



اسم المقال: تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم و السندات دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج العربي

اسم الكاتب: م.د. رافعة إبراهيم الحمداني، م.د. أوس فخر الدين أيوب الجويحاتي

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/3147>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/09 23:45 +03

الموسوعة السياسية 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 السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على

info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – 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 تنمية الراذدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.



تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأوراق المالية دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج العربي

الدكتور أوس فخر الدين أيوب الجويجاتي
مدرس - قسم الاقتصاد
كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الموصل
Awsjwejatee@yahoo.com

الدكتورة رافعة إبراهيم الحمداني
مدرس - قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الموصل

المستخلص

يهدف البحث إلى دراسة تأثير التغيرات في عرض النقود على الأسواق المالية في عينة مختارة من دول الخليج العربي، وباستخدام اختبار سببية كرنجر، وإختبار متوجه الانحدار الذاتي VAR؛ حيث أظهرت نتائج إختبار السببية أن هناك علاقة سببية بين التغيير في عرض النقود والقيمة السوقية للأوراق المالية، وقد أكدت صحة نتائج إختبار السببية، نتائج إختبار متوجه الانحدار الذاتي التي أظهرت نتائجها وبعد تحديد أفضل إنموذج بناءً على نتائج معيار أكايكي AIC، بأن القيمة السوقية للأوراق المالية تتأثر في التغيرات لقيم المختلفة لعرض النقود؛ وهذا ما يتفق مع فرضية البحث ، ويؤكد وجود تأثير للتغير في عرض النقود على القيمة السوقية للأوراق المالية.

The Effect of Monetary Policy on Market Value of Stocks and Bonds Analytical Study for a Sample of Arab Gulf Countries

Rafiaa I. Al – hamdani (PhD)
Lecturer
Department of Financial Sciences
University of Mosul

Aus F.A. Al – Juaijati (PhD)
Lecturer
Department of Economic Sciences
University of Mosul

Abstract

The research aims at studying the effect of the changes in currency offer in the financial markets. This has been done in a selected sample of the Arab Gulf Countries via using Granger Causality (GC) and Vector Auto Regression (VAR) tests. The results of the Causality Test showed that there is a causative relation whatsoever between the change in the currencies offer and the market value of stocks. The results of Causality Test have emphasized the validity of results gained from Auto Regression after determining the best model according to the results of (AIC) standard. It has been shown that the market value for the stocks can be affected by the changes of various values in

money offer. This may agree with the hypothesis of the research that demonstrating the change in money offers over the market value of stocks.

المقدمة

تعد النقود إحدى الوسائل الرئيسية التي أدت إلى نشوء الأسواق المالية، والتي تعمل حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين؛ من خلال الأسواق المالية التي تقوم بتحويل المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز النقدي، وذلك من خلال خلق الحقوق المالية، وبمشاركة عدة جهات ممثلة بالوحدات الإنتاجية والاستهلاكية والوسطاء الماليين والبنك المركزي ، فقد تسهم القرارات والإجراءات التي يتتخذها البنك المركزي في التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية التي تدرج ضمن سياق السياسة النقدية.

مشكلة البحث

حددت مشكلة البحث في كيفية التأثير بآثار السياسة النقدية على الأسواق المالية من خلال القياس الدقيق للقيم المختلفة لمتغيرات إلا نموذج والتأثير من خلالها، وذلك لتحقيق الأهداف المالية الاقتصادية المرغوبة ومعالجة الآثار السلبية لهذه السياسات.

أهداف البحث

يهدف البحث إلى دراسة العلاقات الدالية لقيم المختلفة بين عرض النقود والقيمة السوقية للأوراق المالية من خلال صياغة إنماوذج يهدف إلى دراسة العلاقات السببية بين المتغيرات أو لا باستخدام اختبار غرنجر Granger Test ومن ثم قياس هذه العلاقات وتقديرها وتحليلها لغرض التأثير من خلالها باستخدام اختبار VAR.

فرضية البحث

لغرض الوصول إلى هدف الدراسة اعتمدت الفرضية الآتية:

١. إن التغيير في عرض النقود يسبب التغيير في القيمة السوقية للأوراق المالية.
- إن الزيادة في عرض النقود تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية.

منهج البحث

للتأكد من صحة الفرضيات، يعتمد البحث المنهج التحليلي لعينة من دول الخليج العربي ولـ ٣٠ مشاهدة، وباستخدام اختبارين:

- الأول: إختبار سببية كرنجر Granger Causality Test للتعرف على اتجاه العلاقة السببية والكشف عنها بين متغيرات الإنموزج.
- والثاني: إختبار متجه الانحدار الذاتي Vector Auto Regression الذي يستخدم في قياس العلاقات الدالة لمتغيرات الإنموزج وتقديرها.

أثر السياسة النقدية في سوق الأسهم والسنادات

تعد السياسة النقدية إحدى الأدوات التي يستخدمها متخذو القرارات الاقتصادية في تحقيق عدد من الأهداف الاقتصادية ، إذ يرى مؤيدو النظرية الكلاسيكية أن السياسة النقدية أكثر فاعلية تجاه السياسة المالية ، في حين يرى مؤيدو النظرية الكنزية أن السياسة المالية هي أكثر فاعلية في الأنشطة الاقتصادية ، وقد استمر الجدل حول تحديد فاعلية أي من السياسيين إلى يومنا هذا، لا هناك عدد من العوامل التي تحكم فيها وتعمل على تحديد أي من السياسيين أكثر فاعلية ، في تحقيق أو إلغاء تأثيرها . فقد حددت الزيادة في عرض النقود من خلال زيادة القاعدة النقدية سعر الخصم أو عمليات السوق المفتوحة ، ويعود استخدام أي من هذه الوسائل إلى أثر مباشر وغير مباشر على القيمة السوقية للأوراق المالية موضوع البحث؛ فعندما يقوم البنك المركزي ببيع أو شراء الأوراق المالية ، فإنه يعمل على إحلال فقد محل تلك الأوراق أو الأوراق محل النقود في حافظة الأفراد المالية، وسوف تؤدي عملية الإحلال هذه إلى تأثير على أسعار الأوراق المالية (أي على سعر الفائدة)، ومن المعلوم أن عملية استبدال النقود بالأوراق المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة لا تؤدي بحسب ذاتها إلى تغيير في حجم الثروة، إلا أن ذلك غير في أسعار الفائدة اللازم لتحفيز الأفراد إلى القبول بتغيير في هيكل ثروتهم بين الأوراق المالية والنقود ، سيؤدي إلى تغيير قيمة الأوراق المالية في المحفظة المالية للأفراد، وأن تغير سعر الفائدة سيؤدي إلى تغير في القيمة النقدية للثروة الكلية (Ackley,1980,447).

تهدف بلدان العينة من خلال سياساتها النقدية إلى تحقيق استقرار الأسعار المحلية، وسعر الصرف ، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الناري والمالي من أجل تحقيق النمو الاقتصادي، وقد واصلت السلطات النقدية في دول العينة استخدام الأدوات المباشرة في السياسة النقدية للتأثير على إحتياطيات المصارف، باستخدام أدوات سعر إعادة الخصم، والاحتياطي الإلزامي، وعمليات السوق المفتوحة التي تتم إما باستخدام أدوات الدين المتمثلة باذونات الخزانة، وشهادات الإيداع التي تصدرها بعض البنوك المركزية، أو من خلال استخدام أدوات الملكية المتمثلة في سنادات المشاركة.

إذ تشير البيانات إلى ارتفاع في معدلات نمو السيولة المحلية في كل من السعودية وقطر في عام ٢٠٠٢ عن العام السابق لها، إذ بلغت ١٥.٢ و ١١.٨ في عام ٢٠٠٢ بالمقارنة مع ٤.٩٩ و ٠.٠١ لعام ٢٠٠١ ، في حين انخفض معدل السيولة المحلية في الكويت بحيث بلغ ٤.٧٥ عام ٢٠٠٢ مقارنة بـ ١٢.٨١ عام

٤٠٠٪ واستمرت الزيادة في معدل نمو السيولة المحلية في كل من الكويت وقطر في عام ٢٠٠٣ لتصل نحو 7.83 و 15.79 عن العام السابق لها، في حين حققت السعودية زيادة، ول كانت منخفضة عن العام السابق لها إذ بلغت نحو 8.19. كما تشير البيانات إلى أن الزيادة في السيولة المحلية خلال عام ٢٠٠٣ أسمحت في زيادة عرض النقود M_1 بمعناها الضيق (العملة المتداولة للودائع الجارية) في الجزء الأكبر من الزيادة في السيولة المحلية في كل من قطر والكويت وال سعودية، بلغت نحو 98.3 في قطر وهو أعلى معدل لها بين بلدان العينة.

الأسوق المالية والقيمة السوقية للأسهم والسنادات أولاً - الأسواق المالية وكفاءتها

تعد الأسواق المالية المنفذ المهم لاقتصاديات دول العالم والسبيل الأمثل للمستثمرين والمدخرين، وازدادت الأهمية بعد التطورات التكنولوجية في مجالات نظم المعلومات والاتصالات التي طالت كل مجالات الحياة عامة وعالم المال والأعمال خاصة. لما للأسواق المالية من أدوار متعددة أهمها تحقيق التوازن الاقتصادي بين وحدات العجز النقدي والفائض النقدي ، اذ يتمثل الأول بالوحدات الاقتصادية سواء كانت فرداً أو منشأة أعمال وما تحتاج إليه من أموال لغرض تمويل استثماراتها. أما الثاني فيتمثل بوحدات الادخار سواء كان دخل الفرد الذي يذهب جزءاً منه للاستهلاك ، والجزء الآخر للادخار، أو مؤسسة أعمال ، اذ تعمل على توجيه أموالها في مجالات إستثمارية متعددة لغرض الحصول على عائد مناسب بذلك يتضح دور الأسواق المالية في تسهيل عملية إنتقال الأموال بين وحدات الفائض النقدي (وحدات الادخار Saving Units) إلى وحدات العجز النقدي التي تعاني من النقص المالي (وحدات العجز Deficit Units) (Fred, 1995,140). وهناك مسلكان لعملية إنتقال الأموال، الأول مباشر مابين الوحدتين (العجز والفائض) من خلال إصدار الأسهم والسنادات والأوراق المالية من قبل وحدات العجز النقدي لغرض التمويل (إسترداد النقد) لشرائها وحدات الفائض النقدي مباشرة؛ أما المسلك الثاني فهو وجود الوسطاء مابين الوحدتين، فتعمل على شراء الإصدارات من وحدات العجز النقدي لغرض إعادة بيعها إلى وحدات الفائض النقدي (Piked & Neal, 1993, 4). ولعل حجم التبادلات المالية بين وحدات العجز والفائض النقدي يعكس لنا كفاءة السوق، والـ تي بدورها تتعكس على القيمة السوقية للأسهم والسنادات المتداولة في السوق، والتي تعد مؤشراً مهمـاً من مؤشرات قياس كفاءة أداء السوق المالية.

يشير Gerloff إلى أن الكفاءة هي أحد معايير تقييم الأداء سواء كان تقييماً مالياً أو إنتاجياً أو غير ذلك (Gerloff, 1985, 31)، وركز Robins في تحقيق الأهداف على مدخل الكفاءة بوصفه أحد المداخل الرئيسية والمهمة للحكم على مدى تحقيق الأهداف المرسومة (Robins, 1990, 31). وتقاس الكفاءة باستخدام مؤشرات

عدة وصفية (سلوكية) وكمية، إلا أنه في النطاق المالي قد طورت علاقات دالية أسهمت في وضع وتطوير مقاييس للكفاءة المالية وإدارة أنشطتها مما يساعد في تشخيص الواقع والتباين للمستقبل على أساس قياس التنااسب بين الأسباب والنتائج ، Rue & Holland, 1989,) . (249)؛ كما تعد أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المالية وفي توقيت قراراتهم الاستثمارية والأهم من ذلك أنها تستخدم لقياس الأداء المالي للمؤسسات المالية العامة ومن ضمنها الأسواق المالية التي لا بد أن تكون بدرجة عالية من الكفاءة والفاعلية لكي تستطيع القيام بدورها الفاعل (خليل، ٢٠٠٥، ٣).

ثانياً - القيمة السوقية للسهم

تشير القيمة السوقية للسهم إلى سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة (صندوق النقد العربي ،٢٠٠٣، ٣). كما ينظر إليها بأنها مجموع الأسهم المدرجة للشركات في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة؛ وبذلك يمكن عدتها من أهم مؤشرات قياس كفاءة السوق وتطور نشاطها (Roos, 1996, 8)، فيعتمد هذا المؤشر من قبل الكثير من المحللين والمقيمين والمراقبين الماليين ، فارتفاع القيمة السوقية للسهم يشير إلى كفاءة الشركات من جهة وإلى زيادة حجم التعاملات في الأسواق المالية وعدد الشركات المدرجة فيها وكفاءة السوق المالية من جهة ثانية.

ويمكن تصنيف القيمة السوقية إلى: (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٣، ٣)

- القيمة السوقية للسهم: وهي تمثل سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة.
- القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها : وهي تمثل عدد الأسهم المكتتب بها مضروراً بسعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة.
- القيمة السوقية للشركات المدرجة : تمثل مجموع القيم السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في السوق.

ثالثاً - العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم

تشير الدراسات إلى أن القيمة السوقية تتغير بين فترة وأخرى كلما وصلت معلومات جديدة إلى السوق، وعلى ضوء كل معلومة جديدة تدخل السوق يعيد المستثمرون النظر في قراراتهم الاستثمارية تجاه الأسهم المعروضة في السوق ، على وفق تلك المعلومات (Ross, et al., 1996, 264). وتحدد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم على ضوء العوامل المحددة لقيمة السوقية والتي من أهمها:

١. القيمة السوقية للمنشأة هي التي تتحدد على ضوء متغيرين أساسين هما :
 - (هندى، ١٩٩٥، ٢١٢).
 - التدفقات النقدية المتوقعة.
- معدل الخصم الذي يمثل مقدار ما يخصم من التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التي تعادل القيمة السوقية للمنشأة، والذي يمثل الحد الأدنى لمعدل

العائد الذي يطلبه المستثمر، ويتحدد على ضوء معدل الفائدة الحقيقي Real Rate of Interest (هو العائد الذي يعوض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق أشباحاته) بمعنى بعد تعويضاً عن عنصر الزمن (هندي، ١٩٩٥، ٢١٢)؛ ويتحدد هذا المعدل وفقاً للسياسة النقدية التي يحكمها حجم العرض والطلب على النقود.

٢. الظروف الاقتصادية

يمكن ترجمة الظروف الاقتصادية السائدة إلى معلومات يحتاجها المستثموون في الأسواق المالية، والتي تصنف إلى: (هندي، ١٩٩٥، ٥١٥)

- ظروف اقتصادية محلية.
- ظروف اقتصادية دولية.

والذي يهمنا في دراستنا ما يتعلق بالظروف المحلية التي تتمثل بمتغيرات السياسة المالية والسياسة النقدية، التي يمكن أن ترتبط بعلاقة واضحة مع أسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية.

وفي هذا الصدد يحاول البحث التركيز على السياسة النقدية بوصفها متغيراً اقتصادياً مالياً مهملاً علاقته وتأثيره على المستوى العام للأسعار في السوق واتجاهاتها، مما يساعد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

الأنموذج المستخدم

أستخدم الأنموذج ذي الصيغة المختزلة Reduced form econometric model لتحديد تأثير السياسة النقدية على القيمة السوقية للأسهم ، ويمكن كتابة الصيغة الرياضية للأنموذج من خلال الصيغة الآتية:

$$S_t = a_{11}S_{t-1} + a_{12}M_{t-1} + b_{11}S_{t-2} + b_{12}M_{t-2} + c_1 + \xi_{1t}$$

$$M_t = a_{21}S_{t-1} + a_{21}M_{t-1} + b_{21}S_{t-2}B_{22}M_{t-2} + c_2 + \xi_{2t}$$

إذ a, b, c هي المعاملات التي سوف يتم تقديرها في الدالة اللوغارitmية، علمًا بأن S هي القيمة السوقية للأسهم ، و M هي عرض النقود . وبناءً على ما تقدم فإنه سوف يتم إختبار تأثير المعروض النقدي على الأسواق المالية من خلال الإختبارات القياسية، التي حددت من خلالها فرضية البحث بما يأتي:

١. إن الزيادة في المعروض النقدي تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أي أن:

زيادة عرض النقود لا يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم: H_0

زيادة عرض النقود يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم: H_1

وللحصول على الفرضية المذكورة آنفاً تم استخدام اختبار Granger Causality Test الذي يستخدم للتعرف على اتجاه العلاقة السببية و الكشف عنها بين المتغيرات، وإختبار متجه الانحدار الذاتي Vector Auto Regressive (VAR) الذي يستخدم في تحديد النماذج الحركية؛ والذي استخدم في

قياس وتقدير العلاقات الدالية للدالة اللوغارتمية لعينة البلدان المختارة، وقد تضمنت عينة البلدان المختارة كل من السعودية والكويت وقطر لبيانات شهرية للفترة ٢٠٠٣-٢٠٠١.

إختبار السببية

يستخدم إختبار السببية للكشف الإحصائي عن اتجاه العلاقات السببية (علاقة السبب والتأثير) بين متغيرات الأنماذج، أي أن المتغير المعتمد الذي يتتأثر بالمتغيرات المستقلة قد يكون في بعض الحالات تأثير متباين بين المتغيرات باتجاهين أو باتجاه واحد ، لأن يسبب عرض النقود أثراً في القيمة السوقية للأوراق المالية، أو أن القيمة السوقية للأوراق المالية تسبب أثراً في عرض النقود ، أو قد لا تكون هناك علاقة بينهما.

يتطلب إختبار السببية تحديد فرضية العدم:

$$H_0 : \sum a_i = 0$$

$$H_1 : \sum a_i \neq 0$$

و يتم التحقق من الفرضيات السابقة بالاعتماد على إختبار F الذي يمكن من خلاله تحديد إتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الأنماذج.

متجه الانحدار الذاتي

يتأتي مصطلح الانحدار الذاتي عن ظهور القيمة المختلفة للمتغير المعتمد على الجانب الأيمن، ومصطلح المتجه Vector ناتج عن وجود متجه لأثنين أو أكثر من المتغيرات (Gujarati, 1995, 746)، ويعني مصطلح الانحدار الذاتي Auto Regressive، أن القيم المختلفة للمتغير المعتمد تكون واحدة من المتغيرات التوضيحية، فإذا كان المتجه الذاتي الذي يأخذ التخلف الزمني بنظر الاعتبار يسمى بأنماذج الانحدار الديناميكي ، أو أنماذج الانحدار المختلف ، الذي تكون فيه جميع للتغيرات داخلية معاً ، وأن كل متغير داخلي يكون موضحاً بقيمه المتختلف وبالقييم المختلفة لجميع المتغيرات الداخلية الأخرى في الأنماذج، وقد أثبت هذا النوع من النماذج فائدته في الاقتصاديات التطبيقية ، التي تجعل من النظرية الاقتصادية الثابتة نظرية ديناميكية، من خلالأخذ الزمن بنظر الاعتبار.

ويستخدم الانحدار الذاتي للمتجه VAR في أنظمة التنبؤ للسلسل الزمنية ذات العلاقات المتبدلة في تحليل المعطيات الحركية للتوزيع العشوائي في متغيرات النظام، والذي يمكن التعبير عنه بالشكل الرياضي لمعادلة الانحدار الآتية:

$$Y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B x_t + \varepsilon_t$$

عندما تكون Y_t هي المتجه K من المتغيرات الداخلية و x_t هي المتجه d للمتغيرات الخارجية A_p, \dots, A_1 وتكون B هي مصفوفة المعلمات المراد

تقديرها و هي قيمة الابتكارات التي ربما تكون مرتبطة على نحو متعارض الواحد منها مع الآخر أنها لا تكون مترابطة مع قيمتها المختلفة ، وغير مترابطة مع كل متغيرات الحد الأيمن ، وتكون طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) هي طريقة التقدير الملائمة ، وأن حد الاضطراب لا يكون مترابطاً في السلسلة، وأن أي ترابط تسلسلي يمكن تجاوزه من خلال إضافة المزيد من القيم المختلفة (Hill & Griffiths, 1997, 338-339) (Green, 2000, 645-647).

وبسبب اعتماد إنماذج تحذير الذاتي للمتجه على حالات التخلف ، فهذا يتطلب معياراً لتحديد مدة التخلف المثلث في الإختبار وتحديد أفضل إنماذج ، وذلك من خلال الاعتماد على عدد من الإختبارات ، مثل معيار شوارز Schwarz ومعيار Likelihood الذي يتضمنها نتائج اختبارات الـ VAR في برمجيات Eviews. وفيما يأتي ملخصاً لبعض المعايير التي تتضمنها نتائج اختبار الـ VAR:

١. اختبار Likelihood: يستخدم هذا المعيار في تقدير المعلمات المجهولة في احتمالية أن تقدم المشاهدات أكبر قيمة لـ Y_s .

٢. معيار أكايكي (AIC): يستخدم هذا المعيار في اختبار الإنماذج الأمثل من بين النماذج المنافسة للبدائل غير المستقرة ويحدد أفضل إنماذج عند أدنى قيمة لمعيار ALC.

٣. معيار شوارز Criterion (Sc): يستخدم هذا المعيار في تحديد فترة التخلف المثلث ، إذ يعمل على اختبار عدد من قيم التخلف ، ومن ثم يختار التخلف الذي يعظم أدنى قيمه لـ Sc (Gujarati, 1995, 615-632).

٤. الخطأ المعياري Standard Errors: يعبر الخطأ المعياري عن الانحراف المعياري لتوزيع العينات الخاصة بالمقدرات ، توزع العينات للمقدرات يعني احتمالية أو تكرار موزع للمقدرات ، وان مثلاً الذي يحتوي على أقل خطأ قياسي موجود بين المتغيرات هو المتغير المفضل والأمثل ، (Gujaratee, 1995, 70).

عينة البلدان المختارة ال سعودية

تعد السعودية من البلدان النفطية التي تشكل فيها مساهمة الإيرادات النفطية من الدخل القومي نحو ٤٠% من الناتج المحلي الإجمالي ، وخلال الأعوام الأخيرة شهدت الأسواق النفطية ارتفاعاً في المعدل العام للأسعار الذي أسهم بشكل فاعل في زيادة الدخل القومي السعودي ، والذي انعكس أثره في زيادة المعروض النقدي في السوق المحلية، فظهر أثره في معدلات الفائدة في السوق المحلية ، ومن ثم على السوق المالية للأوراق المالية والسنداط . ولتحليل وإختبار الفرضية نحدد إتجاه العلاقة بين المتغيرين الخاص بالإنماذج المستخدم في الدراسة . وهما عرض النقود والقيمة

السوقية للأسهم في بلدان العينة من خلال استخدام إختبار سببية Granger الذي يستخدم للتعرف على طبيعة العلاقة السببية بين متغيرات إلا نموذج، إلا أنه من المعلوم أن هذا إلا ختبار لا يعطينا تقدير المعلمات إلا نموذج؛ لذلك نعمل على استخدام إختبار متوجه الانحدار الذاتي VAR لتقدير وتحليل العلاقات الدالية للمتغيرات. وبعد إجراء إختبار سببية Granger للملكة العربية السعودية أظهرت نتائج الإختبار أفضل علاقات سببية يمكن أن تتحقق ببطأ زمني لثباته تخلفات. وكما موضح في الجدول ١:

الجدول ١ إختبار سببية Granger للمملكة العربية السعودية

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 08/26/05 Time: 01:46			
Sample: 2001:01 2003:12			
Lags: 8			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SHARE does not Granger Cause M1	28	1.04329	0.46099
M1 does not Granger Cause SHARE		6.75201	0.00248

كما أظهرت نتائج إختبار بين عرض النقود والقيمة السوقية للأسهم ، وبعد مقارنة F المحسوبة مع الجدولية أن F المحسوبة أكبر من الجدولية ، مما يعني رفض فرضية عدم قبول الفرضية البديلة ، أي أن التغيير في عرض النقود يسبب التغيير في القيمة السوقية للأسهم ، في حين لم تتحقق صحة العلاقة العكسية ، وبذلك أظهر إختبار السببية أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد من عرض النقود تجاه القيمة السوقية للأسهم ، وهذا ما أكدته قيم الاحتمالية التي ظهرت بقيمة منخفضة جداً بلغت 0.0024. من احتمال قبول فرضية عدم ، وكما أشير سابقاً إلى أن إختبار السببية يوضح اتجاه العلاقة السببية ولا يقدم تقديرات لمعلمات إلا نموذج التي يمكن التنبؤ من خلالها ، لذلك ننتقل إلى إختبار متوجه الانحدار الذاتي VAR. والموضح في الجدول ٢:

الجدول ٢ نتائج اختبار VAR

	M1	SHARE
M1(-1)	1.175200 (0.25644) (4.58267)	1.424626 (0.70211) (2.02906)
M1(-2)	-0.169654 (0.36857) (-0.46030)	0.624070 (1.00910) (0.61844)
M1(-3)	-0.230397 (0.34204) (-0.67360)	-3.792424 (0.93646) (-4.04976)
M1(-4)	0.067462 (0.44228) (0.15253)	1.576320 (1.21091) (1.30176)
M1(-5)	0.030557 (0.44720) (0.06833)	1.517805 (1.22437) (1.23966)
M1(-6)	0.550845 (0.38126) (1.44479)	-2.084795 (1.04385) (-1.99722)
M1(-7)	-0.841600 (0.35525) (-2.36901)	-0.274037 (0.97264) (-0.28175)
M1(-8)	0.372313 (0.24483) (1.52071)	1.713305 (0.67031) (2.55601)
SHARE(-1)	0.033962 (0.06788) (0.50036)	0.989515 (0.18584) (5.32468)
SHARE(-2)	-0.101013 (0.10445) (-0.96710)	-0.136039 (0.28597) (-0.47571)
SHARE(-3)	0.159057 (0.11024) (1.44278)	-0.123169 (0.30183) (-0.40807)
SHARE(-4)	-0.209939 (0.10998) (-1.90889)	0.541800 (0.30111) (1.79934)
SHARE(-5)	0.107514 (0.11570) (0.92922)	-0.577869 (0.31678) (-1.82418)
SHARE(-6)	0.112696 (0.11040) (1.02084)	-0.125501 (0.30225) (-0.41522)
SHARE(-7)	-0.067491 (0.11151) (-0.60525)	-0.132720 (0.30530) (-0.43472)

SHARE(-8)	0.053699	-0.270062
	(0.09370)	(0.25652)
	(0.57312)	(-1.05277)
C	-0.184906	0.412526
	(0.27832)	(0.76201)
	(-0.66436)	(0.54137)
R-squared	0.991077	0.982670
Adj. R-squared	0.978098	0.957464
Sum sq. resids	0.001416	0.010618
S.E. equation	0.011348	0.031069
F-statistic	76.36190	38.98447
Log likelihood	98.75465	70.55367
Akaike AIC	-5.839618	-3.825262
Schwarz SC	-5.030779	-3.016424
Mean dependent	5.296842	4.987744
S.D. dependent	0.076678	0.150640
Determinant Residual Covariance		1.92E-08
Log Likelihood		169.3278
Akaike Information Criteria		-9.666270
Schwarz Criteria		-8.048593

ولتحديد فترة التخلف المثلثى للوصول إلى نتائج أكثر دقة والذي يتحقق بناءً على نتائج اختبار شوارز Schwarz طنيد أفضل فترة زمنية في الإ نموذج، وتحديد أفضل إنموذج يكون من خلال معياري AIC و Likelihood ، وقد اختيرت المعادلة الأولى بناءً على نتائج معيار AIC الذي حقق أدنى قيمة له بين المعادلات بمقدار - 5.030779، وحددت فترة التخلف المثلثى بثمانى تخلفات بناءً على نتائج معيار شوارز Schwarz الذي حقق أدنى قيمة له بمقدار 5.030779. عند التخلف الثامن، وبالرجوع إلى نتائج AIC و Likelihood التي أكدت على أن المعادلة الأولى هي أفضل إنموذج، أي أن عرض النقود هو الذي يتتأثر بقيمتها المتخلفة وبقيم معنوية عند التخلف الأول والسابع فقط عند مستوى معنوية 0.05 في حين لم تتحقق معنوية بقية التخلفات، كما أظهرت نتائج المعادلة الثانية التي تتأثر فيها القيمة السوقية للأسهم بالمعروض النقدي بإشارات مختلفة، فزيادة عرض النقود بنحو ٦١٪ تؤدي بعد مرور شهر إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم بنسبة ١٤٪ مع بقاء بقية المتغيرات الأخرى ثابتة، فالزيادة التي حدثت في المعروض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة أدت إلى زيادة عرض النقود بالتزامن مع إنخفاض في الأسهم والسنادات المعروضة، ونتيجة هذه التغيرات في الكميات المعروضة والمطلوبة من النقود والسنادات، تؤدي إلى تغيير في هيكل الثروة والقيمة النقدية لها فعد د زياة كمية النقود المعروضة ينتقل منحنى عرض النقود إلى اليمين ، في حين ينتقل منحنى الطلب على النقود تجاه اليسار ، باعتبار أن زيادة عرض النقود تشعر الأفراد أن هناك فائضاً في كمية النقود التي لديهم، فيؤدي ذلك إلى إرتفاع الطلب على الأسهم والسنادات، ومن ثم إرتفاع أسعارها، وبالتالي إنخفاض معدلات الفائدة . مما ينتج عن ذلك زيادة الاستثمار ومن ثم زيادة الناتج ، ونتيجة لذلك يرتفع الطلب على النقود لغرض المعاملات، وينتقل منحنى الطلب على النقود تجاه اليمين ، في حين يتحرك

منحي الطلب على الأسهم والسندات تجاه اليسار ، وتتحفظ أسعارها ويرتفع سعر الفائدة، وهذا ما أكدته نتائج الإختبار عند التخلف الثالث وال السادس والسابع ، وتنتمر هذه التحركات إلى أنتحقق التوازن في المدى الطويل ، فعند جمع معاملات عرض النقود المختلفة $\sum_{i=1}^{j=8} m_{t-i}$ تساوي 0.7 ويدل ذلك - مع بقاء بقية المتغيرات ثابتة - أن زيادة عرض النقود بنسبة ٥١% تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للسهم بنسبة ٠.٧٪ بعد مرور ثمانية أشهر ، أي أن هناك علاقة إيجابية بين الزيادة في عرض النقود والقيمة السوقية للسهم ، وهذا يتوافق مع فرضية البحث. كما أظهرت نتائج الإختبار القيمة السوقية للسهم تتأثر بقيمتها المختلفة ، فعند جمع معاملات

القيمة السوقية للأسهم $\sum_{i=1}^{j=8} S_{t-i}$ تساوي 0.167، أي أن زيادة القيمة السوقية للسهم بنسبة ٥١% مع بقاء بقية المتغيرات ثابتة تؤدي بعد ثمانية أشهر إلى زيادة في قيمة الأسهم بنسبة ٠.١٦٪.

الكويت

بداءً سوف يتم تحديد إتجاه العلاقة السببية بين عرض النقود والقيمة السوقية للأسهم دولة الكويت، إذ أوضحت نتائج إختبار Granger سببية أن أفضل علاقات سببية يمكن أن تتحقق ببطء زمني لستة تخلفات وكما موضح في الجدول ٣:

الجدول ٣
إختبار سببية Granger في الكويت

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 08/22/05 Time: 22:16			
Sample: 2001:01 2003:12			
Lags: 6			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SHAR does not Granger Cause M1	30	0.55960	0.75637
M1 does not Granger Cause SHAR		3.36816	0.02249

كما أظهرت نتائج الإختبار أن عرض النقود يغير في القيمة السوقية للأسهم، وقد أكدت ذلك قيمة F الإحصائية والقيمة الاحتمالية Probability F المحسوبة مع الجدولية أظهرت أن المحسوبة أكبر من الجدولية في العلاقة بين عرض النقود تجاه القيمة السوقية للأسهم، وهذا يعني رفض فرضية عدم وقوف الفرضية البديلة التي تؤكد وجود علاقة سببية باتجاه واحد من عرض النقود تجاه القيمة السوقية للأسهم التي تظهر كأفضل علاقة سببية بعد مرور ستة أشهر ، في حين لم تتأكد العلاقة السببية من القيمة السوقية للأسهم تجاه عرض النقود. وكما هو معلوم فإن إختبار السببية يوضح اتجاه العلاقة السببية ولا يقدم تقديرات يمكن التنبؤ

من خاللها، وعليه تم إجراء اختبار متوجه الانحدار الذاتي VAR وكما موضح في الجدول ٤:

الجدول ٤ نتائج اختبار VAR

	M1	SHAR
M1(-1)	0.921828 (0.22715) (4.05823)	0.578478 (0.20937) (2.76295)
M1(-2)	0.385922 (0.31007) (1.24462)	0.070286 (0.28580) (0.24592)
M1(-3)	0.122911 (0.27568) (0.44584)	-0.587239 (0.25410) (-2.31103)
M1(-4)	-0.726257 (0.28153) (-2.57964)	-0.428472 (0.25950) (-1.65117)
M1(-5)	-0.102371 (0.31518) (-0.32480)	0.447717 (0.29051) (1.54115)
M1(-6)	0.332206 (0.23278) (1.42711)	0.085399 (0.21456) (0.39802)
SHAR(-1)	-0.267934 (0.19162) (-1.39825)	0.743734 (0.17662) (4.21089)
SHAR(-2)	0.203504 (0.27719) (0.73416)	0.251813 (0.25550) (0.98559)
SHAR(-3)	0.003012 (0.25508) (0.01181)	-0.333389 (0.23511) (-1.41799)
SHAR(-4)	-0.033931 (0.23966) (-0.14158)	0.465796 (0.22090) (2.10865)
SHAR(-5)	0.131695 (0.24947) (0.52790)	0.238142 (0.22994) (1.03566)
SHAR(-6)	0.073811 (0.19254) (0.38336)	-0.409049 (0.17747) (-2.30494)
C	-0.023619 (0.47229) (-0.05001)	-1.029234 (0.43532) (-2.36433)
R-squared	0.973846	0.984975
Adj. R-squared	0.955385	0.974368
Sum sq. resid	0.025163	0.021378
S.E. equation	0.038473	0.035462

F-statistic	52.74988	92.86762
Log likelihood	63.68533	66.13069
Akaike AIC	-3.379022	-3.542046
Schwarz SC	-2.771836	-2.934861
Mean dependent	7.626858	5.096429
S.D. dependent	0.182145	0.221498
Determinant Residual Covariance		5.86E-07
Log Likelihood		130.1009
Akaike Information Criteria		-6.940057
Schwarz Criteria		-5.725686

وبعد إجراء الاختبار أظهرت النتائج أن أفضل فترة تخلف تكون عند التخلف السادس بناءً على نتائج معيار Schwarz الذي حقق أدنى قيمة له بين التخلفات بمقدار 2.93-؛ في حين أكدت نتائج معيار AIC و Log Likelihood أن أفضل إنموذج يتحقق عند المعادلة الثانية التي تعتمد فيها القيمة السوقية للأسهم على عرض النقود وعلى القيمة المختلفة، إذ أظهرت نتائج الإختبار أن هناك تأثيرات معنوية وبإشارات متباعدة نتيجة للتغيرات التي تحدث في العرض والطلب في ظلم القصير وصولاً إلى نقطة التوازن طويلة الأجل ، إذ أكدت نتائج الإختبار عند جمع معطيات عرض النقود $\sum_{i=1}^{j=6} m_{t-i}$ تساوي 0.158 ، وهذا يعني أن زيادة عرض النقود بنسبة 61% تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم بنسبة 0.158% بعد مرور ستة أشهر وهذا يتواافق مع فرضية البحث كما أظهرت نتائج الإختبار أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بقيمها المختلفة بنسبة 95% عن الزيادة في القيمة السوقية لقيمها المختلفة بنسبة 1% مع بقاء بقية المتغيرات ثابتة.

قطر

بعد إجراء اختبار سببية Granger أوضحت نتائج الإختبار أن أفضل علاقات سببية أن تظهر خلال مدة قصيرة جداً لا تتجاوز الشهرين ، إذ أكدت نتائج الإختبار وبعد مقارنة F المحسوبة مع الجدولية ، وقيم الاحتمالية، أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد من عرض النقود تجاه القيمة السوقية للأسهم، أي أن التغيير في عرض النقود يسبب تغيير في القيمة السوقية للأسهم كأفضل تأثير خلال مدة شهرين، في حين لم تتحقق صحة العلاقات السببية من القيمة السوقية للأسهم تجاه عرض النقود، وكما موضح في الجدول ٥:

الجدول ٥ اختبار سببية Granger في قطر

Pairwise Granger Causality Tests			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
M1 does not Granger Cause S1	34	10.2755	0.00042
S1 does not Granger Cause M1		0.03829	0.96248

ولقياس تأثير العلاقات الدالة بين المتغيرات الاقتصادية من خلال اختبار VAR الذي أظهرت نتائجه أن أفضل فترة تخلف مثلى حدثت ببطء زمني لفترتين بناءً على نتائج معيار شوارز Schwarz الذي حقق أدنى قيمة له بلغت 4.136- عند التخلف الثاني، كما حدثت نتائج اختبار معياري AIC و Likelihood المعادلة الثانية كأفضل إنموذج حققت عنده أدنى قيمة لمعيار AIC التي بلغت نحو 4.361- وأعلى قيمة لمعيار Likelihood التي بلغت نحو 79.144، فتأكد من خلالها أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بالمعروض النقدي ، بنسبة ضعيفة لا تتجاوز 0.14 عن الزيادة في المعروض النقدي بنسبة 1% وبقيم غير معنوية خلال شهرين عند جمع معلمات عرض النقود $\sum_{i=1}^{j=2} m_{t-i}$ حين أظهرت نتائج الاختبار أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بقيميتها المختلفة بقيم معنوية ، وبنسبة 0.778 لمجموع معلماتها المختلفة . وبذلك أظهرت نتائج الاختبار قبول فرضية البحث التي حدثت بـ أن الزيادة في عرض النقوتؤدي إلى زيادة موجية في القيمة السوقية للأسهم ، وإن كانت ضعيفة جداً في دولة قطر ، وكما موضح في الجدول ٦ :

الجدول ٦ نتائج اختبار VAR

Date: 12/16/05 Time: 21:21		
Sample(adjusted): 2001:03 2003:12		
Included observations: 34 after adjusting endpoints		
Standard errors & t-statistics in parentheses		
	S1	M1
S1(-1)	1.098208 (0.15733) (6.98035)	0.071188 (0.46527) (0.15300)
S1(-2)	-0.320076 (0.14232) (-2.24895)	-0.094527 (0.42089) (-0.22459)
M1(-1)	0.044526 (0.05880) (0.75724)	0.600999 (0.17389) (3.45618)
M1(-2)	0.098053 (0.06499) (1.50878)	0.417611 (0.19219) (2.17291)

C	-0.269496 (0.15438) (-1.74564)	-0.023218 (0.45656) (-0.05085)
R-squared	0.979942	0.949458
Adj. R-squared	0.977176	0.942487
Sum sq. resides	0.018929	0.165543
S.E. equation	0.025548	0.075554
F-statistic	354.2043	136.1956
Log likelihood	79.14466	42.27914
Akaike AIC	-4.361450	-2.192890
Schwarz SC	-4.136986	-1.968426
Mean dependent	4.406884	8.824874
S.D. dependent	0.169106	0.315045
Determinant Residual Covariance		2.67E-06
Log Likelihood		121.7082
Akaike Information Criteria		-6.571068
Schwarz Criteria		-6.122138

الاستنتاجات

١. أظهرت نتائج إختبار السببية لبلدان العينة ، أن هناك علاقة سلبية بين التغير في عرض ثقود والقيمة السوقية للأسهم ، أي أن التغير في عرض النقود يسبب التغير في القيمة السوقية للأسهم لبلدان العينة ، وهذا يؤكد صحة الفرضية الأولى للبحث.
٢. أكدت نتائج إختبار متوجه الانحدار الذاتي VAR نتائج إختبار السببية لـGranger، حيث أظهرت نتائج الإختبار أن أفضل إنموذج في الإختبار يتمثل في المعادلة الأولى من إختبار VAR، التي تكون فيها القيمة السوقية للأسهم تتاثر بقيمها المختلفة وبالقيم المختلفة لعرض النقود في كل منه الكويت وقطر ، وبذلك تتأكد صحة الفرضية الثانية حين لم تتحقق الفرضية في السعودية ، بحيث أظهرت نتائج الإختبار أن عرض النقود هو الذي يتاثر بالقيم المختلفة لقيم الأوراق المالية وبالقيم المختلفة لنفسه ، ويعود ذلك إلى التجذية الراجعة EdBack التي خلفتها السياسة النقدية على سعر الفائدة ، ومن ثم التغير في الاستثمار وبالتالي الدخل فالارتفاع الذي حصل في قيمة الأوراق المالية، أدى إلى زيادة الثروة والذي نتج عنها زيادة الطلب على النقود والسندات ، ولتحقيق الاستقرار في السوق المالية والمحافظة على سعر الفائدة تطلب الأمر زيادة المعروض النقدي من خلال زيادة القاعدة النقدية للمحافظة على معدلات الفائدة عند المستوى التوازنـي لا جيد الذي يحقق التوازن بين الاستثمار والادخار؛ ولذلك أظهرت نتائج الإختبار في السعودية رفض فرضية القبول الثانية، بحيث الارتفاع في القيمة السوقية للأسهم هي التي أدت إلى زيادة عرض النقود ، نتيجة لارتفاع الطلب عليه.

٣. أظهرت نتائج الإختبار الوصول إلى الفترة الزمنية المختلفة المثلث ، التي أظهرت من خلالها أفضل تأثير و علاقات سببية بين المتغيرات عند الفترات الزمنية المختلفة التي حددت في الإختبارات، وهذا مما أكدت من تطابق الفترات المختلفة التي استخدمت لبلدان العينة في كلا الإختبارين.
٤. أظهرت نتائج الإختبار أن القيمة السوقية للأوراق المالية وعرض النقود يتاثران بقيمها المختلفة وبذلك يكون الإنموذج المستخدم والإختبارات التي استخدمت لكل من إختبار السببية ومتوجه الانحدار الذاتي أفضل الإختبارات الديناميكية التي تعطي أفضل تقديرات وأدق علاقات بين المتغيرات المستخدمة في الإنموج.

المراجع

أولاً - المراجع باللغة العربية

١. أخلاقياً اقتصاد الكلية النظرية والسياسات ، الجزء الأول ، ترجمة د . عطية مهدي سليمان ، جامعة الموصل ، ١٩٨٤ .
٢. الامانة العامة لجامعة الدول العربية ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ١٩٩٩ - ٢٠٠٣ .
٣. سوق الأسهم السعودي للفترة ٢٠٠١ - ٢٠٠٣ ، www.tadawul.com.sa .
٤. سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة ٢٠٠١ - ٢٠٠٣ ، www.dsm.com.ca .
٥. سوق الكويت للأوراق المالية للفترة ٢٠٠١ - ٢٠٠٣ ، www.kuwaite.com .
٦. صندوق النقد العربي ، ٣» فاقدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، الرابع الربع www.amfad.org.ae .
٧. خليل ، عطاء الله وارد ، كفاءة السوق المالي ، مؤتمر جامعة فلاذيفيا المنعقد للفترة ١٥ - ١٧ نيسان ، ٢٠٠٣ .
٨. هندي ، منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، دار المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٥ .

ثانياً - المراجع باللغة الأجنبية

1. Corporate Finance and Investement, decisions and Strategies Prentice-hall, 1993.
2. Fred. R., Kean, Corporate Finance- Concepts and Pplicies, U.S.A., Black Well Publisher, 1995.
3. Gerlof, E.,A., Organization Theory and Design Strategic Approach for Management, McGraw-Hill Inc, N., Y.,1985.
4. Green, William. H, Econometrics Analysis, Fourth Edition, Prentice Hall, New Jersey,2000.
5. Gujarati, Damodar N. Basic Econometrics, Third Edition, McGraw-Hill, Inc,1995.
6. Hennlvy, N., Charles & Pigotto, Weliam & Scott, Robert, H., Financial Market and the Economy,3 . Ed., Prentice-Hall International, Inc, U.S.A, 1981.
7. Hill, Carter & et al , Under Graduate Econometrics, Copyright by Johnson Wiley & Sons, Inc,1997.
8. Robins, Stephen, P., Organization Theory, 3rd . Ed., U.S.A., Prentice- Hall, N. J, 1990.
9. Rosse, Stephen, et al., Essentials of Corporate Finance, McGraw-Hall Companies, U.S.A, 1996.
10. Rue, W., & Holl and,P.,G., Strategic Management: Concepts and Experiences, McGraw-Hall, N. Y.,1989.