقلب في حجم الإنفاق هذا، من شأنه أن يحدث تأثيراً بنسب متفاوتة في هيكلية الطلب الكلي، وهذا الأثر يختلف بحسب المقاربة بين الإنفاقين الحكومي والخاص، وما ينجم عنها من استقطاعات تطال موارد القطاع العائلي، وقطاع الأعمال، وهو ما يضعف من قدرة القطاع الخاص على الاستثمار، ويسمى هذا النوع من المنافسة بظاهرة المزاحمة (السيوفي، د.ت)، ويقصد بهذه الظاهرة إبعاد وإقصاء القطاع الخاص من النشاط الاقتصادي، أي ينجم عن ارتفاع الإنفاق الحكومي، تحول الموارد من القطاع الخاص للقطاع الحكومي، نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة (بودخدوخ، 2011)، والشكل(2) التالي يوضح هذه الآثار من خلال التأثير على الطلب الكلي، إذ إن الجزء (1) يظهر أن الزيادة في الإنفاق الحكومي تؤدي لانتقال الطلب إلى اليمين، من AD_1 إلى AD_2 ثم إلى اليسار من AD_2 إلى AD_3 ، نتيجةً لانخفاض الاستثمار، وهذا ما يوضح الإزاحة الجزئية، إذ أن انخفاض الإنفاق الاستثماري

أقل من زيادة الإنفاق الحكومي، أما الجزء(2) فيظهر الإزاحة الكلية، حيث أن الانخفاض في الاستثمار مساوي للزيادة في الإنفاق الحكومي:



الشكل (2):

المصدر: [Tragakes, (2012)]

ويؤدي ارتفاع الإنفاق الحكومي لزيادة الدخل، وارتفاع الطلب على النقود لغرض المبادلات، كما ترتفع أسعار الفائدة نتيجة لذلك، ونتيجة لتمويل الإنفاق عن طريق إصدار السندات أيضاً، وزيادة الطلب الحكومي على النقود، ويؤثر ارتفاع الإنفاق الحكومي على الأسواق المالية في ظل الاستخدام الكامل للموارد وفق الآتي (عبدلي، 2014):

1- أثر سلبي يتمثل في خفض استثمارات القطاع الخاص نتيجة لسحب جزء من موارده للإنفاق العام.

2- أثر سلبي ينشأ نتيجة زيادة أسعار الفائدة، والعائد المطلوب على الأوراق المالية، مما يؤدي لتخفيض الطلب عليها، ومن ثم انخفاض أسعارها.

3- أثر إيجابي في حال توجه زيادات الإنفاق الحكومي للأنشطة المكملة لأنشطة القطاع الخاص لا المنافسة لها، وتقتصر على الأنشطة التي يحجم عنها القطاع الخاص، الأمر الذي من شأنه تنشيط الاستثمار الخاص ومن ثم الأسواق المالية.

2-2-السياسة الضريبية وأسواق المال:

للسياسة الضريبية تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على القطاع المالي بشكل عام، وعلى أسواق المال بشكل خاص، إذ تؤثر على تكلفة رأس المال وقرارات التمويل وربحية الشركات، ومن ثم الطلب على رأس المال والاستثمار، وما ينطوي على ذلك من الأثر على الطلب على الأموال القابلة للإقراض، ومن ثم على عرض الأوراق المالية، كما تؤثر على قرارات المدخرين، ومنه على الأموال القابلة للإقراض (عبدلي، 2014)، كما تؤثر السياسة الضريبية على عائد الأصول المالية والحقيقية، وعلى الأسعار النسبية لها، حيث تخضع العوائد لمعدلات ضريبية مختلفة، تبعاً للتشريع الضريبي السائد، لذا فهي تلعب دوراً مهماً في تخصيص الموارد بين الأصول المالية والحقيقية، إذ إن هناك آثار مختلفة لهذه الضرائب على أداء السوق المالية، كما يتأثر أدائها بموجب التعديلات في التشريعات الضريبية، مما ينتج تقلبات فيها (بسبع، 2016).

كما أن فرض ضرائب خاصة على التعاملات في الأسواق المالية، وعلى توزيعات أرباح الشركات المدرجة، من شأنه أن يحدث تقلبات في سوق الأوراق المالية، حيث تساهم هذه الضرائب بتقليل حجوم عمليات التداول في السوق، كما أنها تساهم بخفض أسعار الأوراق المالية المتداولة؛ نتيجةً لارتفاع تكاليف المعاملات، ولانخفاض العوائد المحققة من

عمليات البيع والشراء، وقد أوضحت دراسة (Umlauf, 1993) أنه عند فرض ضريبة بمعدل 2% على سوق الأوراق المالية السويدية، انتقلت 60% من تداولات السوق السويدية إلى سوق لندن لتجنب هذه الضريبة، كما رأت الدراسة أن هنالك أثر ثانوي لفرض ضريبة المعاملات على إيرادات ضريبة الأرباح الرأسمالية، وإن ضريبة الأرباح الرأسمالية انخفضت، نتيجة انخفاض مستويات التداول، التي كان سببها ضريبة المعاملات.

ومما سبق يمكننا تلخيص القنوات التي ممكن أن تؤثر فيها الضرائب على الأسواق المالية بالأتي (عبدلي، 2014):

1- التأثير على الشركات والمؤسسات، وتمثل جانب الطلب على الأموال القابلة للإقراض أو عرض الأوراق المالية.

2- التأثير على سلوك المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية، وهم يمثلون جانب العرض للأموال القابلة للإقراض، أو الطلب على الأوراق المالية.

3- التأثير على سلوك الوسطاء الماليين، ويعكس ذلك مجموعة من العوامل المتداخلة التي في جانبي العرض والطلب، وسرعة تداول الأوراق المالية.

ثانياً–الدراسة القياسية:

بهدف اختبار فيما إذا كان هنالك تأثير للسياستين النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا، تم استخدم تحليل السلاسل الزمنية للبيانات الشهرية خلال الفترة الواقعة بين (2016/12/31–2006/01/01)، وبالاعتماد على بيانات رسمية منشورة من قبل المصرف المركزي التركي[1] وهي كالتالي:

- *متغيرات السياسة النقدية*:

1- العرض النقدي وسيرمز له (M_2)

2- أسعار الفائدة وسيرمز لها (Interest Rate ,I)

- *متغيرات السياسة المالية*:

1- الإنفاق الحكومي وسيرمز له (Expenditure ,G)

2- الإيرادات الضريبية وسيرمز لها (Tax ,T)

- *متغيرات أسعار الأسهم*:

1- مؤشر أسعار الأسهم في بورصة اسطنبول وسيرمز له (Bist100).

وعليه فإن الشكل الرياضي لدالة أسعار الأسهم يكون على الشكل التالي:

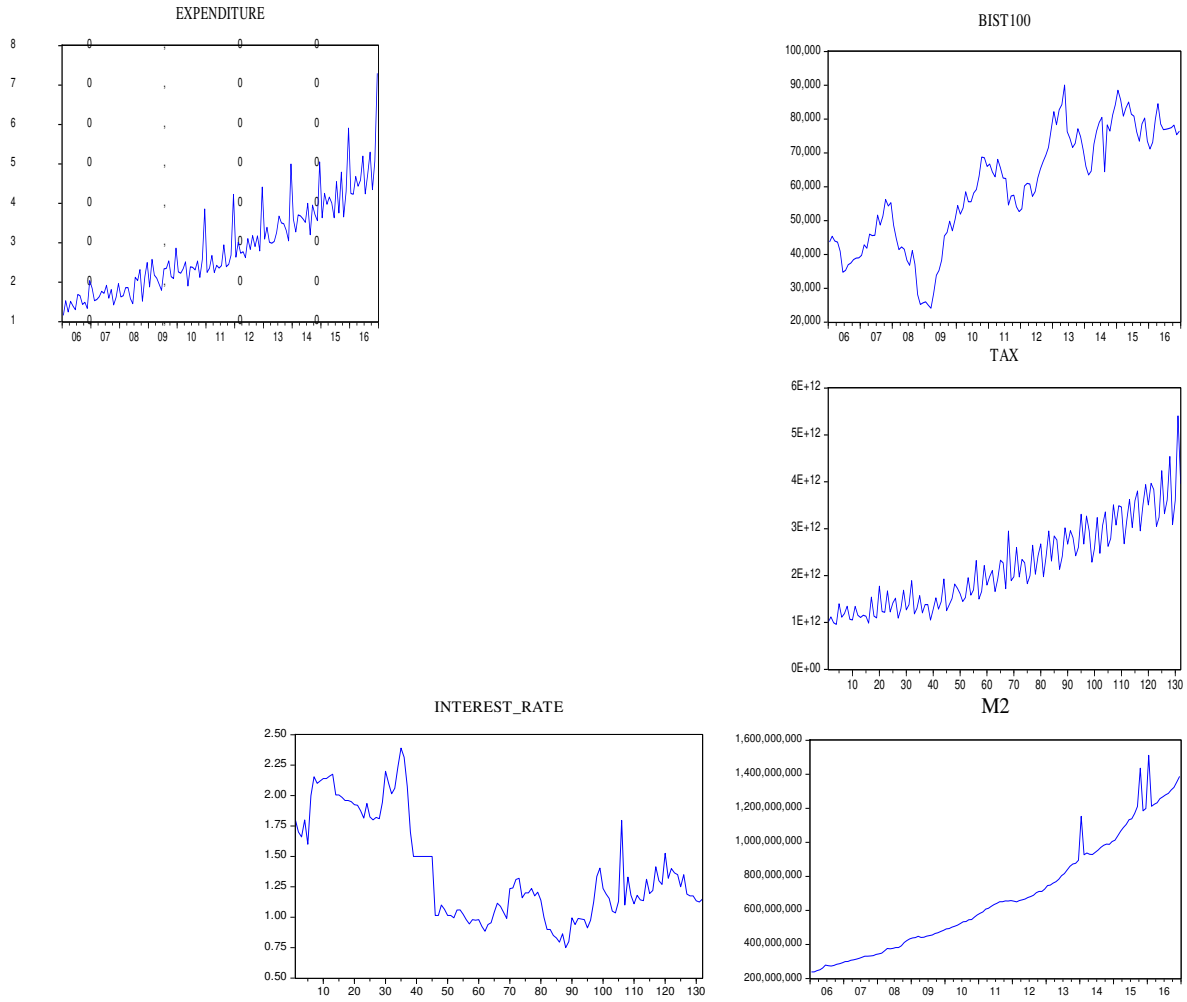
المعادلة (1): $(BIST100) = f(G_t, T_t, I_t, M_{2t})$

وبهدف إجراء تحليل انحدار بين المتغيرات المدروسة، تم اختبار تحقيق بيانات متغيرات الدراسة لشروط العلاقة الخطية:

- **التوزيع الطبيعي:**

للتأكد من أن البيانات المدروسة تخضع للتوزيع الطبيعي، تم إخضاع بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة للاختبار، وتبين عدم خضوع بيانات أي سلسلة من سلاسل المتغيرات للتوزيع الطبيعي، إذ كانت معظم المتغيرات لها اتجاه عام صاعد، وهو ما تظهره أشكال منحنيات هذه المتغيرات كما هو موضح بالشكل (3) التالي:

[1] http://evds.tcmb.gov.tr



الشكل رقم (3) منحنيات متغيرات الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

وبهدف جعل السلاسل المدروسة أكثر استقراراً، تم أخذ الفروق لبيانات المؤشر وأسعار الفائدة والعرض النقدي والضرائب والإنفاق الحكومي، وقد أصبحت جميعها تخضع للتوزيع الطبيعي، إذ كانت احتمالية اختبار (Jarque–Bera) لها أكبر من 5%، كما هو موضح في الجدول رقم (1):

جدول رقم (1)

DEXPENDITURE	DTAX	DM2	DINTERST_RATE	DBIST100	
334104.7	317014.6	7924985.	-0.002672	360.1253	Mean
-10635.00	1087040.	7391578.	-0.005000	529.9323	Median
9168212.	9922589.	26405614	0.266000	7972.959	Maximum
-9569353.	-9173255.	-7071780.	-0.285000	-8984.489	Minimum
4147011.	4432258.	6686034.	0.104163	3390.366	Std. Dev.
-0.044770	-0.233966	0.391070	0.297894	-0.142583	Skewness
2.644489	2.194002	2.818932	3.573246	2.676358	Kurtosis

0.733629	4.741072	3.518056	3.731167	1.015597	Jarque-Bera
0.692938	0.093431	0.172212	0.154806	0.601819	Probability
43767715	41528918	1.04E+09	-0.350000	47176.42	Sum
2.24E+15	2.55E+15	5.81E+15	1.410493	1.49E+09	Sum Sq. Dev.
131	131	131	131	131	Observations

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews [*]

- **اختبار الاستقرارية:**

وبإجراء اختبار (Unit root test) لدراسة فيما إذا كانت السلاسل المدروسة مستقرة، وذلك وفقاً للمعادلة (2) التالية:

المعادلة (2): $y_t = \emptyset y_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث أنy_t: تمثل متغيرات الدراسة، ولا يكون هنالك استقرار في المتغيرات إذا كانت تحتوي على جذرالوحدة $\emptyset = 1$، وفي حال لم تكن المتغيرات مستقرة في سلاسل المستويات، تؤخذ سلسلة الفروق الأولى أو الثانية.

وقد أوضحت نتائج اختبار (ADF[2]) أن سلاسل كلاً من المؤشر وسعر الفائدة والعرض النقدي والإنفاق الحكومي كانت مستقرة عند سلسلة الفروق الأولى، بينما سلسلة الضرائب كانت مستقرة عند سلسلة الفروق الثانية، وذلك عند جميع مستويات الدلالة، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول (2) عند مستوى 5%:

جدول رقم (2)

Expenditure	Tax	M_2	Interest Rate	BIST100	
-15.25976	-5.288435	-5.635271	-12.48267	-9.543365	ADF
-2.883930	-2.886074	-2.883930	-2.883753	-2.883753	Critical Value

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

- **اختبار الارتباط الخطي:**

وبهدف دراسة فيما إذا كان بين المتغيرات المستقلة ارتباط خطي، تم إجراء اختبار (variance inflation factor)؛ والذي يساعد على إعطاء مؤشر عن وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة، وكانت نتائجه جميعاً أقل من (5%)، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المدروسة، وكانت النتائج كما هي موضحة بالجدول (2) التالي:

جدول رقم (3)

Expenditure	Tax	M_2	Interest Rate	
1.149777	1.117339	1.176543	1.114119	VIF

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

ونظراً لتحقيق البيانات المدروسة لشروط العلاقة الخطية، يمكن تقدير معادلة الانحدار لها من خلال طريقة المربعات الصغرى(Ordinary Least Squares (OLS)) .

وعند إجراء معادلة انحدار بين المتغير التابع (مؤشر السوق)، والمتغيرات المستقلة (العرض النقدي، أسعار الفائدة، الضرائب، الإنفاق الحكومي)، كانت نتائج التحليل كما هو موضح بالمعادلة (3)، إذ أظهرت وجود علاقات سلبية بين

[*] **حيث أن (D) تمثل سلسلة الفروق الأولى للمتغيرات**

[2] **Augmented Dickey-Fuller test statistic**

كلٍ من العرض النقدي، وأسعار الفائدة مع مؤشر السوق، وعدم وجود علاقات بين الضرائب والإنفاق الحكومي مع مؤشر السوق.

المعادلة (3):

$$dBIST_t = 1247 - 9942.5dI_t - 0.000113dM_{2t} - 6.42dT_t - 3.34dG_t$$

Sig 0.0052 0.0006 0.0088 0.3452 0.9606

R^2= 0.436 F−stat=5.398 sig=0.000480

لذا وعند استبعاد المتغيرات غير المعنوية من النموذج السابق، وإجراء معادلة انحدار بين المتغيرات المستقلة المعنوية (أسعار الفائدة والعرض النقدي)، والمتغير التابع (مؤشر السوق)، كانت النتائج كما هو موضح بالمعادلة التالية:

المعادلة (4):

$$dBIST_t = 1195.2 - 9148.69dI_t - 0.000108dM_{2t}$$

Sig 0.0066 0.0009 0.0108

R^2= 0.416 F−stat=10.428 sig=0.000064

- **اختبار الارتباط الذاتي:**

عند إجراء اختبار (Breusch Pagan Godfrey)، بهدف اختبار فيما إذا كان هناك ارتباط ذاتي:

أظهرت نتائج الاختبار أن البيانات لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، وكانت احتمالية (F−statistic) تساوي (0.2073) أي أكبر من 5%.

وبإجراء اختبار (Wald test) للمعنوية المشتركة للنموذج المقدر، تبين أن احتمالية (Chi−square) تساوي (0.0000) وهي أقل من 5%، مما يعبر عن المعنوية المشتركة للعوامل الداخلة بالنموذج.

وبالنظر لنتائج تحليل الانحدار في المعادلة (4)، يتبين لدينا إن القدرة التفسيرية للمتغيرات المدروسة كما أظهرتها نتائج (R^2)، تفسر (41.6%) من التقلبات في أسعار الأسهم، وإن باقي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع ترجع لعوامل مؤثرة أخرى غير مدرجة بالنموذج، تخضع لعوامل تتعلق بالظروف الاقتصادية وظروف السوق.

وتظهر نتائج الدراسة أن أسعار الفائدة ترتبط بعلاقة عكسية مع مؤشر أسعار الأسهم، أي إن التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر بشكل عكسي على مؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي، وبالتالي فإن الزيادة في أسعار الفائدة تؤدي لإحداث تأثير سلبي على أسعار الأسهم، ما يعني أن أسعار الفائدة أحد العناصر الهامة المؤثرة على أسعار الأسهم في تركيا، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، ومع الدراسات النظرية وخاصة (Javed.etal,2014)، و(Chatziantoniou.et al ,2013) وعليه فإننا نقبل الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الأولى والتي تقول: **هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في أسعار الفائدة في تركيا.**

كما تبين أن العرض النقدي (M_2) يرتبط بعلاقة عكسية مع مؤشر أسعار الأسهم، أي إن التغيرات في العرض النقدي لها تأثير عكسي على مؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي، وبالتالي فإن الزيادة في العرض النقدي، تؤدي لإحداث أثر سلبي على أسعار الأسهم، مما يعبر أيضاً عن أن العرض النقدي(M_2)، له تأثير هام على أسعار الأسهم في تركيا، وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، التي تقول إن الزيادة في العرض النقدي تؤدي لزيادة أسعار الأسهم، كما أنه يتعارض مع الدراسات النظرية ذات الصلة، وخاصة دراسة(Maskay,2007) و(2013 ,Chatziantoniou.et al)، وعليه فإننا نقبل الفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الأولى والتي تقول: **هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في العرض النقدي في تركيا.**

ومما سبق فإننا نقبل الفرضية الرئيسية الأولى والتي تقول: " **تؤثر التغيرات في السياسة النقدية على أسعار الأسهم في السوق المالية التركية**".

وتظهر نتائج الدراسة أنه لا توجد علاقة بين الإنفاق الحكومي ومؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي، أي إن التغيرات في الإنفاق الحكومي، لا تؤثر على التقلبات في أسعار الأسهم في تركيا، وهذا ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، ومع الدراسات النظرية ذات الصلة، وخاصة دراسة (Chatziantoniou.et al, 2013)، و(Javed.etal,2014)، لكنها تتفق مع النتائج التي توصل لها (Tavares. Et al, 2001) ، وعليه فإننا نرفض الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية والتي تقول: **هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في الإنفاق الحكومي في تركيا**.

كما وتظهر النتائج أيضاً أنه لا توجد علاقة بين الضرائب ومؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي، أي إن التغيرات في الضرائب، لا تؤثر على التقلبات في أسعار الأسهم في تركيا، وهذا ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، ومع الدراسات النظرية ذات الصلة، وخاصة دراسة (Göndör. Et al ,2016)، و(Tavares.Et al, 2001)، وعليه فإننا نرفض الفرضية الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الثانية والتي تقول: **هنالك علاقة ذات دلالة معنوية بين التقلبات في أسعار الأسهم والتغيرات في الإيرادات الضريبية في تركيا**.

ومما سبق فإننا نرفض الفرضية الرئيسية الثانية والتي تقول: "**تؤثر التغيرات في السياسة المالية على أسعار الأسهم في السوق المالية التركية**".

❖ **اختبار وجود علاقات في الأجلين القصير والطويل:**

بهدف تحديد فيما إذا كان هنالك تكامل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في الأجل القصير والأجل الطويل (Long run and short run relationship)، أجريت الدراسة على المتغيرات المستقلة التي تم التوصل لوجود علاقة بينها وبين المتغير التابع فقط، أي متغيرات السياسة النقدية، والمتمثلة في العرض النقدي وأسعار الفائدة، ومؤشر أسعار الأسهم.

وتم اختبار وجود العلاقة من خلال اختبار التكامل المشترك (Co-integration test)، والذي يشترط أن تكون السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستويات (Level)، وتصبح مستقرة عند الفروق (Brooks, 2002).

وتحقق البيانات المدروسة شروط اختبار (Co-integration test)، حيث أن السلاسل كانت غير مستقرة عند المستويات(Level)، وأصبحت مستقرة عند سلسلة الفروق الأولى، وهذا ما توصلنا له عند إجراء اختبار (Unit root test).

- وعن طريق اختبار (Johansen Cointegration Test):

أظهرت نتائج اختبارات (Trace –Maximum Eigenvalue) أن المتغيرات المدروسة متكاملة مع بعضها في الأجل الطويل، لذا يمكننا استخدام نموذج (VECM)، والذي يساعد على تحديد فيما إذا كان هناك علاقة في الأجلين القصير والطويل بآن معاً، وذلك من خلال إجراء خطوتين، حيث أنه في الخطوة الأولى، سيتم تقدير النموذج طويل الأجل، للمعادلة رقم (4) أعلاه، وفي الخطوة الثانية سيتم تقدير التفاعل بين الأجلين الطويل والقصير من خلال اختبار (Wald test)، وكانت النتائج كالأتي:

- وقد أظهرت نتيجة اختبار (VECM):

أن قيمة ($C_{(1)}$ = - 0.3327)، وقيمة (P-value= 0.0122)

وبالتالي فإن المتغيرات المستقلة لها علاقة في الأجل الطويل مع المتغير التابع، أي إن العرض النقدي وأسعار الفائدة تؤثر على أسعار الأسهم في تركيا في الأجل الطويل.

- ولاختبار وجود العلاقة في الأجل القصير بين المتغيرات المدروسة، يجرى اختبار (Wald test):

أظهرت نتائج الاختبار أن قيمة احتمالية اختبار (Chi-square) بالنسبة لأسعار الفائدة تساوي (0.0084)، أي أقل من 5%، وبالتالي فأنه يوجد علاقة في الأجل القصير بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في تركيا، وأسعار الفائدة تؤثر على أسعار الأسهم في الأجل القصير.

أما بالنسبة للعرض النقدي وأسعار الأسهم، كانت قيمة احتمالية اختبار (Chi-square) بالنسبة لأسعار الفائدة تساوي (0.0525)، أي أنها ليست أقل من 5%، وبالتالي فإنه لا يوجد علاقة في الأجل القصير بين العرض النقدي وأسعار الأسهم في تركيا، وعليه فإن العرض النقدي لا يؤثر على أسعار الأسهم في الأجل القصير.

الاستنتاجات والتوصيات:

أولاً: الاستنتاجات:

1- أوضحت نتائج تحليل تأثير أدوات السياسة النقدية على السوق المالية التركية، أن العرض النقدي وسعر الفائدة لهما علاقة معنوية مع تقلبات أسعار الأسهم في تركيا، وإنها تفسر نسبة هامة من التقلبات في المؤشر، والتي بلغت (41.6%).

2- بينت نتائج الدراسة أن العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية المدروسة، والمتمثلة بسعر الفائدة والعرض النقدي، وتقلبات أسعار الأسهم في تركيا كانت عكسية، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، بالنسبة لأسعار الفائدة، ويتعارض معها بالنسبة للعرض النقدي.

3- هنالك علاقة في الأجلين القصير والطويل بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في السوق المالية التركية.

4- يوجد علاقة بين أسعار الأسهم والعرض النقدي في الأجل الطويل، بينما في الأجل القصير لا توجد علاقة بين أسعار الأسهم والعرض النقدي.

5- أشارت نتائج التحليل لتأثير أدوات السياسة المالية على سوق المال في تركيا، أن الإنفاق الحكومي والسياسة الضريبية ليس لهما علاقة معنوية مع تقلبات أسعار الأسهم، على عكس التوقعات، وإن هذه المتغيرات لا تفسر أياً من التقلبات في مؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي.

ثانياً: التوصيات:

1- على واضعي السياسة النقدية والمالية ضرورة التنسيق فيما بينهم للوصول لأفضل النتائج الاقتصادية المرجوة، لما لهذا التنسيق من المزايا الإيجابية على النشاط الاقتصادي ككل، إذ تؤدي السياسات النقدية والمالية المستقرة والمتوائمة مع بعضها، للوصول لمعدلات منخفضة من التضخم، ولأسعار فائدة تتحدد وتتحرك وفقاً للسوق، ولميزان مدفوعات وأسعار صرف واقعية ومستقرة.

2- على المستثمرين في الأسواق المالية النامية والناشئة، كما هو الحال في الاقتصادات المتقدمة، الاطلاع على توجهات وقرارات كل من المصرف المركزي والحكومة، وأخذها بعين الاعتبار، قبل اتخاذ القرارات الاستثمارية، وذلك بهدف بناء استراتيجيات صحيحة، تتناسب مع اتجاهات السوق، وأخذ التغيرات في أسعار الفائدة والعرض النقدي في تركيا بشكل خاص بعين الاعتبار عند بناء المحافظ الاستثمارية، وإجراء عمليات البيع والشراء.

3- العمل على تفعيل دور السياسة المالية بأدواتها المختلفة بالسوق المالية التركية، والسعي لإعطائها دوراً أكبر، والبحث في الأسباب التي ألغت تأثير الإنفاق الحكومي والضرائب على السوق ومعالجتها، للاستفادة منها بالشكل الذي يعود على السوق بالفائدة.

المراجع:

المراجع العربية:

1- الرفاتي، ناهض. (2016). ***انعكاسات التجارة الخارجية على النمو الاقتصادي في تركيا***، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر-غزة، ص 70-71، 81.

2- بسبع، عبد القادر. ***أثر السياسات المالية والنقدية على استقرار وتنمية سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة***، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 97-98، 108، 151.

3- بودخدوخ، كريم. ***رؤية نظرية حول استراتيجية تطوير القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي***، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول: دور القطاع الخاص في رفع تنافسية الاقتصاد الجزائري والتحضير لمرحلة ما بعد البترول، الجزائر: جامعة محمد الصديق يحي، (20-21 نوفمبر، 2011)، ص 156.

4- الداغر، محمد. ***الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات***، الطبعة الأولى، عمان، الأردن: دار الشروق، 2005. ص189.

5- الدعمي، عباس. ***أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية***، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.

6- السيوفي، قحطان، دور أدوات السياسة المالية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية، ***مجلة الاقتصادية***، العدد 325، سورية، ص5.

7- عبدلي، حنان. ***دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية***، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، 2014، ص 100، 91، 91-92.

المواقع الإلكترونية:

بورصة اسطنبول: http://www.borsaistanbul.com

المصرف المركزي التركي: http://evds.tcmb.gov.tr

المعهد التركي للاحصاء: http://www.turkstat.gov.tr

المراجع الأجنبية:

1- Borsa Istanbul report. (2007-2017).

2- BEKHET.H& OTHMAN. N.“ Examining the Co-Integration and Causal Relationship Analysis Between Fiscal Policy and Financial Market in Malaysia”, ***Prosiding Persidangan Kebangsaan Ekonomi Malaysia***, Ke VIII, 2013, pp 1011- 1021.

3- BROOKS. C. “ ***Introductory Econometrics for Finance***”, Cambridge University Press, 2002. p367.

4- CHATZIANTONIOU. I, DUFFY. D,& FILIS. G.”Stock Market Response to Monetary and Fiscal Policy Shocks: Multi-Country Evidence”, ***Journal Elsevier***, Economic Modelling 30, 2013, pp 754-769.

5- GÖNDÖR. M, BRESEFELEAN. V. P."***Study on the Impact of Fiscal Policy on Capital Markets in EU Countries During Actual Financial Crisis***", Romania, 2016, PP 160-171.
6- HARDOUVELIS. GIKAS A. "Macroeconomic Information And Stock Prices", ***Journal of Economics and Business***, Temple University, USA, 1987, P 131.
7- HENNING. C.N, PIGOTT. W& SCOTT. R. "***Financial Market & Economy***", New York: Prentice Hall Inc, 1975, P231.
8- JAVED .M .A, SHAHAZAD.N, SHEIKH.Q, SADDIQUE.S, RIAZ.M, & BATOOL.S. "Impact of Macroeconomics Variable on the Stock Market Index; A Study from Pakistan", ***International Journal of Accounting and Financial Reporting***, 2014, Vol. 4, No. 2.
9- KARAGOZ. K, &KESKIN. R. (2016). "Impact of Fiscal Policy on the Macroeconomic Aggregates in Turkey: Evidence from BVAR Model", ***Procedia Economics and Finance***, Vol 38, 2016, pp408-420, P 409.
10- KARAMUSTAFA. O, & KUCUKKALE. Y. "Long Run Relationships Between Stock Market Returns and Macroeconomic Performance: Evidence from Turkey", ***International Research Journal of Finance and Economics***, 2003.
11- ROZEFF .M. S. "The Money Supply & The stock Market", ***Financial Analysts Journal***, Vol. 31, No. 5 ,1975, PP 18-26, P18.
12- TAVARES. J, VALKANOV. R. "***The Neglected Effect of Fiscal Policy on Stock and Bond Returns"***, Economics Department, University of California, Los Angeles, U.S.A, 2001.
13- TRAGAKES. E. "***Economics for the IB Diploma"***, 2nd ed, Cambridge University Press, 2012, P329.
14- UMLAUF, S.R."Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market", ***Journal of Financial Economics***, N° 33, North-Holland, 1993.