

## أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية (١٩٩١-٢٠١٠)

د/محمد سعيد بسبوني

كلية التجارة - جامعة بنها

### المخلص :

يتأثر سوق الأوراق المالية كغيره من الأسواق بمختلف العوامل والأحداث سواء من داخل السوق أم من خارجه، وقد يكون لبعض هذه العوامل تأثيرا ايجابيا في أداء السوق وقد يكون للبعض الآخر تأثيرا سلبيا، الأمر الذي يسبب التقلبات في مؤشراتهما. وللمحد من هذه التقلبات لابد من التعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات وكيفية انتقال آثارها. لذلك حظيت العوامل الاقتصادية) ومنها النقدية والمالية) بأهمية كبيرة من جانب المحللين بوصفها إحدى العوامل الخارجية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى مستوى النشاط الاقتصادي والمتمثل بالنتاج المحلي الإجمالي (G.D.P) والمتغيرات الاقتصادية القطاعية والمتغيرات الاقتصادية الجزئية، فضلا عن السياسة التجارية وسياسة الأجور.... الخ. في حين أن العوامل الداخلية الفنية تركز على تحليل جوانب العرض والطلب التي تؤثر في أسعار الأسهم وبصفة أساسية في تحركات الماضي لأسعار أسهم الشركة أو مجموعة الشركات مثل (البيع الصوري أو المظهري - والشراء لأغراض الاحتكار - واستغلال ثقة العملاء... الخ). وفي الوقت نفسه تعد مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، وكذلك رصد التطورات التي تشهدها السوق ودرجة فعاليتها، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء ومقارنته بأداء غيرها من الأسواق المالية الأخرى، الأمر الذي يمنح فرصة للمستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار.

وتقوم هذه الدراسة بغية التعرف على مدى تأثر مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية بالعوامل الخارجية (المتغيرات النقدية والمالية) ، وأي من تلك المتغيرات أكثر تأثيراً، ومدى تباين ذلك التأثير في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية (١٩٩١-٢٠١٠) واللذان تختلفان من حيث طبيعة استخدام السياسات النقدية والمالية من جهة، ومن حيث حجم السوق نفسه وحجم التداول فيه ومستوى نشاطه وكفاءته من جهة أخرى.

وقد تمكنت الدراسة من إثبات دور جانب من المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية على الرغم من تباين التأثير، إلا أنها لا تؤكد أن المتغيرات الأخرى ليست ذات علاقة، بل تؤكد على أهمية تجربة صياغات نماذج أخرى، فضلا عن أهمية متغيرات اقتصادية كلية أخرى (الناتج المحلي الإجمالي والبطالة) ومتغيرات سياسية لها علاقة في التأثير في مؤشرات أداء السوق .

### المقدمة :

يستقطب موضوع سوق الأوراق المالية حيزاً متزايداً من اهتمام صانعي السياسة ومتخذي القرار في معظم دول العالم، وذلك لانتساع حجم تلك الأسواق وزيادة حجم معاملاتها وارتفاع حدة المنافسة بينها، ولما تؤديه هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وزيادة نموه، لذا أضحت التركيز عليها مطلباً عالمياً انخرطت فيه الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، ناهيك عن الانفتاح المضطرب لاقتصادات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الإلكترونية والتي شكلت بمجملها تحدياً جديداً حتم على متخذي القرار العام والخاص إدراكه والإلمام بوسائل وتقنيات الإفادة من الفرص، وفي ذات الوقت التحوط وحماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها تلك التحديات.

وفي ضوء ذلك نشأت حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، حين تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي أثر بطريقة مباشرة في نتائج أعمال الشركات، وبطريقة غير مباشرة في أداء تلك الأسواق واستثماراتها. وطالما أن هذه الأسواق تعد المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام، فإن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية، وفي الوقت ذاته تعد مؤشرات أدائها من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

وتعد السياسات النقدية والمالية من أهم تلك السياسات لأي دولة (متقدمة أو نامية) بسبب معالجتها الكلية للاقتصاد وعلى النطاقين المحلي والخارجي، إذ تلعب تلك السياسات دوراً رئيساً في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار، لا سيما وأن الهدف الرئيس لهذه السياسات هو تحقيق الاستقرار النقدي ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة، والذي يعد بدوره بمنزلة المركز الأساسي لحفز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية كونها المحرك الأساسي لعجلة التنمية الاقتصادية، إذ تعد الأسواق المالية حيزاً جيداً لتطبيق السياستين النقدية والمالية ولا سيما باستخدام الأدوات الكمية غير المباشرة وسياسة العجز الحكومي، فالإجراءات النقدية تمارس تأثيرها في

السيولة الكلية للاقتصاد من خلال التأثير في سيولة السوق وعبر قنوات مشتركة، في حين تمارس سياسة العجز تأثيرها من خلال السوق النقدي. وفي الوقت نفسه فإن السوق المالي تعمل على توفير السيولة اللازمة لتسيير عملية النمو الاقتصادي، وكذلك توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الإنفاق الحكومي المتزايد والذي يعمل بدوره على تسهيل واستدامة عملية التنمية الاقتصادية .

### مشكلة الدراسة :

يكنم التساؤل الرئيس لمشكلة الدراسة في الآتي: ما مدى تأثير مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية بالعوامل الخارجية (المتغيرات النقدية والمالية) ؟ ، وأي من تلك المتغيرات أكثر تأثيراً، ومدى تباين ذلك التأثير في دول العينة (مصر والولايات المتحدة) والذان تختلفان من حيث طبيعة استخدام السياسات النقدية والمالية من جهة، ومن حيث حجم السوق نفسه وحجم التداول فيه ومستوى نشاطه وكفاءته من جهة أخرى؟. والإجابة على هذا التساؤل تكون من خلال محاور هذه الدراسة المتضمنة في صفحاتها المختلفة .

### أهمية الدراسة :

تتأتى أهمية هذه الدراسة من جانبين مهمين يتمثل الجانب الأول في أن سوق نيويورك تمثل إحدى أهم الأسواق المالية الدولية وأكبرها، لذا كان من الضروري دراسة هذه السوق بوصفها نموذجاً يمكن من خلاله استخلاص استنتاجات متناسبة في هذه الدراسة، لاسيما وأنها تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة وتملك قدرة كبيرة من التأثير في النشاط الاقتصادي، ومن جانب آخر فإن سوق مصر للأوراق المالية من الأسواق الناشئة والتي حققت تطورات نسبية، الأمر الذي يمنح الفرصة لمقارنتها مع سوق نيويورك. ويتمثل الجانب الثاني في أن أوضاع سوق الأوراق المالية تعد المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام للدولة، وأن استقرار هذه الأسواق يعد مقياساً لنجاح السياسات النقدية والمالية .

وبالتالي فإن محاولة فهم وتفسير تقلبات أسعار الأوراق المالية (اتجاه المؤشرات) وعلاقتها بالمتغيرات النقدية والمالية قضية مهمة تتطلب من الباحثين التصدي لها بغية الوصول إلى النماذج الواقعية التي تحكم التأثيرات المتبادلة ما بين وضعية تلك الأسواق والأداء الاقتصادي، وكذلك يمكن تعديل أو تغيير بعض جوانب تلك السياسات بما ينسجم واستقرار السوق .

## أهداف الدراسة :

تتمثل أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

١- التعرف على واقع السياسات النقدية والمالية في كل من الولايات المتحدة ومصر من خلال التعرف على أهم المؤشرات النقدية (عرض النقود وسعر الفائدة وسعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك) والمؤشرات المالية (الإفناق الحكومي والإيرادات العامة والعجز الحكومي والدين المحلي الحكومي) للفترة (١٩٩١-٢٠١٠).

٢- التعرف على الوضع الاقتصادي للدولتين المعنيتين) مصر، الولايات المتحدة) من خلال التعرف على أوضاع السوق المالية واتجاهاتها فيهما، وذلك بتحليل مؤشرات أداء السوق (المؤشر العام لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، وحجم التداول ومعدل دوران السهم، عدد الشركات) ، للفترة (١٩٩١-٢٠١٠).

٣- قياس تأثير المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية واختبار تلك العلاقة في اقتصاد متقدم وآخر نام .

٤- تبيان أي متغير من متغيرات السياسة النقدية والمالية الأكثر تأثيراً في مؤشرات أداء الأوراق المالية، والذي بدوره يكشف عن أي سياسة أكثر فاعلية، وكذلك مدى تباين ذلك التأثير في مصر والولايات المتحدة .

## فرضية الدراسة :

تنطلق الدراسة من فرضية مفادها: أن للسياسات النقدية والمالية أثراً في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، إلا أن درجة تأثير هذه السياسات ودرجة تأثير كل متغير من متغيراتها تتباين داخل الدولة الواحدة ومن دولة إلى أخرى تبعاً لمستوى النشاط الاقتصادي في تلك الدولة .

## منهج الدراسة :

اعتمدت الدراسة على المنهج الاستقرائي للوصول إلى صحة أو خطأ الفرضية العامة التي تبنتها، كذلك اعتمدت الدراسة على التحليل النظري لتبيان نوع العلاقة بين السياسات النقدية والمالية من جهة ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، وقد تم تعزيز هذا التحليل بالاعتماد على أسلوب القياس الاقتصادي لغرض قياس درجة تلك العلاقة وحجم التأثير الذي يتركه كل متغير من المتغيرات المختلفة للسياستين في مؤشرات أداء كل من سوقي مصر والولايات المتحدة.

## خطة الدراسة :

تم تقسيم هذه الدراسة ، بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة والمراجع ، إلى  
المباحث التالية :

**المبحث الأول :** السياسات النقدية والمالية والسوق المالية .

**المبحث الثاني :** أسواق الأوراق المالية والمؤشرات الرئيسية لأدائها .

**المبحث الثالث :** قياس أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوقي مصر  
ونيو يورك للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) .

**المبحث الرابع :** تقدير وتحليل أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق  
مصر للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) .

**المبحث الخامس :** تقدير وتحليل أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء  
سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) .

**المبحث السادس :** مقارنة نتائج تحليل أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات  
أداء سوقي مصر والولايات المتحدة للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) .

## المبحث الأول

### السياسات النقدية والمالية والسوق المالية

#### أولاً: السياسة النقدية :

تمثل السياسة النقدية أداة رئيسة من أدوات السياسة الاقتصادية العامة، تستخدمها الدولة بجانب السياسات الأخرى كالسياسة المالية والتجارية وسياسة الأجور والأسعار للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها في المتغيرات المحورية المكونة لهذا النشاط كالاستثمار والأسعار والناج والدخل.

وقد طرأ على مفهوم السياسة النقدية العديد من التطورات من حيث الوظائف والأهداف تبعاً لتطور النظريات النقدية، وللسياسة النقدية معنيان :-

#### ١- المعنى الضيق للسياسة النقدية:

عرفت السياسة النقدية بأنها: الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهدافا اقتصادية معينة. أو هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة

النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين كالاستخدام الكامل تبعاً للاقتصادي كنت. Kent في حين عرفها شو Shaw ، بأنها أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير في تكلفة الحصول عليه<sup>(١)</sup>.

## ٢- السياسة النقدية، بمعناها الواسع :

وتعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد القومي. وهي بذلك تعني العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي، أي حجم وتركيب الدين الحكومي<sup>(٢)</sup>.

## ثانياً: السياسة المالية

في الوقت الحاضر أصبح من المعترف به لدى معظم الاقتصاديين ورجال السياسة ، أن السياسة المالية هي أقوى أدوات السياسة الاقتصادية ، إذ أن تطور أهداف السياسة الاقتصادية وانتقال اهتماماتها كان لا بد معه انتقال هدف اهتمام السياسة المالية إلى تحقيق الآتي<sup>(٣)</sup>:

أ- المحافظة على مستوى التشغيل الكامل الذي وصلت إليه الدول من خلال استخدام السياسة المالية ومكوناتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.

ب- مكافحة التضخم على المستوى الكلي ومن ثم إتباع الإجراءات الضرورية (السياسة المالية) لمكافحة التضخم في قطاعات معينة طبقاً لنوعيته لإعادة التوازن بين العرض والطلب الإجمالي ، كذلك الاهتمام بمشكلات التطور الاقتصادي .

ج- الاهتمام بمشكلات التطور الاجتماعي (إعادة توزيع الدخل)، وخاصة بعد تطور دور الدولة في الحياة الاجتماعية والاقتصادية ، حيث بدأت تلعب السياسة المالية فيها دوراً مهماً وبارزاً في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في معظم الدول وخصوصاً الدول النامية .

ويمكن تعريف السياسة المالية تعريفاً يتلاءم والفلسفة الاقتصادية والاجتماعية التي تعتنقها الدولة ، ففي ظل النظرية التقليدية (الكلاسيك) فإن السياسة المالية يمكن تعريفها بأنها: مجموعة القواعد التي يجب على الحكومات والهيئات العامة أن تطبقها في تحديد النفقات العامة وتأمين الموارد اللازمة لسد هذه النفقات من خلال توزيع أعبائها بين الأفراد . في حين أن التعريف الحديث للسياسة المالية يركز بصورة أساسية على الوسائل المستخدمة، إذ تعرف السياسة المالية بأنها مجموعة من السياسات الحكومية التي تستخدم الوسائل المالية من نفقات عامة وضرائب وقروض ووسائل نقدية وموازنة.... الخ لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والصحية<sup>(٤)</sup> .

### ثالثاً: طبيعة العلاقة بين السياستين النقدية والمالية

يوجد تكاملاً هاماً وقوياً ما بين السياستين النقدية والمالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية بشكل عام والاستقرار الاقتصادي على وجه الخصوص، ويعود هذا التكامل إلى أن مكونات الطلب الكلي تتأثر بمستوى سعر الفائدة السائد من جهة، كما أنها تتأثر بمستوى الضرائب والإنفاق وتغيراتها من جهة أخرى، بالإضافة إلى ذلك تأثرها بطريقة تمويل فائض أو عجز الموازنة. ويترتب على ذلك بالضرورة وجود تنسيق ما بين السياستين لتحقيق الأهداف وبكفاءة عالية مما يقضي بضرورة استخدام مزيج من السياستين معاً<sup>(٥)</sup>.

فالساسة النقدية بأدواتها المختلفة تؤثر بشكل مباشر في النقود المتوافرة لدى البنوك التجارية، إذ تؤثر أسعار الفائدة في التسهيلات الائتمانية الممنوحة من لدن تلك البنوك للأفراد والمشروعات، الأمر الذي يولد تأثيراً في الحجم الكلي للإنفاق على السلع والخدمات وبالتالي في حجم الاستثمار ومن ثم في حجم الطلب الكلي، إذ جاء تأثير السياسة النقدية بشكل غير مباشر وانتقل عبر قناة سعر الفائدة.

إما بالنسبة إلى السياسة المالية فهي تؤثر مباشرة في التشغيل والإنتاج والدخل من خلال الإنفاق الحكومي والسياسة الضريبية، إذ أن الإنفاق الحكومي يؤثر بصورة مباشرة في الدخل والإنتاج، فعند زيادة الإنفاق بشقيه الجاري والاستثماري، سيؤدي ذلك إلى زيادة الدخل وبالتالي زيادة الطلب الكلي الذي يترتب عليه زيادة في الإنتاج. ويمكن أن تلعب السياسة الضريبية الدور نفسه فيما يتعلق بإعادة توزيع الدخل، إذ تسعى معظم النظم الضريبية إلى زيادة الاقتطاع من ذوي الدخل المرتفعة وإعادة توزيعها إلى الفئات الفقيرة (ذات الميل للحدي المرتفع للاستهلاك) على شكل إعانات مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وزيادة الإنتاج<sup>(٦)</sup>.

ولأن العمليات المالية والنقدية هي وسائل فعالة في الرقابة الاقتصادية العامة، فإن التنسيق والجمع بينهما يصبح أمراً ضرورياً وملحاً لتفادي التعارض مع بعضهما بصورة تضعفهما. وفي الوقت نفسه منع السلطة الحكومية من تحقيق أهدافها المرسومة، ويشدد على هذه ضرورة التداخل الموجود بين هذين النوعين من العمليات، فالسلطات المالية تقوم بزيادة الإنفاق أو تخفيض الضرائب لتحريك عجلة النشاط الاقتصادي عندما يعمل الاقتصاد في ظروف أقل من مستوى التوظيف الكامل، في هذه الحالة لا بد أن تعمل السلطات النقدية بالاتجاه نفسه بحيث يضمن الأمر عدم ارتفاع سعر الفائدة وإلا أدى ذلك إلى انخفاض حجم الاستثمار ومن ثم حجم الطلب الكلي مما يتسبب في عدم نجاح السياسة المالية، الأمر الذي يتطلب أن تعمل هذه السياسة (النقدية) من جانبها على تخفيض سعر

الفائدة إلى المستوى الذي يضمن معه رفع حجم الاستثمار لإنعاش الاقتصاد الوطني. ولعلاج التضخم تقوم السلطات المالية بتخفيض الإنفاق الحكومي أو زيادة الضرائب بحيث يؤدي ذلك إلى تخفيض حجم الطلب الكلي في المجتمع والقضاء على الفجوة التضخمية. ففي هذه الحالة لا بد أن تعمل السياسة النقدية على عدم تخفيض سعر الفائدة من خلال عمليات السوق المفتوحة حتى لا يؤدي ذلك إلى زيادة حجم الاستثمار ليرتفع معه الطلب الكلي. إن التنسيق بين التدابير المالية والنقدية أمراً ضرورياً وذلك بسبب الاختلاف ما بين طبيعة كل منهما على النحو التالي (٧) :

١ - تميل العمليات المالية إلى أن تكون واسعة النطاق من حيث حجمها ومداهها، في حين تتجه العمليات النقدية إلى أن تكون محدودة لأنها تنحصر بصورة رئيسة في القطاع المالي والمصرفي.

٢ - تميل التدابير المالية من ناحية أخرى إلى أن تكون بطيئة ومتصلبة لأسباب دستورية وقانونية عموماً، في حين أن الإجراءات النقدية سريعة ومرنة نسبياً ويمكن تغييرها في وقت قصير جداً من خلال التغييرات في نسب الاحتياطي القانوني وأسعار الفائدة والخصم.

٣ - تميل الإجراءات المالية إلى أن تكون ذات قيمة وبصفة خاصة في تشجيع التوسع الاقتصادي ولكنها قد تكون أقل قدرة على إيقاف التضخم، أما الإجراءات النقدية فإنها تكون ذات أثراً ضئيلاً في تشجيع التوسع ولكنها قد تحد وبصورة فعالة من الاتجاهات التضخمية.

وهذه الأسباب مجتمعة تجعل التنسيق فيما بين السياستين من حيث الاتجاه والتوقيت يصبح أمراً ضرورياً لا يمكن التغاضي عنه.

## رابعاً:- السياسات النقدية والمالية والسوق المالية

### أ- السياسة النقدية والسوق المالية :

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية سوق تداول الأوراق المالية، وهذا الترابط ينبع أساساً من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد (Monetary Market) وأسواق رأس المال (Capital Market)، ومن هنا فإننا يمكن أن نتصور إجراءات النظام المصرفي المتمثلة بالبنك المركزي، والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة والتي هي مؤسسات مالية محفزة للنمو الاقتصادي، ويمكن أن تصبح إحدى الدعامات الرئيسية في قيام سوق متطورة لتداول الأوراق المالية (٨).

فاتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد يفسر زيادة ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية، الأمر الذي يجعل من الضروري توسيع دور واهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة والتأثير في سيولة السوق، إذ تستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءاتها المختلفة التي من شأنها أن تؤثر في مكونات السيولة الكلية للاقتصاد، رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد .

ويمكن أن تنتقل آثار الإجراءات النقدية إلى السوق المالية بطريقتين، الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة، على الرغم من أن الطريقة المباشرة في التأثير تكون مقيدة لنشاط السوق المالية) بيع الأوراق المالية وشرائها من لدن السلطة النقدية)، على عكس الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الطريقة الأولى وخصوصاً عندما تسود حالة الشفافية والوضوح، إذ يكون تأثير الإجراءات النقدية في الأخيرة من خلال قنوات مشتركة مهماً في التأثير في حجم سيولة السوق. ولعل أبرز تلك القنوات هي (٩):

١- مستوى أسعار الفائدة .

٢- منح الائتمان .

وهاتان القناتان متداخلتان فيما بينهما ، وهذا ما يمكن ملاحظته في تحليل آلية عملهما في امتداد تأثير السياسة النقدية في سيولة السوق، إذ ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالية من خلال تأثير هذه الأسعار وبشكل فعال جداً في تلك الأدوات .ومن جهة أخرى تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية وذلك من خلال علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات في سوق السندات وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، وتتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية .

وتظهر الأدلة العملية والنظرية، أن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض تكلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال المصارف، الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل، أي قيام المقترضين بإحلال مهمة الاقتراض من السوق المالية إلى المصارف التجارية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض عرض السندات ومن ثم ارتفاع أسعارها. أما علاقة أسعار الفائدة بالأسهم فهي الأخرى علاقة عكسية، وهذا ما يمكن ملاحظته عند إتباع سياسة نقدية توسعية، مثلما في التحليل السابق (١٠).

والشكل رقم (١) يوضح آلية انتقال آثار السياسة النقدية إلى السوق المالية .

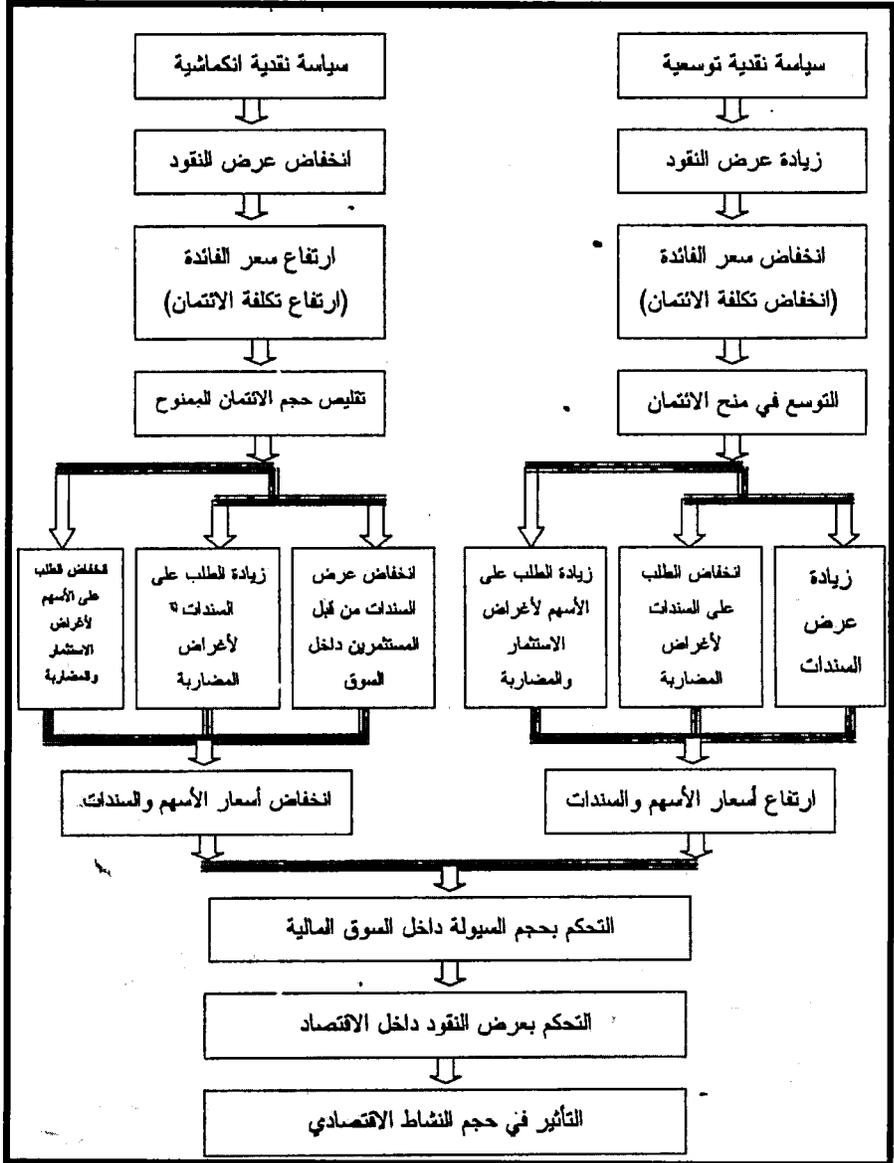
وبالإضافة إلى ما تقدم فإن هناك العديد من القنوات التي يمكن أن تستخدمها السلطة النقدية بغية التأثير في السوق المالية، وأهم هذه القنوات هي سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، إذ يستطيع البنك المركزي التأثير في الاستثمارات المالية عبر هذه القنوات .

وتمتد آثار استخدام السلطة النقدية لأداة سعر الخصم في السوق المالية عبر السوق النقدية والرأسمالية للتغيير في أحكام إقراض البنوك التجارية من البنك المركزي، أي التأثير في حجم احتياطيات البنوك التجارية. أما عمليات السوق المفتوحة وهي الأداة الثانية التي يمكن من خلالها أن يصل تأثير السياسة النقدية في نشاط السوق إلى عمليات البيع والشراء للأوراق المالية الحكومية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وعبر التأثير في قناة الأسعار وسعر الفائدة، بالإضافة إلى قناة الاحتياطيات النقدية .

أما فيما يتعلق بالأداة الثالثة) نسبة الاحتياطي القانوني)، فإن البنك المركزي يستطيع التحكم بتلك النسبة، الأمر الذي يدفع البنوك التجارية إلى اللجوء إلى السوق المالية لعرض ما لديها من أوراق مالية. ومن ثم فإن التحليل السابق الإشارة إليه يركز على أدوات السياسة النقدية الكمية الغير مباشرة، ذلك لأن الأدوات النوعية المباشرة للسياسة النقدية تكون معوقة لنشاط السوق المالية لعدة أسباب<sup>(١١)</sup>.

الشكل رقم (١)

آلية انتقال آثار السياسة النقدية إلى السوق المالية والتحكم بحجم السيولة الكلية



المصدر: من إعداد الباحث

وتعتمد فاعلية السياسة النقدية ولاسيما أدواتها الكمية على وجود أسواق مالية منتظمة، حيث تغير مجال عمل تلك الأدوات، وبالتالي فلا بد أن تكون هذه الأسواق على درجة عالية من الكفاءة والفاعلية لتطبيق تلك الأدوات أي يجب أن تكون ذات طاقة كبيرة تمكنها من استيعاب كميات ضخمة من السندات الحكومية التي يعرضها البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، كذلك قدرتها على تطبيق سياسة سعر البنك. وفيما يلي توضيح لكيفية تأثير السوق المالية بالسياسة النقدية<sup>(١٢)</sup>:

١ - يعد سعر البنك أحد هياكل أسعار الفائدة التي يحتم تحديدها في السوق المالية ولاسيما السوق النقدية، إذ يعتمد تحديد سعر البنك على التغييرات التي تصيب جانبي العرض والطلب على السيولة في السوق النقدية.

٢ - تتطلب فاعلية سعر البنك وجود علاقة قوية بينه وبين أسعار الفائدة الأخرى في السوق المالية، إذ تعتمد التغييرات في سعر البنك على التغييرات في أسعار الفائدة في السوق، وهذا يتطلب وجود سوق مالية ذات كفاءة.

٣ - يسمح وجود سوق مالية متطورة (قصيرة الأجل) تتم فيها إعادة خصم أدوات الائتمان بواسطة البنك المركزي بتطبيق إجراءات السياسة النقدية وبسهولة.

٤ - يعتمد نجاح سياسة السوق المفتوحة على وجود سوق للسندات كبيرة ونشطة وذات فاعلية عالية وعلى النحو الذي سبقت الإشارة إليه. وهكذا فإن تنمية السوق المالية تجعل أدوات السياسة النقدية (الكمية) أكثر فعالية وتأثيراً في مجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية، من خلال إتاحة المجال الأمثل لتطبيقها وامتداد أثرها نحو الأهداف المتوخاة من استخدامها.

#### ب- السياسة المالية والسوق المالية:

شهد القرن العشرين تغيراً جوهرياً في طبيعة دور الحكومة في الاقتصاد الوطني، إذ زادت وظائف الحكومة واتسع دورها في النشاط الاقتصادي خصوصاً بعد أن تحررت من القيود التي تفرضها المفاهيم والأسس الكلاسيكية على تدخلها فيه، واحتلت بذلك موقفاً مؤثراً في التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولقد واكب هذا التوسع في مهام الحكومة زيادة سريعة في حجم الإنفاق الحكومي دون أن تواكب هذه الزيادة زيادة مماثلة في الإيرادات العامة، مما ولد عجزاً في الموازنة العامة، الأمر الذي دفع الحكومات إلى الاقتراض الداخلي والخارجي لتغطية هذا العجز. وغالباً ما تفضل الحكومات الاقتراض الداخلي على الاقتراض الخارجي خصوصاً في الاقتصادات المتقدمة التي تملك أسواقاً مالية متطورة، فالحكومة

تلجأ إلى اقتراض من الأفراد والمؤسسات المالية والمصرفية والبنك المركزي لتمويل عجز الموازنة، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة قوية ما بين سياسة العجز الحكومي والسوق المالية، وتستمد هذه العلاقة قوتها من خلال ما توفره السوق من مرونة عالية لتمويل احتياطات القطاع الخاص. وعليه فإن السلطة المالية تستطيع التحرك بحرية في تطبيق سياسة العجز المالي، ومن ثم التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية عن طريق الاستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية<sup>(١٣)</sup>.

ولعل أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية هي الأسواق المالية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق آثاراً مرغوبة أو مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق التغيير في السياسة الانفاقية أو الضريبية أو في كليهما. فمدلولات السياسة المالية تظهر واضحة من خلال ممارسة الحكومة دورها في التأثير عن طريق الاقتراض الحكومي من جهة واستعمال الحكومة للنقود المتحصلة من فائض الضرائب من جهة أخرى. ففي حالة وجود العجز فإن الحكومة سوف تضطر إلى اقتراض أموال كافية لتغطية هذا العجز، إذ تقتض الحكمة إما من البنك المركزي أو من البنوك التجارية أو من الأفراد على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، وكذلك من خلال إصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها وطرحها في السوق المالية للتداول. وتتبع هذه السياسة معظم الاقتصادات المتقدمة لوجود وتطور سوق الأوراق المالية الحكومية، إذ تعد هذه السوق أحد المنافذ الرئيسية لتمويل النفقات الحكومية ولاسيما حينما تعجز الإيرادات العامة عن تغطية تلك النفقات، الأمر الذي تستطيع معه الحكومة إصدار العديد من الأوراق المالية (السندات الحكومية) (المختلفة الأجل)<sup>(١٤)</sup>.

وتترك سياسة العجز المالي آثاراً بالغة الأهمية في الاقتصاد في النظامين المالي والنقدي وبخاصة (عرض النقود)، إذ باتت سياسة العجز من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي، وكذلك أصبحت تستخدم بفاعلية عالية في حل الأزمات والاضطرابات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة، وصار هذا العجز صفة ملازمة للاقتصادات الرأسمالية. وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة، فأصدار السندات الحكومية كوسيلة لتمويل العجز للاكتتاب من خلال السوق المالية سينعكس في زيادة عرض السندات الحكومية، ومن ثم انخفاض أسعارها والذي بدوره يشكل حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها، وذلك لأن هذا النوع من الاستثمار يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر، إذ يطلق عليه (السندات الحكومية) (في أحيان كثيرة سندات معدومة المخاطرة Risk Free)<sup>(١٥)</sup>.

أما فيما يتعلق بإتباع سياسة العجز في السوق من خلال هيكل أسعار الفائدة ، فإن استمرار الحكومة بضخ كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق سينعكس على انخفاض أسعارها، وبما أن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية، فإن هذا سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق والذي بدوره يمارس تأثيره في مجمل عمليات السوق المالية من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول ، ويمكن أن ينتقل أثر التغيير هذا إلى تكلفة وحجم الائتمان والاقتراض المصرفي، وكذلك إلى عملية تكييف المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها (١٦) .

أما في حالة وجود فائض في الميزانية الناجم عن الفائض الضريبي ، فإن أثر ذلك يعتمد في جزء منه على كيفية استعمال هذا الفائض، وبما أن الضرائب تفوق النفقات فإن تحويل الفائض ينطوي في العادة على سداد جزء من الدين الحكومي العام من خلال دخول الحكومة كمشتري لسنداتها في السوق المالية .

ومن المفيد بأن نشير أيضاً إلى أن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الميزانية لايسير في اتجاه واحد وإنما في اتجاهين بمعنى أن هناك علاقة قوية تبادلية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الإقراض والاقتراض لتمويل الموازنة الحكومية .

## المبحث الثاني

### أسواق الأوراق المالية والمؤشرات الرئيسية لأدائها

#### أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال Financial Markets والمكونة من (١٧):

١ - سوق النقود الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيس .

٢ - سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين .

٣ - سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية ( الأسهم والسندات ) التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول .

ومن ثم يكمن مفهوم سوق الأوراق المالية في أنها، أحد عناصر أسواق المال التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات بيعاً وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (الأفراد والمؤسسات) إلى وحدات الاستثمار (مشاريع الأعمال والحكومة). أي أن سوق الأوراق المالية تقوم بنقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (المدخرين) إلى الفئات التي تحتاج هذه الأموال (المستثمرين) لإقامة مشاريعها الاستثمارية، الأمر الذي ينعكس في زيادة التشغيل وتحسن مستوى المعيشة في الدولة (١٨).

ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى سوقين، سوق أولي وسوق ثانوي (١٩):

١- السوق الأولي (Primary Market) أو سوق الإصدار: هو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي. مثال: عندما تعتزم شركة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام، أو حين تقوم شركة قائمة أصلاً بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولي.

٢- السوق الثانوي (Secondary Market) هو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين. مثال: طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها (Redeem) قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق النقدية قبل هذا التاريخ.

ويقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق (٢٠):

- ١- سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.
- ٢- سوق آخر يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية.
- ٣- سوق ثالث ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنتظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.
- ٤- وسوق رابعة وأخيرة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

وتشتمل السوق الثانوي أيضاً على نوعين من الأسواق وهما (٢١):

- ١- الأسواق المنتظمة، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق.

٢- السوق غير المنظمة، يطلق هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل. ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

### ثانياً: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية :

هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر أن يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتنبأ بمستقبل مؤشرات سوق الأوراق المالية (اتجاه السوق)، وسوف نتناول فيما يلي عدداً من المتغيرات ولاسيما ذات الصلة المباشرة بسوق الأوراق المالية:

#### أ- الناتج المحلي الإجمالي G.D.P

يعد الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي دولة ، ويمثل الناتج المحلي السلع والخدمات التي أنتجت في الدولة خلال فترة زمنية غالباً ما تكون سنة. وقد أثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج، ولما يزيد عن ربع قرن من الزمان (١٩٥٩-١٩٨٥) ، بأن هناك علاقة طردية وقوية بين المتغيرين، فالمستثمر يجب أن يكون ملماً بالناتج المحلي الإجمالي، لأن البيانات التي يتكون منها هذا الناتج سواء بالأسعار الجارية أم الثابتة تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية .

ومن هنا تظهر أهمية تتبع النشاط الاقتصادي بالنسبة للمستثمر، وبمقدار ما يكون التوقع دقيقاً يتمكن المستثمرين من اتخاذ القرار السليم بالنسبة إلى استثماراتهم) فإذا ما عرف إن الاقتصاد مقبل على حركة انتعاش فإن ذلك يعتبر مشجعاً لشراء الأسهم واقتنائها لأن حركة الانتعاش هذه سوف تعمل على زيادة أرباح منشآت الأعمال ، وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول المالية ، أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن الاقتصاد مقبل على حركة ركود أو كساد ، فإن ذلك يعطي إشارة الحذر بالنسبة للاستثمار بالأصول المالية) (٢٢) .

#### ب- عرض النقود Money Supply

تتضح العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه. فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتجه نحو زيادة الائتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه ، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض، أي انخفاض أسعار الفائدة ، وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس صحيح .

ومن ناحية أخرى إذا ما زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الاقتصادي، أي أن هناك ارتفاعاً في السيولة فإنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، إلا أنه قد يظهر أثراً سلبياً لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة، وانخفاض أسعار الأسهم(٢٣).

### ت - تغيرات سعر صرف العملة Exchange Rate

يؤثر سعر صرف العملة بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها، ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها(٢٤).

وتشير الدراسات إلى أن العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف تتضح من خلال قناتين هما (٢٥):

١ - القناة المباشرة : مع ثبات العوامل الأخرى، فإن انخفاض قيمة عملة دولة ما نتيجة ارتفاع سعر الصرف الأجنبي، من شأنه أن يجعل أسعار الأصول المالية المحلية (كالأسهم) أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب مما يزيد من طلبهم على تلك الأصول وتزداد سرعة تداولها ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعاً لذلك . ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة العملة يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها والتوجه صوب الأصول المالية الأخرى (كالأسهم والسندات) وزيادة طلبهم عليها وارتفاع أسعارها تبعاً لذلك .

٢ - القناة غير المباشرة : تمارس أسعار الصرف أثراً غير مباشرة في سوق الأوراق المالية (عبر السوق السلعية) مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فانخفاض قيمة العملة لدولة ما، غالباً ما يؤدي إلى زيادة الصادرات والذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذه الدولة في السوق الدولية، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية، وبالتالي زيادة حجم الإنتاج وارتفاع أرباح هذه الشركات، الأمر الذي سيؤثر في أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم .

### ث - عجز الموازنة Budget Deficit

يحدث عجز الموازنة عندما تزداد النفقات العامة على الإيرادات الحكومية، وتساعد نفقات الحكومة على تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب ، ولكن قد يؤدي عجز الموازنة إلى

التضخم وزيادة معدل العجز في المستقبل. كما أن خفض الإنفاق الحكومي قد يؤدي إلى نقص العرض من النقود وانخفاض الطلب على السلع والخدمات. وفي كل الأحوال تمارس تلك السياسة (السياسة الإنفاقية) زيادة أو نقصاً في الإنفاق مما يترتب عليه آثاراً مباشرة وغير مباشرة في أسعار الأوراق المالية.

### ج- مؤشرات اقتصادية أخرى Other Economics Indexes

في الدول الصناعية المتقدمة هناك عدداً من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد، ولعل من أهم هذه المؤشرات نسبة البطالة ومعدلات التضخم وتطور مؤشر أسعار المستهلكين..... الخ من المؤشرات الاقتصادية الأخرى والتي لها الدور المباشر وغير المباشر في تحديد أسعار الأصول المالية (الأسهم والسندات).

### ثالثاً: مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية

#### أ- مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية:

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية. ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أم إلى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشراً واضحاً للاقتصاد ككل (٢٦).

ويمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مقياساً شاملاً لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، أي قياس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA ومؤشر ستاند اندبور ٥٠٠ (S & P500) وبالتالي فإن هذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالية، كما يمثل أيضاً مقياساً لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين أي ما يطلق عليها بالمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، ومنها على سبيل المثال، مؤشر الداو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاند اندربور لصناعة الخدمات العامة. وتستخدم المؤشرات كمعايير لأداة السوق سواء في الدول النامية أم في الدول المتقدمة على حد سواء.

ومن ثم فإن مؤشر سوق الأوراق المالية يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم أسواق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار (٢٧).

## ب - مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية:

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق والتي منها (٢٨):

١ - يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين .

٢ - تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجعين في السوق تحديد مشاكله والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق .

٣ - أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين .

٤ - يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة .

وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فإن هناك شروط وأسس يجب توافرها في المؤشرات ولعل أهم هذه الشروط :

١ - يجب أن يكون في المؤشر (عبارة عن) أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية .

٢ - يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي .

٣ - يجب أن يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم .

٤ - يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.

## ت: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية :

هناك معايير عدة (مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق المالية، وللمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فإن هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أداءها، وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق

لأهدافها، ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة السوق المالية ونضجها وتقدمها مايلي:

### ١- المؤشر العام لأسعار الأسهم Stock Prices Index

تحرك الأسهم يحرك عادة ما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر لها، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية (٢٩).

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق، مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالباً ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يومياً قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً (٣٠).

### ٢- حجم السوق:

غالباً ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

#### ١/٢ - مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) Market Capitalization

يقصد برسملة السوق المالي Capitalization مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضاً هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعاً لسعر السوق (٣١). وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر (٣٢).

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أم من حيث ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات

المالية أو كليهما معاً، وبالتالي يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي. وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب من أبرزها (٣٣):

أ - درجة تطور نشاط السوق نفسه ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشتقات (الخيارات والمبادلات والمستقبليات)، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم .

±

ب - تعدد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهذا من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

ج - التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات و الثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية ولاسيما بعد إدخال نظام الحاسب الآلي .

#### ٢/٢ - مؤشر عدد الشركات Number of Companies

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأسواق المالية، التي يتم التداول في أوراقها المالية للسوق المنظمة (البورصة)، ويستخدم هنا المؤشر للدلالة على حجم السوق، بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار .

وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في الدولة المعنية، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع. إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (السابق الذكر)، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً (٣٤) .

#### ٣ - سيولة السوق:

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

#### ٣/١ - مؤشر حجم التداول Trading Volume Index (TV)

يقصد بحجم التداول (TV) قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة. ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات

كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معاً وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية (٣٥).

#### ٢/٣ - مؤشر معدل الدوران (Share Turnover Ratio %)

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية وكالاتي (٣٦):

معدل دوران السهم = (إجمالي الأسهم المتداولة - حجم التداول)

÷ (رسملة السوق - القيمة السوقية) .

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوقاً كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض (٣٧).

#### ٤ - درجة التركيز:

يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا ما كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول (٣٨).

## المبحث الثالث

قياس أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء

سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠)

### أولاً: بناء النموذج القياسي:

ترتبط المتغيرات الاقتصادية بمجموعة من العلاقات المباشرة وغير المباشرة. وهذه العلاقات تمثل الصيغة الأولية التي يتم الاستناد إليها في بناء النموذج الاقتصادي، لذلك فإن توصيف النموذج القياسي لابد أن يبدأ بالصيغة الرياضية التي على أساسها يتحدد شكل العلاقة الدالية بين المتغير المستقل أو ما يعرف بالمتغير التوضيحي Explained Variable وبين

المتغير التابع أو المعتمد Dependent Variable ، وبما أن الدراسة المراد توصيف نموذجها القياسي تقوم على أساس معرفة أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال الفترة ( ١٩٩١ - ٢٠١٠ )، فإن عملية الصياغة الهيكلية لمعالم النموذج القياسي تتطلب تحديد الشكل الأولي لاتجاه العلاقة وهذا يعني أن مؤشرات السياسات النقدية والمالية هي المتغيرات المؤثرة (المستقلة)، ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية هي المتغيرات المستجيبة (التابعة)، وقد تمت الاستعانة بأسلوب تحليل الانحدار المتعدد المراحل Stepwise Multiple Regression Analysis ولقد أدخلت كافة البيانات الخاصة بالمتغيرات في الحاسب الآلي، (مثلما في الجدول رقم ١ والجدول رقم ٢) وبالإعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS بعد أن قدرت العلاقة :  $Y_{ij} = f ( X_{ij} )$

إذ أن:

$y$ : تمثل المتغيرات التابعة لنموذج القياسي وعددها أربعة متغيرات كالاتي ( $i = 1,2,3,4$ )

$X_{ij}$ : وتمثل المتغيرات التوضيحية للدراسة، إذ أن :-

$j = 1,2,3,4 \dots \dots \dots 17$

$i = 1,2, \dots \dots \dots 7$

ويمكن صياغة العلاقة أعلاه بالصيغة الخطية وعلى النحو الآتي :-

$$y_{ij} = B_0 + B_1x_{1i} - B_2x_{3i} + B_3x_{4i} + B_4x_{5i} + B_5x_{6i} - B_6x_{7i} + B_7x_{8i} + u_{iii}.. (1)$$

$$y_{ij} = B_0 + B_1x_{2i} - B_2x_{3i} + B_3x_{4i} + B_4x_{5i} + B_5x_{6i} - B_6x_{7i} + B_7x_{8i} + u_{iii}.. (2)$$

وكذلك يمكن وضع النموذج أعلاه بالصيغة الخطية اللوغاريتمية وعلى النحو الآتي:

$$Lny_{ij} = B_0 + B_1Lnx_{1i} - B_2Lnx_{3i} + B_3Lnx_{4i} + B_4Lnx_{5i} + B_5Lnx_{6i} - B_6Lnx_{7i} + B_7Lnx_{8i} + u_{iii}.. (1)$$

$$Lny_{ij} = B_0 + B_1Lnx_{2i} - B_2Lnx_{3i} + B_3Lnx_{4i} + B_4Lnx_{5i} + B_5Lnx_{6i} - B_6Lnx_{7i} + B_7Lnx_{8i} + u_{iii}.. (2)$$

إذ أن ( $u_i$ ) في المعادلة هنا تشير إلى المتغير العشوائي Random Variable وهو يتضمن تأثير المتغيرات التي لم ترد في النموذج.

### ثانياً: هيكل النموذج الاقتصادي :

يتكون النموذج من معادلة واحدة أو مجموعة من المعادلات وكل معادلة من معادلات النموذج تفسر متغيراً واحداً بدلالة المتغيرات الأخرى وما يتصل بها من معاملات ميول Coefficients و ثوابت Constants ويمكن تصنيف متغيرات النموذج الاقتصادي طبقاً لكيفية تحديد قيم المتغيرات أو طبقاً لتوافقها الزمني، فبالنسبة لكيفية تحديد قيم المتغيرات

فهناك المتغيرات الداخلية والخارجية، أما بالنسبة إلى توافقها الزمني فسيؤدي إلى وجود متغيرات ذات إبطاء. ومن ثم فإن المعادلة في النموذج التطبيقي الحالي تتضمن المتغيرات الآتية:

### أ- المتغيرات الخارجية Exogenous Variables

وتتضمن المتغيرات الخارجية (المستقلة) في النموذج (المؤشرات النقدية والمالية) التي يمكن أن تؤثر في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية. لذا يكون من المفيد قياس تأثير تلك المتغيرات، الأمر الذي يساعد المشاركين في السوق المالية على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في ضوء ما تشكله تلك المتغيرات من أهمية، إذ أن النموذج يتضمن سبعة متغيرات تعبر عن السياسات النقدية والمالية في كلا البلدين وكالاتي:

#### ١ - عرض النقود (M):

إن مشكلة اختيار التعريف الأفضل للنقود في البحوث التطبيقية كانت ومازالت تواجه العديد من الاقتصاديين، فقد قبل ملتون فريدمان وديفيد ميزلمان التعريف الواسع للنقود M2 في حين أن ريتشارد تمبرليك وجيمس فورستن فضل التعريف الضيق M1 في الأعوام ١٩٦٣ و ١٩٦٧ على التوالي، وتوصل فروريك شادراك اقتصادي في البنك الفيدرالي إلى أن هناك دليل ضعيف يؤدي إلى استخدام M1 بوصفها تعريفاً للنقود، وأشارت لجنة باك Back Committee أنه على الاقتصادي عندما يقرر اختيار أفضل التعريفات في البحوث التجريبية أن يأخذ بعين الاعتبار نوعين من المعايير هما: قدرة البنك أو السلطة النقدية على التحكم بمجمل النقد، ومدى قرب الاعتماد على المتغيرات النقدية وعلاقتها بأهداف السياسة النهائية (٣٩).

وفي ضوء ما تقدم فإن النموذج التطبيقي في هذه الدراسة سوف يتضمن تعريفين هما M1 و M2 وذلك لبيان أيهما أكثر تأثيراً، وخصوصاً أن السياسة النقدية، في كلا البلدين تختلف، وسيرمز في نموذجنا الرياضي للتعريف الضيق M1 بالرمز X1 وعلى التعريف الواسع M2 بالرمز X2 بوصفهما كمتغيرين مستقلين إذ سيتم إدخال كل منهما في النموذج على انفراد.

#### ٢ - سعر الفائدة (r):

اعتمدت الدراسة في هذا الجانب أسعار الفائدة على الودائع الثابتة باعتبار أن هذه الأخيرة تمثل البديل الأفضل للأوراق المالية في حالة ارتفاعها وكذلك عدم تعرض سعر الفائدة على الودائع لمخاطر الارتفاع والانخفاض أو مخاطر عدم التسديد، بالإضافة إلى تأثير هذا النوع من أسعار الفائدة على الائتمان الممنوح للشركات، ومن ثم التأثير في مركزها المالي، وسيرمز لسعر الفائدة بالرمز X3 في كلا الدولتين.

### ٣ - سعر الصرف (E) :

تم الاعتماد على سعر صرف العملة المحلية أمام الدولار في مصر باعتبار أن الدولار الأمريكي من أهم العملات المطلوبة والمتداولة على نحو رئيس في جميع بلدان العالم وقد رمزنا لهذا المتغير بالرمز X 4

### ٤ - معدل التضخم :

سيتم استخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك Consumer Price Index للتعبير عن معدلات التضخم ، وقد استخدم في عدد من الدراسات التطبيقية، وسيتم لهذا المتغير بالرمز X 5

### ٥ - الإنفاق الحكومي (G) :

تم اعتماد الإنفاق الحكومي العام مؤشراً من مؤشرات السياسة المالية، إذ تقتضي السياسة المالية التوسعية التوسع في الإنفاق وبالعكس فإن السياسة المالية الانكماشية تتطلب تقليص الإنفاق، لذا أسهمت الحكومات في السوق المالية من خلال أنشطتها في الإقراض والاقتراض ، وسيتم لهذا المتغير بالرمز X 6

### ٦ - الإيرادات العامة (R) :

تم الاعتماد على الإيرادات الضريبية في مصر ، إذ تشكل الإيرادات الضريبية في مصر كمتوسط دراسة حوالي ( ٦٣٪) في حين اعتمد على الإيرادات العامة في الولايات المتحدة (طالما أن الإيرادات الضريبية تشكل ٨٥-٩٠٪ من الإيرادات العامة).

ومن ثم فقد تم اختيار الإيرادات العامة كمؤشر آخر للسياسة المالية في الولايات المتحدة ، وسيتم لهذا المتغير بالرمز X 7 في كلا الدولتين .

### ٧ - الدين المحلي العام (R) :

تم اعتماد مؤشر حجم الدين العام المحلي بوصفه مؤشراً من مؤشرات السياسة المالية، كونه يعكس عملية إصدار السندات الحكومية، إذ تمثل هذه العملية اقتراض الحكومة من الأفراد أو الجهاز المصرفي (المؤسسات المالية والبنك المركزي) .

ومن ثم فإن هناك علاقة ما بين ازدياد حجم الدين المحلي والعجز الحكومي ، فقد سارت عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية ( حجم الدين المحلي العام) مع اتجاه العجز الحكومي، وسوف نرسم لهذا المتغير بالرمز X8 في كلا الدولتين .

## ب- المتغيرات الداخلية Endogenous Variables

تم تحديد المتغيرات الداخلية الآتية للتعبير عن مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر والولايات المتحدة والتي تضم :

### ١ - المؤشر العام لأسعار الأسهم ( P ) :

سيتم الاستعانة بالمؤشر المحلي لأسعار الأسهم في مصر ، Case Index في حين تم استخدام المؤشر المركب لسوق نيويورك ، The NYSE Composite Index وذلك لرصد التطورات التي تشهدها السوقين ودرجة فعاليتها ، خصوصاً وأن هذا المؤشر يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له ، والذي يتمثل بمعدل أسعار مجموعة من الأسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق، وسوف نرمز لهذا المتغير بالرمز  $\gamma 1$  .

### ٢ - مؤشر القيمة السوقية ( MV ) :

يمثل هذا المؤشر إجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويعكس هذا المؤشر سيولة السوق ونشاطه في كلا البلدين، وسوف نرمز لهذا المتغير بالرمز  $\gamma 2$

### ٣ - مؤشر حجم التداول ( TV ) :

يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم التي تم تداولها في سوق الأوراق المالية، ويكشف لنا هذا المؤشر أيضاً عن سيولة السوق فهو مقياس مكمل للقيمة السوقية، وفي الوقت نفسه يعبر تعبيراً جيداً عن نشاط السوق، بوصفه يعبر عن كميات الأسهم المتداولة (بيع وشراء) خلال اليوم أو الأسبوع أو الشهر أو السنة، ويرمز لهذا المتغير بالرمز  $\gamma 3$

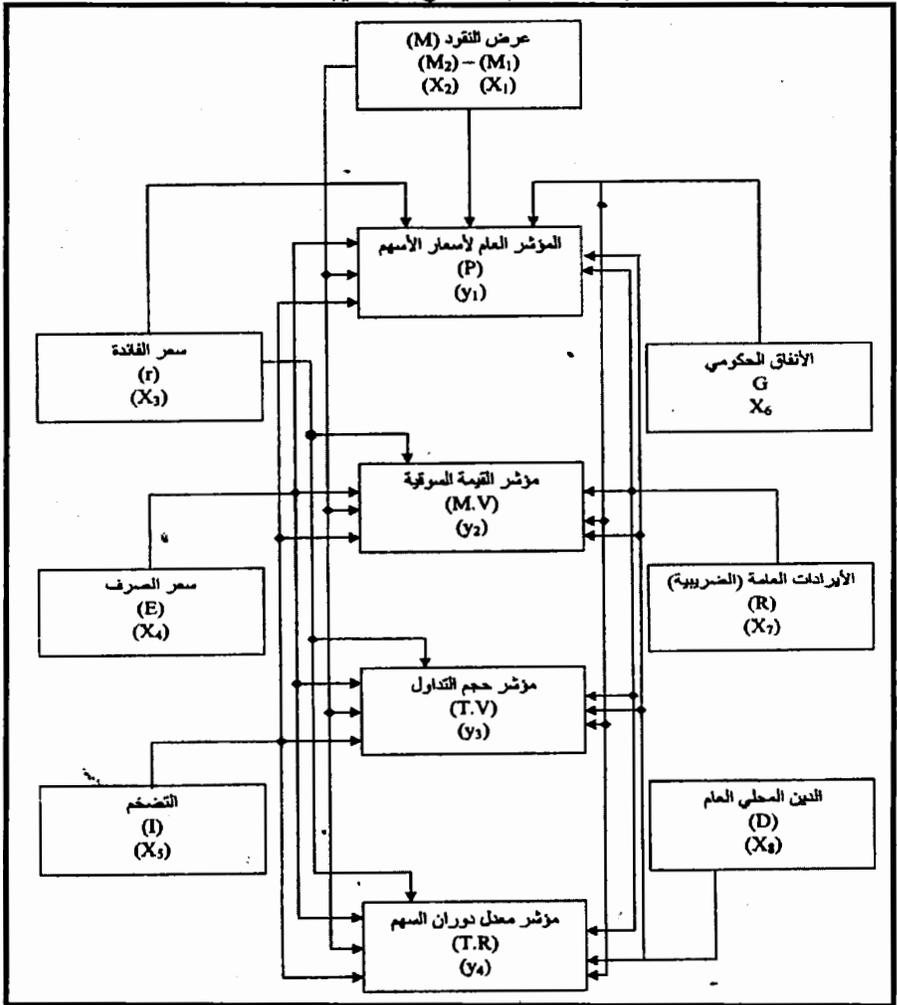
### ٤ - مؤشر معدل دوران السهم ( TR ) :

يعبر هذا المؤشر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات، إذ يمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي حجم التداول على إجمالي القيمة السوقية. ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات وفي الوقت نفسه يكمل مؤشر القيمة السوقية كونه يعبر أيضاً عن نشاط السوق (قد تكون سوق الأوراق المالية كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كان حجم رأسمالها كبيراً ولكن معدل دوران السهم منخفض وبالعكس، ومن ثم فإن ارتفاع وانخفاض معدل الدوران يكشف لنا بوضوح عن نشاط السوق)، وسوف نرمز لهذا المتغير بالرمز  $\gamma 4$  .

ويمكن أن يبين لنا الشكل رقم (٢) تأثير العوامل الخارجية (المتغيرات الخارجية) ، والمتمثلة بالمؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والمتمثلة بالمتغيرات الداخلية (التابعة) من خلال الهيكل العام للنموذج .

الشكل رقم (٢)

( الهيكل العام للنموذج القياسي )



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التركيب الاقتصادي للنموذج.

### ثالثاً: تحديد طبيعة الاستجابة بين متغيرات النموذج

من الضروري قبل البدء بقياس العلاقة ما بين المتغيرات الخارجية (المؤشرات النقدية والمالية) والمتغيرات الداخلية (مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية) لابد من بيان نوع العلاقة النظرية التي تربطهما كآتي:

- أ - هناك اتجاهان رئيسان لانتقال آثار التغيرات النقدية (عرض النقود)، إلى الاقتصاد القومي ، ففي الوقت الذي تركز فيه المدرسة النقدية على وجود علاقة قوية ومباشرة ما بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي) زيادة عرض النقود مع استقرار سرعة تداولها ينعكس مباشرة على زيادة الإنفاق الكلي ومن ثم الدخل القومي والتي تؤدي بدورها إلى زيادة مستوى أرباح الشركات، الأمر الذي سينعكس إيجابياً في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية مما يعني وجود علاقة طردية ما بين عرض النقود و مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية) ، فإن أصحاب المدرسة الكينزية يرون أن هناك علاقة غير مباشرة بين التغيرات النقدية والنشاط الاقتصادي (حدوث تغير في عرض النقود سينعكس بشكل رئيس على سعر الفائدة ومن ثم نحو الإنفاق الخاص وصولاً إلى الإنفاق الكلي فالدخل القومي، ومن ثم أرباح الشركات، الأمر الذي سينعكس على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية).
- ب - إن تأثير سعر الفائدة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية تتم من خلال علاقتين أساسيتين هما:-

١- علاقة ارتباط قوية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات في سوق السندات إذ أن علاقة أسعار الفائدة بأسعار السندات علاقة عكسية، فزيادة عرض النقود تعني انخفاض سعر الفائدة ومن ثم انخفاض تكلفة الائتمان وزيادة الطلب عليه عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والشركات والمستثمرين نحو سوق الأوراق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية نحو المصارف التجارية، مما يعني انخفاضاً في عرض السندات ومن ثم ارتفاعاً في أسعارها مما سينعكس على أسعار الأصول المالية الأخرى (كالأسهم). كذلك يقود انخفاض سعر الفائدة) الناجم عن السياسة النقدية التوسعية) إلى سهولة الحصول على الائتمان لانخفاض تكلفته، ومن ثم سيحث هذا المضاربين إلى زيادة طلب الائتمان، ومن ثم التوجه نحو السوق لغرض المضاربة. ومعنى ذلك ضمناً

زيادة الطلب على السندات وارتفاع أسعارها) بافتراض ثبات العوامل الأخرى (والذي بدوره سينعكس على أسعار الأصول الأخرى ومنها الأسهم.

٢- وجود علاقة قوية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، فهناك علاقة عكسية ما بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والمؤشرات الأخرى للسوق المالية، فإتباع السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى توفير الائتمان والتوجه نحو أسواق الأسهم سبباً للاستثمار (شراء الأسهم والمضاربة فيها) وذلك للاستفادة من اختلاف أسعار الفائدة على الائتمان والتي تكون منخفضة بفعل السياسة النقدية التوسعية وبين عوائد الأسهم، ومن ثم فإن التوجه نحو شراء الأسهم سيعمل على زيادة الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهكذا فإن العلاقة بينهما ستكون عكسية .

ت - ويمكن تجسيد العلاقة ما بين سعر الصرف ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من خلال الطلب على الصرف الأجنبي الذي يمثل الطلب على الموجودات الأجنبية (عرض العملة المحلية) ، في حين أن عرض الصرف الأجنبي يمثل الطلب على الموجودات المحلية (الطلب على العملة المحلية)، ومن ثم فإن ارتفاع قيمة الدولار (قيمة العملة الأجنبية) أو ما يقابلها من انخفاض في (قيمة العملة المحلية) سيكون دافعاً للأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يملكونها لتحويلها إلى موجودات مالية أو حقيقية ومنها (الأسهم)، مما يعني وجود علاقة طردية ما بين سعر الصرف وبين مؤشرات أداء السوق. كذلك فإن انخفاض قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية الأجنبية أعلى لارتفاع قيمة تلك الموجودات فينخفض الطلب المحلي على تلك الموجودات، وفي الوقت ذاته سيجعل أسعار الموجودات المالية المحلية الأرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب أي (زيادة الطلب الأجنبي على الموجودات المالية) بافتراض ثبات العوامل الأخرى مما يدفع باتجاه ارتفاع أسعارها، ومن ثم فإن العلاقة بينهما طردية، ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي (ارتفاع قيمة العملة المحلية) .

ث- يفترض النموذج أن يكون للتضخم الطبيعي (المعتدل) تأثيراً إيجابياً في جميع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وتستند فلسفة العلاقة الإيجابية هذه إلى أنه عند ارتفاع معدل التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يحاول المستثمرون العقلانيون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة استثماراتهم في الأصول المالية والحقيقية ومنها الأسهم فترتفع أسعارها فتتأثر

معها القيمة السوقية للأسهم وأحجام التداول....وغيرها من المؤشرات، في حين قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً آخرًا لهذه العلاقة على أساس أن العديد من الشركات سيؤدي المخزون السلعي فيها دوراً مهماً في تحديد الأرباح، ومن ثم فإن ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء أو التكلفة، ومن ثم زيادة أرباحها ومن ثم ارتفاع أسهم تلك الشركات التي حققت الأرباح العالية، في حين أن انخفاض الأسعار يعني خسارة في قيمة المخزون السلعي وانخفاض أرباح الشركات وانخفاض أسعار أسهمها.

ج - يفترض النموذج أن قيام الحكومة بزيادة الإنفاق الحكومي (الجارى و الاستثمارى) من شأنه أن يؤثر في الدخل سواء تعلق ذلك بمستوى الدخل القومي أم حجم الدخل الفردية المعدة للإنفاق، إذ تستطيع الحكومة من التأثير بشكل مباشر في مستوى الدخل القومي من خلال التغيرات في حجم الإنفاق الحكومي سواء أن ذلك الإنفاق ناتج عن قيام الحكومة بشراء السلع والخدمات التي هي من مكونات الإنفاق على الإنتاج والدخول الفردية للإنفاق أم ناتج عن بعض المدفوعات الحكومية التحويلية (برامج الضمان الاجتماعى)، وهذه الأخيرة ليست جزءاً مباشراً من الإنفاق على الإنتاج، إلا أنها تزيد من الدخل الفردية المعدة للإنفاق .

فضلا عن ذلك تستطيع الحكومة من خلال التغيرات في حجم الإنفاق التأثير في كل من دالة الاستهلاك والاستثمار معاً من خلال التأثير في حجم الدخل القومي، وبالتالي فإن زيادة الإنفاق الكلي نتيجة زيادة الإنفاق الحكومي (بوصفه جزء من مكونات الإنفاق الكلي) سينعكس على حجم الدخل الكلي ويؤدي بدوره إلى زيادة أرباح الشركات، وهذا يعني وجود علاقة ايجابية ما بين الإنفاق العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

ح - يفترض النموذج وجود علاقة عكسية تربط الإيرادات العامة (الضريبية) بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (بافتراض ثبات العوامل الأخرى)، إذ يترتب على خفض معدلات الضريبة على الدخل (طالما أن الدخل المكتسب يكون في صورة أجور وأرباح وفوائد)، زيادة الدخل الخاص كنسبة من أي مستوى للدخل الكلي، ويعني ارتفاع الدخل الخاص قوة شرائية أكبر بين أيدي الأفراد والشركات، ورغم عدم قدرتنا على التنبؤ بالنمط الفعلي لتوزيع الزيادة في القوة الشرائية، فإن هذه الزيادة في الدخل الخاص سوف تؤدي إلى زيادة الطلب على

السلع والخدمات، الأمر الذي يتطلب زيادة الإنتاج ومن ثم زيادة أرباح الشركات وزيادة الطلب على السندات وزيادة الطلب على النقود، فضلاً عن أن خفض معدل الضريبة يخلق حوافز لبذل جهد إضافي في العمل والاستثمار- بحسب اقتصاديي جانب العرض- ومن ثم تحدث زيادة في الإنتاج وزيادة في الأرباح مما يؤدي بدوره إلى زيادة الدخل القومي وتحقيق زيادات في الأنواع الثلاثة للطلب، وفي كل الأحوال فإن ذلك سيعمل على زيادة الطلب على الأسهم في السوق المالية. وهكذا فإن فلسفة العلاقة العكسية ما بين الإيرادات العامة (الضريبة) ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية يمكن أن تفسر بالشكل رقم (١) الذي يوضح الهيكل العام للنموذج القياسي .

خ- هناك علاقة قوية ما بين سياسة العجز المالي (الحكومي) وحجم الدين المحلي العام وبين مؤشرات سوق الأوراق المالية (طالما أن عملية إصدار السندات الحكومية تعد السبيل الأمثل لتمويل العجز الحكومي)، فإصدار الحكومة للسندات سينعكس على عرض تلك السندات ومن ثم انخفاض أسعارها وهذا سيكون حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها بد لا من الأوراق المالية الأخرى ( كالأسهم) ومن ثم سينخفض الطلب على الأسهم، خصوصاً وأن الاستثمار في (مثل هذا النوع) السندات ( يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر) يطلق على السندات الحكومية سندات معدومة المخاطر). ومن جانب آخر يسبب إصدار السندات الحكومية تغيرات في هيكل أسعار الفائدة، وخصوصاً عندما تستمر الحكومة بضخ كميات كبيرة منها، الأمر الذي سيعمل على خفض أسعارها، ولما كانت العلاقة ما بين أسعار السندات وأسعار الفائدة علاقة عكسية، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، ويمارس ارتفاع أسعار الفائدة تأثيراً في مجمل عمليات السوق المالي من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول ، فضلاً عن أثر تغيير سعر الفائدة على تكلفة الائتمان والاقتراض، والذي بدوره يؤثر في مؤشرات أداء السوق المالية. وهكذا فإن العلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي ومؤشرات الأداء علاقة ايجابية، وبما أن العلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي والدين المحلي العام علاقة قوية، فإن التوسع في العجز الحكومي يعني التوسع في حجم الدين (الذي يمثل اقتراض الحكومة من الأفراد والمؤسسات المالية والبنك المركزي)، وهكذا فإن العلاقة ما بين حجم الدين المحلي العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية هي ذاتها مع سياسة العجز الحكومي.

## رابعاً: تهيئة البيانات

تم الاعتماد في إعداد البيانات على التقارير السنوية لصندوق النقد العربي Arabic Monetary Fund والتقارير السنوية لصندوق النقد الدولي International Monetary Fund في الحصول على المؤشرات النقدية والمالية معاً ولكلا الدولتين محل الدراسة . كذلك تم الاعتماد في إعداد البيانات الخاصة بالأسواق المالية على تقارير صندوق النقد العربي (قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية) ومواقع الإنترنت الخاصة بسوقى مصر ونيويورك الماليين، وامتدت السلسلة الزمنية لمدة عشرون سنة لكل من الدولتين. ولقد تم استخراج البيانات المطلوبة وتبويبها في جداول لتسهيل عملية احتساب المؤشرات النقدية والمالية معاً، وكذلك مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لدولتي العينة، وفيما يلي الجداول التي تخص المؤشرات القياسية لكلا الدولتين :

الجدول رقم (١)

المؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠١٠) مليون جنيه مصري

محل دوران الدين (٩٤)	الحجم التداول (٩٣)	القيمة السوقية (٩٢)	المؤشر العام لأسعار الأسهم (٩١)	الدين العام الحضري (٨٨)	الأوراق الضريبية (٨٧)	الأوراق الائتمانية الخاصة (٨٦)	الدين القومي لأسعار المستهلك (٨٥)	سعر صرف الجنيه الدولار (٨٤)	سعر الفائدة على الودائع التجارية (٨٣%)	عرض الأوراق التجارية (٨٢)	عرض الأوراق التجارية (٨١)	السلطات
٤٠,٦	٢٠,٦٢٠	٥٠٧,١٠٠	٨٥,٠٠٠	١,٩٤٤,٩٢	١٦,٩١٠,٠٠	٢,٠٢٥,٧٠٠	٥٢,٤٤٠	٧,٧١	١٢,٠٠٠	٧٤٦,٦١٠,٠٠	١٧٢,٩٨٠,٠٠	١٩٩٦
٢,٦٤	٢٣٢,٩٠	٨٨٤,٥٠٠	٩٢,٠٠٠	٧١,٠٠٠,٠٠٠	٢,٤٤٤,٦٠٠	٢٣٦,٧٠٠	٦٢,٧٠	٢,٢٥	١٢,٠٠٠	٩١٥,٥٢٠,٠٠	١٨٨,٠٢٠,٠٠	١٩٩٢
٢,٤٢	٣٧١,٤٠	١,٠٨٤,٥٠٠	١,٠٠٠,٠٠٠	٨٦٢,٠٠٠,٠٠٠	٢١,٠٢٥,٠٠٠	٥٧٨,٤٦٠,٠٠	٧١,٢٠	٢,٣٢	١٢,٠٠٠	١,٠٤٦,٦١٠,٠٠	٢١٠,٦٧٠,٠٠	١٩٩٢
٢,١٣	٢٧٤,٩٠	١,٢٨٠,٧٠٠	١,٤٤٠,٠٠٠	٨٧٢,٠٠٠,٠٠٠	٢٤,٢٤٧,٩٠٠	٦٣٤,٤٨٠,٠٠	٧٩,٢٠	٢,٣٥	١٢,٠٠٠	١,٢٦٦,٩٢٠,٠٠	٢٤٥,٥٠٠,٠٠	١٩٩٤
٨,٣٧	١٢٦٤,٠٠٠	١,٤٥٠,٠٠٠	٢٣٨,٠٠٠	٩٥٨,٠٠٠,٠٠٠	٢٩١,٥٠٠,٠٠	٧,٠٠٥,٠٠٠	٨٦,٤٤	٢,٣٩	١٦,٥٠٠	١,٣٦٨,٤٤٠,٠٠	٢٨٦,٩٢٠,٠٠	١٩٩٥
٨,٣٦	٢٢٩,٤٢٠	٧٧٤,٠٠٠	٢٦٢,٠٠٠	١,٥٥٠,٠٠٠,٠٠٠	٤٢١,٠٨٠,٠٠	٧,٣٨٨,٦٠,٠٠	١,٠٠٠,٠٠٠	٢,٣٩	١٠,٩٠٠	١,٥٢٢,٢٧٠,٠٠	٢٦٦,٩٠٠,٠٠	١٩٩٦
١٨,٢٣	٨٧٦,٩٢٠	٤٨١,٠٠٠	٢٧٧,٠٠٠	١,١٤١,٠٠٠,٠٠٠	٤٠٠,٦٠٠,٠٠	٧,٥٥٩,٨٠,٠٠	١,٠٧,٢٠	٢,٣٩	١٠,٥٥٠	١,٦٨٥,٢٢٠,٠٠	٢٥٠,٥٦٠,٠٠	١٩٩٧
٧٨,٦	٢,٢٨٢,٠٠٠	٧,٠٩٠,٠٠٠	٢٥٩,٠٠٠	١,٦٥٥,٠٠٠,٠٠٠	٤٢٤,٥٠٠,٠٠	٧,٨٢٥,٢٠,٠٠	١,٢٢,١٠	٢,٣٩	٩,٨٠٠	١,٩٢٩,٠٢٠,٠٠	٢٩٠,٥٢٠,٠٠	١٩٩٨
٢٢,٢٥	١,٨٥٠,٠١٦	٨٢٤,٦٠٠	٢٨٢,٧٠	١,٢٦٧,٠٠٠,٠٠٠	٤٧٤,٢٢٠,٠٠	٧,٣٢٧,٦٠,٠٠	١,٦٦,٨٠	٢,٣٩	٩,٤٤٠	٢,١٤٨,٨٧٠,٠٠	٤٢٥,٩٠٠,٠٠	١٩٩٩
٢٩,٦٣	٢,٣٨٥,١٠٠	١,١٢٢,٣٥٠	٦٤٤,٥٠	١,٤٧٢,٠٠٠,٠٠٠	٥٨٢,٠٨٠,٠٠	٩,٢٢٢,٢٠,٠٠	١,٢٠,٤٤	٢,٤٠	٩,٢٠٠	٢,٣٤٥,٦٩٠,٠٠	٤٨٨,٤٤٠,٠٠	٢٠٠٠
٢٤,٨٩	٤,١٧٤,٤٤٠	١,٦٩٠,٠٠٠	٦٢٦,١٦	١,٦٤٥,٢٢٠,٠٠٠	٦٢٦,٢٠٠,٠٠	١٠,١٨٢,٤٤٠,٠٠	١,٢٣,٧٠	٢,٥٠	٩,٥٠٠	٢,٥٥٦,٧٦٠,٠٠	٤٩٧,٥٠٠,٠٠	٢٠٠١
٢٢,١٥	٢,٤٦٥,٥٠٠	١,١٦٢,٠٠٠	٦١٢,٠٠٠	١,٤٤٨,٠٠٠,٠٠٠	٦٦٦,١٢,٢٣	١٠,٩٠٦,٩٠,٠٠	١,٢٦,٥٠	٢,٤٧	٩,٥٠٠	٢,٨٤٨,٣٢٠,٠٠	٥٢٤,٤٨٠,٠٠	٢٠٠٢
٢١,٠٩	٢,٥٨٠,٦٠٠	١,٢٢٢,٣٨٠	٦٣٥,٢٩	١,٢٢٢,٢٠٠,٠٠٠	٦٩,٨٢,٣,٨	١١,٣٧٦,٤٤٠,٠٠	١,٢٩,٥٠	٢,٤٥	٩,٢٠٠	٢,٢٨٧,٢٢٠,٠٠	٥٩٨,٠٥٠,٠٠	٢٠٠٣
١٢,٤٥	٢,٢٠٢,٩٢٠	١,٧٩٩,٠٠٠	٨٠,٢١٨	١,٥٢٢,٠٠٠,٠٠٠	٨١,٥٧,٩٠,٠٠	١,٢٥٤,٩٧٠,٠٠	١,٢٥,٦٠	٢,٤٥	٨,٢٠٠	٢,٨٤٦,٢٢٠,٠٠	٦٧٦,٢٠٠,٠٠	٢٠٠٤
١٥,٤٨	٢,١٢٢,٤٠٠	٢,٣٢٢,٣٠٠	١,٢٢١,١٧	٢,٢٢٧,٠٠٠,٠٠٠	٨٥,٤٦,٢٥	١,٤١٤,٤٩٠,٠٠	١,٥٠,٦٠	٢,٢٢	٧,٧٠٠	٤,٢٤٩,٦١٠,٠٠	٧٧٠,٦٠٠,٠٠	٢٠٠٥
٢٢,٠٦	١,٥٠٨,٥٩٥	٤,٥٦٢,٠٠٠	٢٢٣,٨٠٠	٢,٤٩١,٠٠٠,٠٠٠	٩٥,٢٧,٤٥	١,٦٢٩,٩٠٠,٠٠	١,٥٩,٦٠	٢,٧٩	٧,٦٠٠	٤,٩٣٧,٧٩٠,٠٠	٨٦٣,٨٠٠,٠٠	٢٠٠٦
٥٠,١٩	٢,٧١١,١١١	٥,٢٤٨,٠٠٠	٢٣٨,٠٠٠	٢,٨٧٧,٠٠٠,٠٠٠	٩٤,٥٦,٦٠,٠٠	١,٩٢١,٠٠٠,٠٠	١,٧٠٠	٢,٤٢	٦,١٠٠	٥,٢٤٨,٢٠,٠٠	١,٠٣٢,٢٢٠,٠٠	٢٠٠٧
٤٩,٧١	٢,٩١٢,٢٥٠	٦,١٢٢,٠٠٠	٢٥٢,٢٠٠	٤,٦٦٢,٠٠٠,٠٠٠	١,٠٢,٣٥,٧٠,٠٠	٢,١٤٢,١٠٠,٠٠	١,٥٢,٥٠	٢,٥٧	٦,١٠٠	٥,٧٥٤,٤٠,٠٠	١,١٦٩,٩٠٠,٠٠	٢٠٠٨
٢٤,٨٩	٢,٧١١,١٤٠	٦,١٦٨,٠٠٠	٦٨٢,١٠٠	٤,٤٥١,٠٠٠,٠٠٠	١,٨٨٦,٦٠,٠٠	٢,٣٢٧,٢٠,٠٠	١,٥٧,٦٠	٢,٥٧	٦,١٠٠	٦,١٦٢,٢٧٠,٠٠	١,٢٨٥,٦٦٠,٠٠	٢٠٠٩
٥٩,٧٧	٢,٩١٢,٢٥٠	٧,٧٢٣,٠٠٠	٧٥٤,٢٠٠	٥,٢٠٠,٠٠٠,٠٠٠	١,١٢,٢٤,٤٠,٠٠	٢,٥٩٦,٢٠,٠٠	١,٧٠,٦٠	٢,٥٧	٧,٢٠٠	٦,٥٧٠,٠٠,٠٠	١,٤٤٢,٢٢٠,٠٠	٢٠١٠

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

الجدول رقم (٢)  
المؤشرات القياسية والمالية ومؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠١٠) بليون دولار

سنة تولى المهام (١٩)	الحجم التداول (٢٣)	القيمة السوقية (٢٢)	التوزيع العام لأسهم الشركة (٢١)	الدين العام المحلي (٢٨)	الاوراق المصرفية (٢٧)	الأرباح المعممة (٢٦)	الرقم القياسي لأسهم الشركة (٢٥)	معدل التضخم على المستوى التابع (٢٣%)	معدل التغير في الناتج الداخلي (٢٢)	معدل التغير في الناتج الداخلي (٢١)	القطاعات
٢٠١١	١٣٣٦,٢	٤٤٤٤,٩	١٩٠٨٤	٢٥٦٥,٠	١٠٥٢,٨	١٢٨٨١	٨٥,٧	٨,١٥	٣٢٩,٠٨	٨٢٧,٧	١٩٩١
٢٥,٨	١٥٣٢,٥	٥٩٣٩,٨	٢٤٢٦,٠	٧٨٦,٠٠	١٠,٥٢,٨	١٣٢٥,٤	٨٩,٤	٥,٨٤	٣٢٩,١,٨	٩١٥,٦	١٩٩٢
٢٩,٠	١٣٦٤,٦	٦٠٧٩,٢	٢٥٣٩,٩	٣١٤,٠٠,٨	١١٠,١٤١	١٤٢٨,٣	٦٢,١	٣,٦٨	٣٤٤,٨٠	١٠٤٥,٦	١٩٩٣
٣٢,٦	٣٢٠,٥١	٧٠٧٩,٢	٢٧٣٩,٤	٢٤٠,٣,٨	١١٧٥,٢	١٤٠,١,٨	٩٤,٨	٢,١٧	٢٥٠,٣,٨	١١٥٣,٣	١٩٩٤
٨٨,٠	٦٠,٢٢,٩	١٨١٥,٦	٢٦٥٣,٣	٢٥٥,١,٧	١٢٧٧,٥	١٤٢٦,١	٩٧,٢	٤,٦٣	٢٥١٧,٩	١١٧٤,٢	١٩٩٥
١٠٨,٩	٩٥٤,٠,٩	٨٧١,٠,٧	٢٤٨٤,١	٢٢٩,٨,٧	١٣٦٧,٢	١٥١٢,٣	١٠٠,٠	٥,٩٢	٢١٦٢,٤	١١٥٣,١	١٩٩٦
١٢٨,٣	١١٢٧,٤١,٧	٩١٠,٠٠٠	٤١٤٨,٠	٢٨٤٢,١	١٤٢٧,٢	١٥٨٥,٤	١٠٠,٢,٩	٥,٣٩	٢٨٣٢,٩	١١٠٤,٥	١٩٩٧
١٠٩,٠	١٢٧٦,١,٥	١١٧٠,٠٠٠	٥٤٠,٥,١	٢٨٦٦,٥	١٦١٩,٥	١٦٢١,٨	١٠٥,٣	٥,٦٢	٤٠٤٩,١	١٠٩٦,٩	١٩٩٨
١١٦,٧	١٢٢٢,٢,٨	١٢٩٠,٠٠٠	٢٩٩٩,٩	٢٨٠,٥,٧	١٧٤٧,٧	١٦٩٢,٣	١٠٧,٥	٥,٤٧	٤٤٠١,٦	١١٢٠,٤	١٩٩٩
١٢٨,١	٢١٤٠,٤,٣	١٢٧٠,٠٠٠	٣٨٧٦,١	٣٧١,١,٦	١٨٥٨,٣	١٧٠,١,٦	١٠٩,٣	٥,٢٣	٤١٧٢,٣	١١٤٣,٣	٢٠٠٠
١٥٥,١	٢٧٤٢,٩,٣	١٧٧٠,٠٠٠	٦٤٤٥,٥	٢٤١٢,٢	٢٠٤٤,٧	١٧٨٨,١	١١٢,٠	٦,٤٦	٤٥٩٩,٧	١١١٢,٣	٢٠٠١
١٨٣,٩	٢٩٢٤,١,٦	١٥٩٠,٠٠٠	١٢٣٦,٣	٢٢٩٤,٤	١٩٩٥,٣	١٩٠,٢,٨	١١٦,٢	٢,٦٢	٥٩٧٩,٧	١٢٠٣,٥	٢٠٠٢
٢٠٦,٨	٤٠٨١,٦,٠	١٢٣٠,٠٠٠	٥٠٠٠,٠	٢٦٢٧,٩	١٨١٤,٤	٢٠٤٤,٩	١١٨,٠	١,٧٣	٥٨٢٥,٣	١٢٤٥,٠	٢٠٠٣
١٨٨,٩	٢٤٤٩,٩,٩	١٧٢٠,٠٠٠	٦٤٦٤,٠	٤٠٤٢,٩	١٧٤٥,١	٢١٩١,٩	١٢٠,٦	١,١٥	١١١٢,٠	١٣٣٢,١	٢٠٠٤
١١٠,٧	٢١٥١,١,٦	١٤٦٠,٠٠٠	٧٤٥٠,٠	٤٢٨٢,٦	١٩٢٦,٢	٢٣٢٨,٤	١٢٤,٠	١,٥٩	١٤٥٦,٧	١٤٠١,٢	٢٠٠٥
١٧٠,٦	٢١٦٦,٨,٨	٢١٢٠,٠٠٠	٧٧٥٤,٠	٤٧٠,٣,٥	٢١٩٧,٣	٢٥١٥,٤	١٢٨,١	٢,٥١	١٧١٢,٣	١٣٩٦,٨	٢٠٠٦
١٢٠,٨	٢٣٧٠,٧,٤	٢٥٠٠,٠٠٠	٩١٢٨,٠	٥١٠,٢,١	٢٤٢٦,٣	٢١٩٢,٩	١٢٢,٠	٢,٦١	١٧٢٢,٣	١٤٤٤,٨	٢٠٠٧
١٥٠,٦	٢١٦٤,١,٩	٢٨٨٠,٠,٢	١٠,٥٣٢,١	٥٥٠,٢,١	٢٦٦٦,٧	٢٨٧٧,٥	١٣٢,١	٤,١٧	٢٣٣٢,٦	١٤٩٩,٦	٢٠٠٨
١٤٨,٩	٢٢٥٢,١,٥	٢٦٦٠,٠,١	١١٩٠,١,٦	٥٩٠,١,٧	٢٩٠٠,٢	٢٠٥٠,٣	١٢٥,٢	٤,٦٨	٢١٤١,٤	١٥٢٩,٤	٢٠٠٩
١٥٦,٧	٢١٦٣,٢,٩	٣٧٤٠,٠,٢	١٢٧٢,٢,١	٦٢٠,٠,٥	٢١٢٢,٥	٢٣٢٨,٥	١٢٤,٦	٢,٨٤	٢٨٥٠,٨	١٦٦٧,١	٢٠١٠

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

## المبحث الرابع

### تقدير وتحليل أثر السياستين النقدية والمالية

في مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠)

بعد تجميع البيانات الخاصة بالمؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الدولتين وبعد إدخال البيانات على الحاسب الآلي تم الحصول على الصيغ اللوغاريتمية التي اعتمدت التحليل القياسي وذلك من خلال الاستناد إلى المعايير الإحصائية والقياسية وعلى النحو الموضح في الجدول رقم (٣) :-

الجدول رقم (٣)

نتائج الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج القياسي الأمثل في مصر

D.W*	*F الجدولية	F المحتسبة	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	T الجدولية	T المحتسبة	النموذج Model	
1.929	4.59	529.014	0.971	0.972	1.753	16.844 23.000	$\text{Ln}y_1 = 2.594 + 0.0034 \text{Ln}X_5$	1
2.391	4.54	156.049	0.906	0.912	1.753	16.778 12.492	$\text{Ln}y_2 = 6.342 + 0.00405 X_5$	2
1.930	3.81	233.976	0.967	0.971	1.762	6.143 15.392 -4.621	$\text{Ln}y_3 = 3.806 + 0.008908 \text{Ln}X_5 - 3.545 \text{Ln}X_4$	3
3.26		2.369	70.167	0.945	1.782	-0.516 -8.282 -8.956 3.986 -2.913	$\text{Ln}y_4 = -29.373 - 9.080 \text{Ln}X_3 - 58.294 \text{Ln}X_4 + 48.63 \text{Ln}X_6 - 31.104 \text{Ln}X_7$	4

#### المصدر:

(١) نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي للدراسة بحسب الصيغة (اللوغاريتمية) وباعتماد على البرنامج الإحصائي (SPSS) وفقاً لطريقة الانحدار المتعدد المراحل.

(٢) القيم الجدولية لـ (t) و (F) و (D.W) تم الحصول عليها من:

- محمد عبد الرحمن إسماعيل: تحديد الانحدار الخطي، مركز البحوث السعودية، ٢٠٠١، ص ص ٤٧٣ - ٤٧٩

## النموذج الأول : تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير أسعار الأسهم (٧١)

أفرز تحليل النموذج القياسي الأول بوصفه أفضل نموذج مختار بعد أن تم اختبار وتقدير تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق مصر المالية ٧١ وبالصيغ الخطية واللاخطية، إذ اتضح من هذا النموذج أن هناك متغيراً مستقلاً أساسياً يؤثر في المتغير التابع، استناداً إلى المعايير الآتية، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات غير المؤثرة في المتغير التابع ٧١ لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية إذ أن :

٧١ : المؤشر العام لأسعار الأسهم .

X5 : الرقم القياسي لأسعار المستهلك .

### ١ - المعيار الإحصائي :

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول رقم (٣) أن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيم  $T$ ،  $F$ ، المحتسبة القيمة الجدولية لهما عند مستوى معنوية (٠,٠٥ و ١,١٥) مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل ( X5 ) الرقم القياسي لأسعار المستهلك)، كذلك معنوية النموذج المقدر ككل. في حين أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  قد بلغت (٩٧٢,٠) مما يعني أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك ( X5 ) استطاع تفسير ما نسبته (٢,٩٧٪) من العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق مصر ( ٧١ ، في حين أن حوالي (٧,٢٪) من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم تعود إلى عوامل أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي وذلك لعدم قابليتها للقياس .

### ٢ - المعيار القياسي :

يشير اختبار دورين واطسون D.W / Durbin - Watson إلى خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي عند مستوى معنوية (٠,٠٥) إذ بلغت قيمة ( D.W ) المحتسبة (١,٩٢٩)

وهي أكبر من الحد الأدنى (  $d_l = 0.874$  ) والأعلى (  $d_u = 1.102$  ) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (  $4 - d_u$  ) والبالغة (٢,٨٩٨)، إذ أن:

$$d_u < D.W < 4 - d_u$$

$$1.102 < 1.929 < 2.898$$

### ٣ - المعيار الاقتصادي :

أما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي، فتشير نتائج التقدير الخاصة بأثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك إلى وجود علاقة طردية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك (معدل التضخم) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم، إذ تعكس معلمة المتغير المستقل X5 مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم بالنسبة إلى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك،

فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (١٪) يؤدي إلى تغيير المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة (٠.٠٣ ر. ٠٪) وبالاتجاه نفسه، مما يعني مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم للتغيرات الحاصلة في الرقم القياسي لأسعار المستهلك. وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي والافتراضات آفة الذكر، إذ أن الأسهم والسندات تعد حقوقاً على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عمومًا، بمعنى آخر أنها وسيلة تحوط إزاء مخاطر ارتفاع المستوى العام للأسعار.

### النموذج الثاني: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير القيمة السوقية (Y2)

تمت الإشارة سابقًا إلى أن مؤشر القيمة السوقية يمثل قيمة الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر عند عدد من المراقبين للأسواق المالية بوصفه مؤشرًا لتطور نشاط السوق، ومن ثم فإن ارتفاع القيمة السوقية يدل على ارتفاع مستوى نشاط السوق وتوسعه. وتمارس السياسات النقدية والمالية تأثيرها في جميع مؤشرات سوق الأوراق المالية بما فيها مؤشر القيمة السوقية، وقد تم تقدير واختبار جميع المتغيرات النقدية والمالية المختارة في متغير القيمة السوقية بالصيغة الخطية واللاخطية، فكانت أفضل الصيغ القياسية المثلى هي (اللوغاريتمية) كما هو واضح في الجدول رقم (٣) إذ أن:

Y2 : مؤشر القيمة السوقية .

X5 : مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك .

ويتضح من النموذج الأمثل أن هناك متغيرًا مستقلًا أساسيًا (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) يؤثر في المتغير التابع (القيمة السوقية)، وذلك استنادًا إلى المعايير الآتية، في حين استبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة في المتغير التابع لضعف معنويتها الإحصائية والقياسية ولارتباطها بعلاقة خطية وتشابكية مع المتغير المستقل:-

### ١ - المعيار الإحصائي:

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول رقم (٣) إلى أن النموذج المقدر قد أجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيم T,F المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (٠.٠٥، ١٥) و (٠.٠٥، ١٥) على التوالي الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج، كذلك معنوية النموذج المقدر .

بينما بلغت قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) (٠.٩١٢)، مما يؤكد القوة التفسيرية الجيدة للنموذج، إذ أنه استطاع تفسير ما يقارب (٩١.٢٪) من الظاهرة المدروسة، مما يعني أن

المتغير المستقل (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) استطاع تفسير ما نسبته (٩١.٢ %) من العوامل المؤثرة في مؤشر القيمة السوقية لسوق مصر للأوراق المالية ، في حين أن حوالي ما نسبته (٨.٨ %) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية تعود إلى عوامل أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي .

### ٢- المعيار القياسي :

كما أستطاع النموذج تجاوز اختبار D.W بنجاح فكانت القيمة المحسوبة لـ D.W وبالغة (٢٣٩١) أكبر من الحد الأدنى (dl = 0.874) والأعلى (du = 1.102) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4 - du) وبالغة (٢٨٩٨)، مما يعني خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية في السلسلة الزمنية المستخدمة عند مستوى معنوية (١٧ و ٠.٠٥) ، إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 2.391 < 2.89$$

### ٣- المعيار الاقتصادي :

وتشير النتائج الخاصة بأثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك إلى وجود علاقة طردية ما بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومؤشر القيمة السوقية لسوق مصر للأوراق المالية، إذ تعكس معلمة المتغير X5 مرونة القيمة السوقية بالنسبة إلى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (١ %) يؤدي إلى تغيير مؤشر القيمة السوقية بنسبة (٠.٠٠٤٠٥ %) والاتجاه نفسه ، وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي والافتراضات آفة الذكر، إذ تعتبر الأسهم وسيلة للتخلص من آثار وخطر الارتفاع في المستوى العام للأسعار ، طالما أن الأسهم تعد حقوقاً على الموجودات الحقيقية ومن ثم فإن القيمة السوقية لا بد أن تزداد مع تضخم الأسعار عموماً .

وفي الوقت نفسه يؤكد هذا النموذج ، أن مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية هي أكثر حساسية لمؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك عن باقي المؤشرات النقدية والمالية، الأمر الذي يؤكد حرص البنك المركزي المصري من خلال سياسته النقدية على تحقيق الاستقرار الاقتصادي وضمان سلامة النظام المصرفي، لذا فقد وضع إطاراً متكاملًا لإدارة السياسة النقدية مستخدمًا منهجية استهدفت التضخم فور توافر المتطلبات الأساسية لذلك وفي الوقت نفسه يؤكد ويعزز مصداقيته وشفافيته، خصوصاً على تحقيق المعدل المستهدف للتضخم عن طريق إدارة أسعار الفائدة قصيرة الأجل، مع الأخذ بعين الاعتبار تطور الائتمان والمعرض النقدي .

**النموذج الثالث :** تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير حجم التداول  $y_3$  يمثل مؤشر حجم التداول مقياساً جيداً لنشاط ودرجة سيولة السوق المالية ودرجتها من خلال أخذ نسبتها للناتج المحلي الإجمالي ، والذي يعني قيمة الأسهم التي تم تداولها في السوق خلال فترة زمنية معينة وبالتالي يمكن أن يعطي هذا المؤشر لمراقبي سوق الأوراق المالية تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل ، ولقد تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في هذا المتغير بالصيغة الخطية واللاخطية ، فكانت أفضل الصيغ القياسية هي الصيغة (اللوغاريتمية) ، إذ أن:

$y_3$  : مؤشر حجم التداول .

$X_4$  : مؤشر سعر الصرف .

$X_5$  : مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك .

ويظهر النموذج الثالث أن هناك متغيرين مستقلين أساسيين يؤثران في حجم التداول في سوق مصر للأوراق المالية ويتمثلان في مؤشر سعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك، استناداً إلى المعايير الآتية بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الإحصائية والقياسية ولارتباط جانب منها بعلاقة خطية مع متغيرات النموذج:

#### ١- المعيار الإحصائي :

استطاع النموذج المقدر تجاوز الاختبار الإحصائي، عندما تجاوزت قيم  $T$ ،  $F$ ،  $T$ ،  $F$  المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥ و ١٤) و (٠,٠٥ و ١٤ و ٢) جدول رقم (٣) مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة  $X_4$  و  $X_5$  الداخلة في النموذج المقدر، كذلك المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر. ولقد زادت جوهرية النموذج المقدر بالقيمة العالية التي وصل إليها معامل التحديد  $R^2$  والبالغة (٠,٩٧١) وتدل هذه القيمة أيضاً على القوة التفسيرية العالية للنموذج المدروس، إذ أنها تشير إلى أن (٩٧١٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول لسوق مصر للأوراق المالية كان سببها التغيير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك وسعر الصرف ، في حين أن حوالي (٢٩٪) من التغيرات الأخرى تعود إلى عوامل تدخل ضمن متغير الخط العشوائي . وقد أكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح  $R^2$  والبالغة (٠,٩٦٧) فهي الأخرى كانت قيمة مرتفعة ، وبالتالي تؤكد ما سبق الإشارة إليه في كون النموذج المقدر ذا جودة عالية .

## ٢ - المعيار القياسي:

فيما استطاع النموذج تجاوز اختبار D.W بنجاح أيضاً، بعد أن بلغت قيمته المحتسبة (١٩٣٠) عند مستوى معنوية (١٧ و ٠.٠٥) وهي أعلى من الحدين الأدنى (  $dl = 0.772$  ) والأعلى (  $du = 1.255$  ) وفي الوقت نفسه هي أقل من قيمة (  $4 - du$  ) والبالغة (  $2.745$  ) ، مما يؤكد خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية إذ أن :

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.255 < 1.920 < 2.745$$

وطبقاً لاختبار كلاين Kline Test الخاص بالكشف عن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد نلاحظ أن قيمة  $R^2$  أكبر من مربع معامل الارتباط الجزئي بين المتغيرين المستقلين  $X4$  ,  $X5$  مما يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد في النموذج المختار .

$$0.97 \geq (0.838)^2$$

## ٣ - المعيار الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الخاصة بالمتغير المستقل  $X5$  وإلى وجود علاقة طردية ما بين التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومؤشر حجم التداول ، وهذا يتفق مع منطوق النظرية الاقتصادية والافتراضات الاقتصادية الأنفة الذكر ، إذ تعكس معلمة المتغير  $X5$  مرونة مؤشر حجم التداول بالنسبة إلى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك ، فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (١٪) يؤدي إلى تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (٠.٠٨٩ ر.٪) وبالاتجاه نفسه مما يعني مرونة مؤشر التداول للتغيرات الحاصلة في معدلات التضخم على أساس أن ارتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية سيدفع المستثمرين إلى حماية مدخراتهم النقدية من مخاطر التآكل للقوة الشرائية ، الأمر الذي يدفعهم نحو شراء الأسهم فيزداد بذلك حجم التداول وترتفع الأسعار .

ومن جانب آخر يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الطردية ما بين التضخم وارتفاع حجم تداول الأسهم وارتفاع أسعارها على أساس أن العديد من الشركات تمتلك مخزوناً سلعيًا يسهم في تحديد مستوى الأرباح ، ومن ثم فإن ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني إمكانية بيع هذا المخزون بأسعار عالية مقارنة بأسعار التكلفة ، وهذا سينعكس بدوره مباشرة على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم ، مما يؤدي إلى زيادة عدد عمليات بيع وشراء أسهم الشركات ذات الأرباح العالية وشرائها .

أما فيما يتعلق بعلاقة سعر الصرف X4 فتشير التقديرات الخاصة به والتي تعكسها معلمة المتغير X4 إلى مرونة مؤشر حجم التداول العالية بالنسبة لمتغير سعر الصرف، فتغيير سعر الصرف بنسبة (١٪) سيؤدي إلى تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (٣٥٤٥٪) ولكن باتجاه معاكس وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية والافتراضات الآتفة الذكر، فارتفاع قيمة الدولار أمام الجنيه المصري يعني انخفاض قيمة الجنيه وبالتالي يدفع المستثمرين إلى التخلص من العملة المحلية التي يملكونها بتحويلها إلى موجودات مالية (ومنها الأسهم) وبالتالي ارتفاع أسعارها، وفي الوقت ذاته انخفاض قيمة الجنيه نتيجة ارتفاع قيمة الدولار من شأنه أن يزيد القدرة التنافسية للشركات المصرية وزيادة صادراتها ومن ثم زيادة أرباحها، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم الخاصة بها، الأمر الذي يفسر العلاقة العكسية (الإشارة السالبة) .

#### النموذج الرابع : تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في معدل دوران السهم Y4

يمثل هذا المؤشر مقياساً جيداً لسرعة ونشاط السوق المالية، ومن ثم يمكن أن يعطي هذا المؤشر لمراقبي السوق إشارات واضحة حول احتمالات هبوطه أو صعوده في المستقبل. ولقد تم اختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في هذا المتغير بالصيغ الخطية واللاخطية، فكانت أفضل الصيغ القياسية هي (اللوغاريتمية) إذ أن:

Y4 : مؤشر معدل دوران السهم .

X3 : مؤشر سعر الفائدة .

X4 : مؤشر سعر الصرف .

X6 : مؤشر الإنفاق الحكومي .

X7 : مؤشر الإيرادات الضريبية .

ويظهر النموذج الأمثل الرابع أن هناك أربعة متغيرات مستقلة أساسية تؤثر في متغير معدل دوران السهم لسوق الأوراق المالية وهذه المؤشرات هي (مؤشر سعر الفائدة ومؤشر سعر الصرف و مؤشرا لإنفاق الحكومي ومؤشر الإيرادات الضريبية)، استنادا إلى المعايير الآتية، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة، وذلك لضعف معنويتها الإحصائية ولارتباط بعضها بعلاقة خطية مع المتغيرات المستقلة في النموذج المختار .

### ١ - المعيار الإحصائي :

أثبت النموذج جودته من خلال تجاوزه الاختبارات الإحصائية الموضوعية له بدرجة عالية ، إذ أثبتت المتغيرات الداخلة في النموذج معنوية عالية عندما تفوقت قيم  $F, T$  المحسوبة للقيم الجدولية عند مستوى (٠,٠٥ و ١٢) و (٠,٠٥ و ١٢ و ٤) على التوالي الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج (  $X3, X4, X6, X7$  ) ، كذلك المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر .

وزاد من جوهرية النموذج المقدر القيمة العالية التي وصل إليها معامل التحديد  $R^2$  والبالغة (٠,٩٥٩٪) والتي تدل على جودة النموذج ، إذ أنها تشير إلى أن النموذج يستطيع تفسير ما نسبته (٠,٩٥٩٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر معدل دوران السهم والتي كانت بسبب المتغيرات المستقلة (سعر الفائدة ، وسعر الصرف ، والإنفاق الحكومي ، والإيرادات الضريبية) ، وهي نسبة جيدة ويمكن الاعتماد عليها في الأخذ بالنموذج ، وقد عززت تلك النتيجة القيمة الجيدة لمعامل التحديد المصحح  $R^2$  والبالغة (٠,٩٤٥) ، في حين أن حوالي (٤١٪) من التغيرات الأخرى تعود إلى عوامل أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي .

### ٢ - المعيار القياسي :

أما اختبار  $D.W$  فقد استطاع النموذج تجاوزه بنجاح بعد أن بلغت القيمة المحسوبة له (٢,٣٦٩) عند مستوى (٠,٠٥ و ١٧) وهي أعلى من الحد الأدنى (  $du = 0.574$  ) والحد الأعلى (  $du = 1.630$  ) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (  $4 - du$  ) والبالغة (٢,٣٧٠) ، الأمر الذي يؤكد خلو النموذج من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.630 < 2.369 < 2.370$$

### ٣ - المعيار الاقتصادي :

تشير نتائج التقدير الخاصة بمتغير سعر الفائدة  $X3$  إلى وجود علاقة عكسية فيما بينه وبين مؤشر معدل دوران السهم ، وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية ، ولقد عكست معلمة المتغير  $X3$  مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير سعر الفائدة ، فتغير  $X3$  بنسبة ١٪ يؤدي إلى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (٠,٩٠٨٪) وبالاتجاه نفسه، مما يعني المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم لسوق مصر للأوراق المالية إزاء تقلبات أسعار الفائدة على الودائع الثابتة ، وهذا يتفق مع ما ذهبنا إليه من أن أسعار الفائدة والعائد الذي حققه المستثمرون في الودائع المصرفية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء أوكل أسهمهم والتوجه نحو الاستثمارات البديلة على اعتبار أن إيداع أموالهم في المصارف وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم .

أما التقدير الخاص بمتغير سعر الصرف X4 فتشير معلمة X4 إلى مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير سعر الصرف، بمعنى آخر أن تغير سعر الصرف بنسبة (١٪) يؤدي إلى تغيير معدل دوران السهم بنسبة (٢٠٨,٥٪) ولكن باتجاه معاكس وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية، إلا أن ذلك تم تسويغه في الفقرة السابقة .

بينما يشير التقدير لمتغير X6 إلى وجود علاقة طردية فيما بين الإنفاق الحكومي ومؤشر معدل دوران السهم إذ تعكس معلمة المتغير X6 المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير الإنفاق الحكومي ، فتغير الإنفاق الحكومي بنسبة (١٪) يؤدي ذلك إلى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (٦٠٨,٤٪) ، إذ أن تغير حجم الإنفاق الحكومي من شأنه التأثير في كل من دالة الاستهلاك والاستثمار معاً ومن خلالهما التأثير في حجم الدخل القومي والذي بدوره سينعكس على زيادة أرباح الشركات وبالتالي يدفع باتجاه زيادة الطلب على أسهمها مما يترتب عليه زيادة في أسعارها مما يؤكد العلاقة الطردية .

في حين أفصح التقدير الخاص بمتغير الإيرادات الضريبية عن وجود علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية X7 ومؤشر معدل دوران السهم ، وتعكس معلمة المتغير X7 مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير الإيرادات الضريبية ، أي أن تغير الإيرادات الضريبية بنسبة (١٪) سيؤدي إلى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (١٠٣,٣٪) وهذا يتفق مع ما أكدته الافتراضات النظرية باعتبار أن خفض معدلات الضريبة سيؤدي إلى زيادة الدخل الخاص ، وطالما أن الدخل يكتسب بصورة أجور أو أرباح أو فوائد أو ربح فإن الزيادة تسلك ثلاثة سبل زيادة الطلب على السلع والخدمات ، وزيادة الطلب على النقود وعلى السندات ، وخلق حوافز لبذل جهد إضافي في العمل والاستثمار .

وفي جميع الأحوال فإن ذلك سيعمل على زيادة الطلب على الأسهم في سوق الأوراق المالية ، مما تترتب عليه زيادة معدل دوران السهم ومن ثم فإن ما تم التوصل إليه يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية .

## المبحث الخامس

### تقدير وتحليل أثر السياستين النقدية والمالية

في مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠)

بعد تجميع البيانات المعبرة عن مؤشرات السياسات النقدية والمالية وأداء سوق نيويورك المالي، تم إدخال تلك البيانات مثلما في الجدول رقم (٤) على الحاسب الآلي وبالصيغ الخطية واللاخطية، إذ تم الحصول على الصيغ اللوغارتمية المثلى والتي اعتمدت في التحليل القياسي وذلك من خلال الاستناد إلى المعايير الإحصائية والقياسية وعلى النحو التالي:

#### الجدول رقم (٤)

نتائج الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج القياسي الأمثل في الولايات المتحدة

D.W*	*F	F	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	T	T	النموذج Model	
	الجدولية	المحتسبة			الجدولية	المحتسبة		
1.424	4.54	299.782	0.949	0.952	1.753	-6.211 17.314	$\text{Ln}y_1 = -4.726 + 1.786 \text{Ln}X_7$	1
1.955	3.81	240.146	0.968	0.972	1.762	-5.508 19.278 -2.174	$\text{Ln}y_2 = -3.988 + 1.827 \text{Ln}X_7$ $-0.002943 \text{Ln}X_3$	2
1.753	4.54	136.739	0.895	0.901	1.753	-8.250 11.694	$\text{Ln}y_3 = -22.432 + 4.310 \text{Ln}X_7$	3
	1.094	20.419	0.548	0.577	1.753	-3.191 4.519	$\text{Ln}y_4 = -303.936 + 3.955 \text{Ln}X_5$	4

المصدر: نتائج الحاسب الإلكتروني للنموذج القياسي للدراسة بحسب الصيغة اللوغارتمية وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS وفقاً لطريقة الانحدار المتعدد المراحل.

#### النموذج الأول: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير أسعار الأسهم $y_1$

أبرز تحليل النموذج القياسي الأول، أن النموذج المختار يمثل أفضل نموذج بعد أن تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير المؤشر العام لأسعار أسهم سوق نيويورك للأوراق المالية، إذ أن:

$y_1$  : المؤثر العام لأسعار الأسهم .

$X_7$  : مؤشر الإيرادات العامة .

ويتضح من النموذج الأمثل المختار أن هناك متغيراً مستقلاً أساسياً (الإيرادات العامة) يؤثر في المتغير التابع ( المؤشر العام لأسعار الأسهم ) في سوق نيويورك المالي ، استناداً إلى المعايير الإحصائية والقياسية الآتية، بعد أن استبعد بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الإحصائية والقياسية ولارتباط بعضها بعلاقة خطية مع المتغير المستقل في النموذج المختار:

### ١ - المعيار الإحصائي :

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول رقم (٤) إلى أن النموذج المقدر قد تجاوز الاختبارات الإحصائية بنجاح، بعد أن فاقت قيم T,F المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥ - ١٥) مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج والذي بدوره يعزز المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر.

ومما يؤكد القوة التفسيرية العالية الجودة في النموذج قيمة معامل التحديد  $R^2$  التي بلغت (٠,٩٥٩) ، وهذا يعني أن المتغير المستقل (الإيرادات العامة /  $X7$ ) استطاع تفسير ما نسبته (٩٥,٩%) من العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق نيويورك المالي، وأن حوالي (٤١%) من المتغيرات الأخرى تعود إلى عوامل أخرى تدخل ضمن المتغير العشوائي .

### ٢ - المعيار القياسي:

استطاع النموذج اجتياز اختبار (Durbin - Watson / D.W) بنجاح وعند مستوى معنوية (٠,٠٥ - ١٧) فكانت قيمة D.W المحسوبة والبالغة (١,٤٢٤) هي أكبر من الحد الأدنى (0.874 = dl) ، والحد الأعلى (1.102 = du) ، وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4 - du) والبالغة (٢,٨٩٨) ، مما يؤكد بالإضافة إلى المعنوية الإجمالية خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية في السلسلة الزمنية إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 1.424 < 2.898$$

### ٣ - المعيار الاقتصادي :

أما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي، تعكس معلمة المتغير  $X7$  مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق نيويورك بالنسبة إلى متغير الإيرادات العامة ، مما يؤكد ذلك أن تغير الإيرادات العامة بنسبة (١%) سيؤدي ذلك إلى تغيير المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة (١,٧٨%) (كون العلاقة المقدرة لوغاريتمية) ، ولكن حصل عكس منطق النظرية

الاقتصادية ، وذلك لأن معظم الإيرادات العامة هي إيرادات ضريبية والتي تدفع باتجاه تمويل برنامج الضمان الاجتماعي والرعاية الصحية وتشكل أهمية نسبية كبيرة في الولايات المتحدة ، إذ تمارس الحكومة في الولايات المتحدة تمويل الضريبة إلى الخلف أي إلى مقدمي عوامل الإنتاج (مالكي العمالة والأرض والعوامل الأخرى) والذين سيجدون أنفسهم يتقاضون أجوراً وإيجارات وأسعار عوامل الإنتاج الأخرى أقل مما كانوا يتمتعون به لو لم تكن هناك أية ضرائب .

**النموذج الثاني :** تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير القيمة السوقية  $y_2$  تم اختبار و تقدير تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير القيمة السوقية ، فكانت أفضل الصيغ القياسية هي ( اللوغاريتمية) ، إذ أن :

$y_2$  : مؤشر القيمة السوقية .

$X_3$  : مؤشر سعر الفائدة .

$X_7$  : مؤشر الإيرادات العامة .

ويظهر من النموذج الأمثل المختار أن هناك متغيرين أساسيين هما (سعر الفائدة والإيرادات العامة) يؤثران في مؤشر القيمة السوقية ، استناداً إلى المعايير الآتية بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الإحصائية والقياسية ولارتباط بعض منها بعلاقة خطية مع المتغيرات المستقلة في النموذج المختار.

### ١ - المعيار الإحصائي :

استطاع النموذج اجتياز الاختبارات الإحصائية الموضوعية بنجاح، عندما تجاوزت قيم  $F, T$  المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥ و ١٤) و (٠,٠٥ و ١٤ و ٢) على التوالي مثلما في الجدول رقم (٤) ، مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج والذي بدوره يعزز المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر. بينما بلغت قيمة معامل التحديد  $R^2$  ( ٠,٩٧٢ ) ، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية للنموذج المقدر، إذ أنها تشير إلى أن حوالي (٩٧,٢٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر القيمة السوقية كانت بسبب التغير الحاصل في متغير الإيرادات العامة وسعر الفائدة ، وأن حوالي ( ٢,٨٪) من التغيرات الأخرى تعود إلى عوامل فنية داخلية أخرى ، وقد أكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح  $R^2$  وبالبالغة ( ٠,٩٦٨ ) .

### ٢ - المعيار القياسي :

استطاع النموذج تجاوز الاختبار القياسي وأكد خلوه من مشكلات الارتباط الذاتي والتعدد الخطي ، عندما بلغت قيمة  $D.W$  ( ١,٩٥٥ ) وهي أعلى من الحدين الأدنى (  $dl = 0.772$  )

والأعلى (  $du = 1.255$  ) وفي الوقت نفسه أدنى من قيمة (  $4 - du$  ) وباللغة ٢٠٧٤٥ وبينما يؤكد خلوا النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.255 < 1.955 < 2.745$$

وطبقاً لاختبار كلاين Kline test الخاص بالكشف عن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد نلاحظ أن قيمة  $R^2$  أكبر من مربع الارتباط الجزئي بين المتغيرين المستقلين  $X3$  و  $X7$  أي أن:

$$0.97 \geq (0.386)^2$$

مما يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد في النموذج المختار.

### ٣ - المعيار الاقتصادي؛

أما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي والذي تعكسه معلمات وإشارات المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج المقدر، فإن معلمة المتغير  $X7$  لها مرونة مؤثرة في القيمة السوقية لسوق نيويورك بالنسبة لمتغير الإيرادات العامة، أي أن تغير الإيرادات العامة بنسبة (١٪) سيؤدي إلى تغيير مؤشر القيمة السوقية بنسبة (٨٢.١٪)، ولكن بشكل يخالف منطق النظرية الاقتصادية، إلا أن ذلك تم تفسيره في الفقرة السابقة، في حين تعكس معلمة المتغير  $X3$  مرونة مؤشر القيمة السوقية لمتغير سعر الفائدة، أي أن تغير سعر الفائدة بمقدار (١٪) يؤدي إلى تغيير القيمة السوقية بمقدار (٠.٢٠٢٪) وبالاتجاه نفسه، وهذا يعني مرونة مؤشر القيمة السوقية إزاء تقلبات أسعار الفائدة على الودائع الثابتة، والذي بدوره يؤكد العلاقة العكسية بينهما وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية والافتراضات الأنفة الذكر، التي تؤكد أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية الثابتة يدفعهم نحو بيع جزء أو كل أسهمهم والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، بوصفه أن إيداع أموالهم في المصارف وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر تقلبات أسعار الأسهم فضلاً عن ذلك أن البنك الاحتياطي الفيدرالي اعتبر أن سعر الفائدة هو الخيار الأفضل أمامه لكبح جماح التضخم المرتفع، لذا ازدادت أهمية هذا المؤشر في الولايات الأمريكية وبقية البلدان المتقدمة بوصفه جزءاً من سياستها النقدية لمحاربة التضخم.

**النموذج الثالث:** تقدير وتحليل اثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير حجم التداول  $y3$

تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير حجم التداول وكانت أفضل الصيغ القياسية هي (اللوغاريتمية) إذ أن:

Y3 : مؤشر حجم التداول .

X7 : مؤشر الإيرادات العامة .

ويظهر من النموذج الثالث أنه هو الأفضل في التقدير ، وان هناك متغيراً مستقلاً أساسياً وهو (الإيرادات العامة) يؤثر في مؤشر حجم التداول لسوق نيويورك للأوراق المالية ، استناداً إلى المعايير الآتية ، بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الإحصائية ولارتباط جانب منها بعلاقة خطية مع المتغيرات المستقلة في النموذج المختار .

### ١ - المعيار الإحصائي :

استطاع هذا النموذج تجاوز الاختبارات الإحصائية بنجاح عندما تجاوزت قيم F, T المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 - 10) و (0.05 - 10) على التوالي على نحو ما في الجدول رقم (٤) ، مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج وكذلك المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر . وزادت من جوهرية النموذج قيمة معامل التحديد  $R^2$  وذلك عندما بلغت (0.901) وهذا يعني أن حوالي (90.1%) من التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول لسوق نيويورك للأوراق المالية كانت بسبب التغير الحاصل في الإيرادات العامة ، وان حوالي (9.9%) من التغيرات الأخرى التي تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي فيها .

### ٢ - المعيار القياسي :

استطاع النموذج تجاوز اختبار D.W عندما بلغت القيمة المحتسبة له (1.753) وهي أعلى من قيمة الحدين الأدنى (0.874 = dl) والأعلى (1.102 = du) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4 - du) وبالبالغة (2.898) ، الأمر الذي يؤكد خلو النموذج من الارتباط الذاتي ، وعند مستوى معنوية (0.05 - 17) إذ أن :

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 1.753 < 2.898$$

### ٣ - المعيار الاقتصادي :

فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي ، فقد أشارت التقديرات الخاصة بالنموذج المقرر ، أن معلمة المتغير المستقلة X7 وتعكس مرونة مؤشر حجم التداول لسوق نيويورك المالي بالنسبة لمتغير الإيرادات العامة ، إذ أن تغير الإيرادات العامة بنسبة (1%) سيؤدي إلى

تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (٤٣٪) (كون العلاقة المقدرة لوغاريتمية) ، مما يؤكد المرونة العالية لمؤشر حجم التداول اتجاه متغير الإيرادات العامة على الرغم من مخالفة النموذج لمنطق النظرية الاقتصادية والذي سبق أن تم تناوله في الفقرات السابقة .

**النموذج الرابع :** تقدير وتحليل اثر المتغيرات النقدية في متغير معدل دوران السهم  $y_4$

تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير معدل دوران السهم، فكان أفضل الصيغ القياسية الصيغة اللوغاريتمية إذ أن:

$y_4$  : مؤشر معدل دوران السهم .

$X_5$  : مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك .

ويظهر النموذج الرابع في التقدير أن هناك متغيراً مستقلاً أساسياً (الرقم القياسي لأسعار المستهلك / معدل التضخم) يؤثر في مؤشر معدل دوران السهم لسوق نيويورك للأوراق المالية، استناداً إلى المعايير الآتية، بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الإحصائية والقياسية ولارتباط جانب منها بعلاقة خطية مع المتغير المستقل في النموذج المقدر.

#### ١ - المعيار الإحصائي؛

تجاوزت قيمة  $T, F$  المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (٠.٠٥ - ١٥) و (٠.٠٥ - ١٥ - ١) على التوالي كما هو واضح في الجدول رقم (٤) ، الأمر الذي يؤكد تجاوز النموذج الاختبارات الإحصائية ، كذلك المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج والذي بدوره يعزز المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر .

وبلغت قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج المقدر (٠.٥٧٧٪) ، إذ أنها تشير إلى أن ما نسبته (٥٧.٧٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر معدل دوران السهم كانت بسبب التغيير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك (معدل التضخم) ، وأن حوالي ما نسبته (٤٣٪) من التغيرات الأخرى كانت بسبب عوامل أخرى تدخل ضمن المتغير العشوائي .

#### ٢ - المعيار القياسي؛

بلغت قيمة  $D.W$  (٠.٩٤) عند مستوى معنوية (٠.٠٥ - ١٧) وهي أعلى من قيمة الحد الأدنى (  $dl = 0.89$  ) ولكنها أقل من قيمة الحد الأعلى (  $du = 1.102$  ) ومن ثم فإن قيمة  $D.W$  تقع في منطقة عدم الحسم ، وقد يكون السبب في وجود مشكلة في خطأ في صيغة النموذج وليس بسبب ارتباط الأخطاء ومن ثم يمكن قبول النموذج .

### ٣ - المعيار الاقتصادي؛

لم يخرج النموذج عن منطق النظرية الاقتصادية، إذ أشارت التقديرات الخاصة بمتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك (معدل التضخم) إلى وجود علاقة طردية بينه وبين مؤشر معدل دوران السهم، إذ تؤكد هذه العلاقة معلمة المتغير المستقل X5 والتي تعكس المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم لسوق نيويورك للأوراق المالية لمتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، أي أن تغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (١٪) سيؤدي إلى تغيير معدل دوران السهم بنسبة (٣٩٥٪) (كون العلاقة لوغاريتمية) وبالاتجاه نفسه.

وهذه النتيجة تتفق مع الافتراضات النظرية السابقة، خصوصاً وأن التضخم في الولايات المتحدة قد تغذى في السنوات الأخيرة على الأسعار المرتفعة للأسهم وفيض من الاستثمارات في التكنولوجيا الجديدة (الكومبيوتر والانترنت والاتصالات، وثقة استهلاك لا حدود لها)، مستمدة شجاعة إضافية من معدلات البطالة المنخفضة وسيادة عقلية الإثراء السريع، فضلاً عن أن الارتفاع المستمر للأسعار يدفع الأفراد إلى التخلي عن النقود وزيادة الطلب على الموجودات المالية ومنها الأسهم فترتفع أسعارها مع معدلات التضخم المرتفع.

## المبحث السادس

### مقارنة نتائج تحليل أثر السياستين النقدية والمالية

في مؤشرات أداء سوقي مصر والولايات المتحدة للأوراق المالية

خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠).

بعد تحليل نتائج النموذج القياسي أصبح لدينا تصور واضح يدفعنا باتجاه تحديد نتائج تحليل أثر المؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر والولايات المتحدة وذلك على النحو التالي:

أولاً: نتائج تحليل أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية.

أفرزت نتائج النماذج القياسية تأثير المؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية مثلما في الجدولين رقمي (٥) و (٦)، إذ أتضح لنا أن المؤشرات النقدية والمالية كان لها تأثير في مؤشرات أداء سوق مصر، وقد جاء تأثير السياسة النقدية



الجدول رقم (٦)

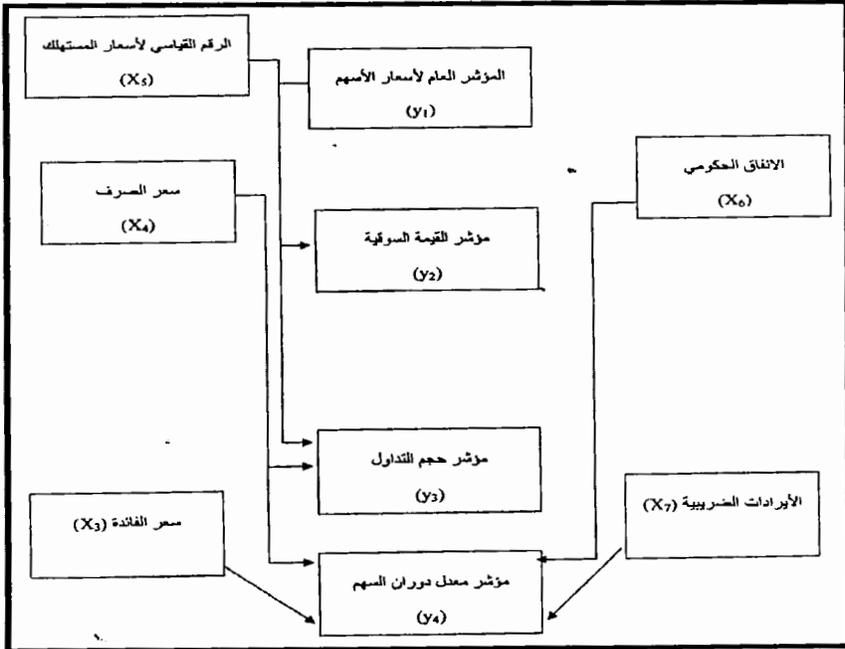
نتائج تحليل تأثير المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية

المتغير التابع المتغير المستقل	عرض النقود (MS <sub>1</sub> ) (X <sub>1</sub> )	عرض النقود (MS <sub>2</sub> ) (X <sub>2</sub> )	سعر الفائدة (X <sub>3</sub> )	سعر الصرف (X <sub>4</sub> )	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X <sub>5</sub> )	الإنفاق العام (X <sub>6</sub> )	الإيرادات الضريبية (X <sub>7</sub> )	الدين المحلي الحكومي (X <sub>8</sub> )
المؤشر العام لأسعار الأسهم Y <sub>1</sub>					√			
مؤشر القيمة السوقية Y <sub>2</sub>					√			
مؤشر حجم التداول Y <sub>3</sub>				√	√			
مؤشر معدل دوران السهم Y <sub>4</sub>			√	√		√	√	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النماذج القياسية.

الشكل رقم (٣)

تأثير متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (٥)

وبذلك يكون تأثير السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية أكثر من تأثير السياسة المالية خصوصاً بعد أن جمعت السياسة النقدية (٦) نقطة، في حين أن السياسة المالية جمعت (٢) نقطة، ومن حيث المتغيرات فكان تأثير الرقم القياسي لأسعار المستهلك هو الأكبر من بين المتغيرات النقدية المدروسة، إذ كان تأثيره بـ (٣) نقطة، جاء بعده متغير سعر الصرف بـ (٢) نقطة، في حين اقتصر تأثير كل من متغير سعر الفائدة والإنفاق الحكومي والإيرادات الضريبية بـ (١) نقطة (انظر الجدول رقم ٦).

وهذه النتائج تتفق مع طبيعة الاقتصاد المصري، خصوصاً وأن السلطة النقدية تسعى جاهدة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وضبط معدلات التضخم المرتفعة، بالإضافة إلى ذلك فإن السوق المالي في مصر لازالت سوقاً أقل كفاءة وغير فعالة، فضلاً عن ذلك انخفاض الوعي الاستثماري لأغلب المتعاملين فيه.

#### ثانياً؛ نتائج تحليل أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الولايات المتحدة للأوراق المالية

أفرزت نتائج النماذج القياسية تأثير المؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية وكما في الجدولين رقمي (٧) و (٨) إذ اتضح أن للمؤشرات النقدية والمالية أثر في مؤشرات أداء السوق، وقد جاء تأثير السياسة المالية أولاً إذ أثرت المؤشرات المالية في ثلاث مؤشرات لأداء السوق وذلك من خلال تأثير متغير الإيرادات العامة في كل من المؤشر العام للأسعار الأسهم ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول.

ولذا فقد تركز تأثير السياسة المالية من خلال متغير واحد وهو متغير الإيرادات العامة (الإيرادات الضريبية)، في الوقت الذي لم تفرز لنا النتائج القياسية تأثير باقي متغيرات السياسة المالية (الإنفاق الحكومي وحجم الدين المحلي الحكومي) لضعف معنويتها الإحصائية ولارتباطها بعلاقة خطية مع متغير الإيرادات العامة.

أما بالنسبة لتأثير السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق نيويورك، فقد أفرزت نتائج النماذج القياسية تأثير مؤشر كل من مؤشر سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك في مؤشري القيمة السوقية ومعدل دوران السهم على التوالي مما يعني أن السياسة النقدية قد تركز تأثيرها في مؤشرات السوق على متغيرين أساسيين هما (سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك) وخصوصاً أن الاحتياطي الفيدرالي يعتمد بالدرجة الأولى على مواجهة التضخم بسلاح سعر الفائدة.

فضلا عن ذلك فإن سوق نيويورك يعتمد الشفافية والوعي الاستثماري لجميع المتعاملين في هـ، فضلا عن امتلاك الولايات المتحدة سوقاً نقدياً متطوراً يمكن أن يتحدد فيها سعر الفائدة عبر آلية السوق .

هذا ولم تفرز نتائج النماذج القياسية في تأثير متغير سعر الصرف وعرض النقود لضعف معنويتها الإحصائية ولارتباطهما بعلاقة خطية مع متغير سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك .

وبذلك يكون تأثير السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية أكثر بمقدار مرة واحدة من السياسة النقدية، ولذلك جمعت السياسة المالية (٣) نقطة، بينما جمعت السياسة النقدية (٢) نقطة، مما يعني أن هناك تنسيقاً عالياً ما بين السياسة النقدية والمالية في الولايات المتحدة .

ولقد كان تأثير متغير الإيرادات العامة هو الأكبر من بين متغيرات السياسة المالية المدروسة، إذ كان تأثيرها بـ (٣) نقطة، في حين اقتصر تأثير سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك على (١) نقطة واحدة (انظر الجدول رقم ٨) . والشكل رقم (٤) يوضح تأثير متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية .

#### الجدول رقم (٧)

نتائج تأثير السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية

السياسة المالية		السياسة النقدية	
مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	متغير السياسة	مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	متغير السياسة
المؤشر العام لأسعار الأسهم (y <sub>1</sub> )	الإيرادات العامة x <sub>7</sub>	مؤشر القيمة السوقية (y <sub>2</sub> )	سعر الفائدة x <sub>3</sub>
مؤشر القيمة السوقية (y <sub>2</sub> )	الإيرادات العامة x <sub>7</sub>	مؤشر معدل دوران السهم (y <sub>4</sub> )	الرقم القياسي لأسعار المستهلك x <sub>5</sub>
مؤشر حجم التداول (y <sub>3</sub> )	الإيرادات العامة x <sub>7</sub>		
		٣	٢

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النماذج القياسية.

الجدول رقم (٨)

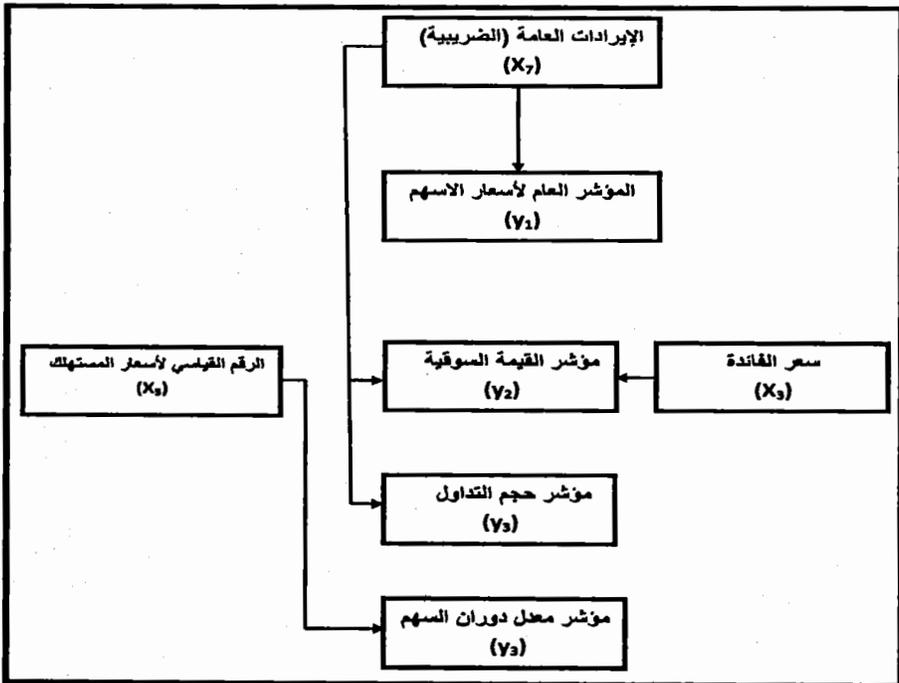
نتائج أثر متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق نيويورك المالي

المتغير التابع المتغير المستقل	عرض النقود (MS <sub>1</sub> ) (X <sub>1</sub> )	عرض النقود (MS <sub>2</sub> ) (X <sub>2</sub> )	سعر الفائدة (X <sub>3</sub> )	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X <sub>5</sub> )	الاتفاق الحكومي (X <sub>6</sub> )	الإيرادات العامة (X <sub>7</sub> )	الدين المحلي الحكومي (X <sub>8</sub> )
المؤشر العام لأسعار الأسهم Y <sub>1</sub>						√	
مؤشر القيمة السوقية Y <sub>2</sub>						√	
مؤشر حجم التداول Y <sub>3</sub>			√			√	
مؤشر معدل دوران السهم Y <sub>4</sub>				√			

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج النماذج القياسية.

الشكل رقم (٤)

تأثير متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق نيويورك المالي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (٧).

### ثالثاً: مقارنة نتائج أثر السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء السوقين.

يجمع أثر السياستين النقدية والمالية في سوقي مصر والولايات المتحدة للأوراق المالية (كما هو موضح في الجدولين رقمي ٩ و ١٠) ، نجد أن السياسة النقدية كانت أكثر تأثيراً من السياسة المالية ، بعد أن جمعت (٨) نقاط مقابل (٥) نقاط / للسياسة المالية، في الوقت الذي جاء فيه تأثير السياسة النقدية اكبر من السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق مصر المالي، بينما جاء تأثير السياسة المالية اكبر بمقدار (١) نقطة واحدة في مؤشرات أداء سوق نيويورك المالي من السياسة النقدية (انظر الجدول رقم ٩) .

أما من حيث تأثير متغيرات السياستين النقدية والمالية في مؤشرات أداء السوقين، فأننا نجد أن متغير كلا من الرقم القياسي لأسعار المستهلك والإيرادات العامة هي الأشد تأثيراً بـ (٤) نقاط، تلاه متغير كلا من سعر الصرف والفائدة بـ (٢) نقطة وأقتصر تأثير متغير الإنفاق الحكومي علي (١) نقطة واحدة (انظر الجدول رقم ١٠) .

#### الجدول رقم (٩)

نتائج تأثير السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء السوقين

المجموع	نقاط التأثير		السياسات
	سوق نيويورك للأوراق المالية	سوق مصر للأوراق المالية	
٨	٢	٦	السياسة النقدية
٥	٣	٢	السياسة المالية

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدولين (٥ و ٧)

#### الجدول رقم (١٠)

مقارنة نتائج تحليل أثر متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء السوقين

مؤشرات أداء سوق نيويورك المالي				مؤشرات أداء سوق مصر المالي				المتغيرات المستقلة
y <sub>4</sub>	y <sub>3</sub>	y <sub>2</sub>	y <sub>1</sub>	y <sub>4</sub>	y <sub>3</sub>	y <sub>2</sub>	y <sub>1</sub>	
√					√	√	√	x <sub>5</sub>
	√	√	√	√				x <sub>7</sub>
		•		√	√			x <sub>4</sub>
		√		√				x <sub>3</sub>
				√				x <sub>6</sub>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدولين (٦ و ٨).

## الختام

### أولاً: النتائج:

- ١ - أظهرت نتائج التقدير والاختبارات لنماذج أثر المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية أن النموذج اللوغارتمي المزدوج كان أفضل النماذج للتقدير كونه تجاوز الاختبارات الإحصائية والقياسية ثم توافقه مع الفروض النظرية والمنطق الاقتصادي.
- ٢ - أشارت النماذج القياسية المختارة والمعبرة عن مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول) إلى مرونة هذه المؤشرات للتغيرات الحاصلة في الرقم القياسي لأسعار المستهلك، مما يؤكد أن الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم) تعد وسيلة تحوط جيدة إزاء مخاطر التضخم.
- ٣ - مرونة مؤشر معدل دوران السهم لسوق مصر للأوراق المالية للتغيرات الحاصلة في متغيرات (سعر الفائدة و سعر الصرف و الإنفاق العام والإيرادات الضريبية) مما يعني تركيز تأثير السياسات النقدية والمالية في هذا المؤشر.
- ٤ - أظهرت الدراسة بأن السياسة النقدية كانت أشد تأثيراً وذلك من خلال تأثيرها في جميع مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية، وجاءت بعد ذلك السياسة المالية، إذ أثرت في مؤشر معدل دوران السهم فقط.
- ٥ - أشارت النماذج القياسية المختارة والمعبرة عن مؤشرات سوق نيويورك للأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول) إلى مرونة هذه المؤشرات للتغيرات الحاصلة في الإيرادات العامة.
- ٦ - أظهر النموذج القياسي المختار والخاص بمؤشر القيمة السوقية في سوق نيويورك المالي إلى مرونة هذا المؤشر للتغير مع سعر الفائدة (وبشكل عكسي، مما يشير إلى تأثير قرارات المتعاملين في سوق نيويورك بالتغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة المصرفية).
- ٧ - أظهر النموذج المختار والخاص بمؤشر معدل دوران السهم في سوق نيويورك إلى مرونة هذا المؤشر للتغير الحاصل في الرقم القياسي لأسعار المستهلك، الأمر الذي يؤكد أن الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم) وسيلة تحوط ضد مخاطر التضخم.

٨ - كان تأثير السياسة المالية في مؤشرات أداء سوق نيويورك مقارب لتأثير السياسة النقدية ، على الرغم أن تأثير كل منهما كان متقارباً، الأمر الذي يؤكد درجة التنسيق فيما بين السياستين .

٩ - استبعد البرنامج متغير عرض النقد (M) من جميع النماذج القياسية المختارة والخاصة بتأثير المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية، بسبب ارتباطه خطياً مع متغير (٢٠١).

## ثانياً: التوصيات:

بالاعتماد على ما أسفرت عنه النتائج السابقة يمكن طرح التوصيات الآتية:

١ - ضرورة تعزيز التنسيق ما بين السلطات النقدية والسلطات المالية، إذ أن هذا التنسيق قضية بالغة الأهمية على صعيد استقرار الأسواق المالية وتطويرها، كما أن للتنسيق مزايا ايجابية عدة على الصعيد المالي والمصرفي، إذ تلعب السياسات النقدية والمالية المستقرة دوراً بارزاً في هذا الصدد، فتواجد معدلات منخفضة للتضخم ومعدلات فائدة تتحدد وتتحرك وفق قوى السوق ووضع بناء سليم لميزان المدفوعات وأسعار صرف واقعية ومستقرة وغياب أي صيغة احتكارية للمصادر التمويلية أو قيود على انتقال رؤوس الأموال، كذلك يساعد السلطات على خفض تكاليف طرح أوراقها المالية وتوسيع إصداراتها ومن ثم يشجع المستثمرين على اختلاف أنواعهم عن الاستثمار بهذه الأوراق، وبنفس القدر تبرز سلامة القطاع المصرفي وكفاءته بجانب حيوي في هذا الشأن.

٢ - تحقيق قدر كاف من الاستقرار الاقتصادي والسياسي والأمني داخل الدول التي ترغب في تطوير إمكاناتها المالية، إذ يعد هذا من الضرورات لتشجيع الاستثمارات وبخاصة في البلدان العربية عن طريق تحفيز رؤوس الأموال الأجنبية على التدفق إلى الداخل.

٣ - تشجيع المصارف وتحفيزها على لعب دور أكبر في وساطة الأوراق المالية وصناعة السوق وذلك من خلال الاهتمام بتطوير قاعدة المصارف وتوسيعها ورفع مستواها وكفاءتها وبخاصة في الدول العربية.

٤ - سن القوانين والأنظمة التي من شأنها تحقق ضمان قانوني للمستثمرين المحليين والأجانب ومن ثم حماية رؤوس أموالهم، مما يخلق الثقة داخل الأسواق المالية ويرفع من كفاءتها.

٥ - ضرورة التوجه نحو تطوير شبكة الاتصالات والمعلوماتية وتوسيعها داخل الأسواق المالية وبخاصة الأسواق الناشئة مثل السوق المصرية، لأنها تعد العمود الفقري في خلق سوق مالية ناجحة ومستقرة، فإنشء مراكز فعالة داخل السوق من شأنه أن يتيح للمستثمرين الإطلاع على المعلومات المتعلقة بالإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية والمالية بشأن السياستين وحتى يتمكن المستثمر في الوقت عينه للإفادة منها في اتخاذ قرارات البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية وأيضا تمكن تلك السلطات من القيام بالموازنة بين المنافع والتأثيرات السلبية لتلك القرارات في أداء سوق الأوراق المالية .

٦ - تمكنت الدراسة من إثبات دور جانب من المتغيرات النقدية والمالية فى مؤشرات أداء سوقى مصر ونيويورك للأوراق المالية على الرغم من تباين التأثير، إلا أنها لا تؤكد أن المتغيرات الأخرى ليست ذات علاقة، بل تؤكد على أهمية تجربة صياغات نماذج أخرى، فضلا عن أهمية متغيرات اقتصادية كلية أخرى (النتائج المحلي الإجمالي والبطالة) ومتغيرات سياسية لها علاقة فى التأثير فى مؤشرات أداء السوق .



ملحق رقم (٧)

تغير مؤشرات عرض النقود والفتح لعمق الائحة في الولايات المتحدة خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠١٠) بتغير دولار

سنة	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %	تغير عمق الائحة %	تغير عرض النقود %
١٩٩٤	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
١٩٩٥	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
١٩٩٦	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
١٩٩٧	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
١٩٩٨	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
١٩٩٩	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٠	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠١	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٢	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٤	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٥	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٦	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٧	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٨	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠٠٩	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣
٢٠١٠	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣	٠.٠٣

Source: IMF, International Monetary Fund, International Financial Statistics year books, 1995, 2005, 2006, 2007, 2008, 2011.

- التغير النسبي من قبل الفتح
- التغير النسبي الفعلي تعدي
- (M1) عرض النقود يتبعي (معدل) = لودقة الخوية يتبعية لمعدية لودقة تحت (لغني) - لودقة لغني
- (M2) عرض النقود يتبعي (معدل) = لودقة الخوية يتبعية لمعدية لودقة تحت (لغني) - لودقة لغني

ملحق رقم (٣)  
مؤشرات التنمية البشرية العالمية في مصر خلال الفترة (١٩٤١ - ٢٠١٠) مليون جنيه

نسبة تغير نسبة التغير	إجمالي الدين المصري المنفرد على الحكومة المرتكزة	الدين أو الدين في الحكومة	نسبة تغير نسبة التغير	النسبة تأثيرات صفة	الانخفاض النسبية	نسبة التغير نسبة التغير	حصة GDP	الارتفاع الصفة	نسبة تغير نسبة التغير	حصة GDP	الارتفاع الصفة	نسبة تغير نسبة التغير	حصة GDP	الارتفاع الصفة	السنين
-	١٠٠٠٤٤٠٠	٥٤٤١٠٠٠	-	٦٤,٧	١٦٠,١١٠	-	٢٥,٨	٢٤٨٢٣٠٠	-	٢١,٥	٢٠,٥٧٠٠٠	١٩١١	٢٠,٥٧٠٠٠	١٩١١	
١٦,٥	٧١٠٠٠٠٠	١٠٠٧٠٠٠	١٧,٠	٥٢,٤	٢٠٤٤٢٠٠	٥١,٠	٢٤,٣	٢٨٢٥٠٠٠	٢٨,٧	٢٥,٣	٢٢٣١٧٠٠	١٩٢٢	٢٢٣١٧٠٠	١٩٢٢	
١٤,٥	٨١٣٠٠٠٠	٤٨٣١٠٠٠	١٢,٣	٥١,٨	٢٠١٣٥٠٠	٢٨,٧	٢٨,١	٥٢٠١٥٠٠	٤٧,٠	٤١,٥	٥٧٤٢٠٠٠	١٩٢٣	٥٧٤٢٠٠٠	١٩٢٣	
٧,٣	٧٨٣٠٠٠٠	٢١٢٢١٠٠	١٤,٤	٥٥,١	٢٤١٢٩٠٠	١٦,١	٢٤,٨	٦٢٧٢٤٠٠	١٠,٥	٤٠,٢	٦٢٤٤٨٠٠	١٩٢٤	٦٢٤٤٨٠٠	١٩٢٤	
٩,٨	٤٥٩٠٠٠٠	٥٨٩٠٠٠	١٤,٨	٥١,١	٢٢١٠٥٠٠	١٤,٢	٤٠,٥	٧٠٠٢٣٠٠	٩,٥	٤٠,٠	٧٠٥٥٥٠٠	١٩٢٥	٧٠٥٥٥٠٠	١٩٢٥	
٩,٤	١٠٥٠٠٠٠	١٨٧٨٠٠٠	٨,٨	٥٤,٣	٤٢١٠٨٠٠	٧,٢	٢١,٩	٧٥٧١٠٠٠	٥,٤	٢١,٠	٧٢٨٨١٠٠	١٩٢٦	٧٢٨٨١٠٠	١٩٢٦	
٨,٦	١١٤١٠٠٠	٤٤١١٠٠٠	-٧,٠	٥٤,٢	٤٠٠١٠٠٠	٦,٠	٢١,١	٧١١٨٧٠٠	٧,٣	٢٢,١	٧٥٥٩٨٠٠	١٩٢٧	٧٥٥٩٨٠٠	١٩٢٧	
٩,٩	١٢٥٥٠٠٠	٥١٧٨٠٠٠	٥,٩	٥٧,٢	٤٢٤٥٠٠٠	٤,٢	٢٨,٩	٧٤١٧٤٠٠	٥,٠	٢١,٩	٧٤٢٥١٠٠	١٩٢٨	٧٤٢٥١٠٠	١٩٢٨	
٨,٩	١٣١٧٠٠٠	٢٥٩١٠٠٠	١١,٧	٦٧,٠	٤٧٤٢٠٠٠	٤,٥	٢٥,٢	٧٠٧٨٠٠٠	٧,٥	٢١,١	٧٢٣٧١٠٠	١٩٢٩	٧٢٣٧١٠٠	١٩٢٩	
٧,٦	١٤٧٢٠٠٠	٠٢٢٠٠٠	٢٢,٧	٦٢,٤	٥٨٢٠٨٠٠	٢,٨	٢٨,٨	٩١٨١٧٠٠	٢,٥	٢٩,٨	٩٢٠٢١٠٠	٢٠٠٠	٩٢٠٢١٠٠	٢٠٠٠	
١١,٧	١٤٤٥١٢٠٠	٤١٦٢١٠٠	٩,٧	٦٢,٩	٦٢١٢٠٠٠	٦,٣	٢٨,٧	٩٧١٧٢٠٠	١,٠١	٢٩,٩	١٠١٨٢٤٠٠	٢٠٠١	١٠١٨٢٤٠٠	٢٠٠١	
١٨,٤	١٤٤٨٠٠٠	٧٩٨٨٠٠٠	٧,٢	٦٥,٩	٦٦٦١٢٣	٢,٤	٢٨,١	١٠٠٠٥١٠٠	٧,٠	٢٩,٤	١٠٩٠٦٩٠٠	٢٠٠٢	١٠٩٠٦٩٠٠	٢٠٠٢	
١٣,٥	٢٢١٢٣٠٠	٩٧٢٢٠٠٠	٢,٩	٦٦,٤	٦٤٠٢٣٨	٢,٩	٢٧,٤	١٠٤٠٤٢٠٠	٤,٢	٢٠,٠	١١٣٧٤٠٠	٢٠٠٣	١١٣٧٤٠٠	٢٠٠٣	
١٤,٠	٢٥٢٢٠٠٠	٩٤٤٦٠٠٠	١٨,١	٧٠,٦	٨١٥٩١٠٠	١١,٠	٢٧,٦	١١٥٥٥١٠٠	١,٠٢	٢٩,٨	١٢٥٤٧٠٠	٢٠٠٤	١٢٥٤٧٠٠	٢٠٠٤	
١٦,٠	٢٤١٧٠٠٠	١١٧٤٧٠٠	٤,٧	٦٥,٦	٨٤٤١٢٥	١٧,٧	٢٦,٨	١٢٠٢٠٢٠٠	٢,٢١	٢٩,٢	١٤١٤٤٩٠٠	٢٠٠٥	١٤١٤٤٩٠٠	٢٠٠٥	
١٩,٢	٢٤٤١٠٠٠	٢١٥٦٦٠٠	١١,٥	٦٤,٢	٩٥٢٣٤٥	٦,١	٢٥,٧	١٢٨١٢٤٠٠	١,٩٥	٢١,٦	١٤٦٧٧٠٠	٢٠٠٦	١٤٦٧٧٠٠	٢٠٠٦	
١١,٠	٢٨٧٧٠٠٠	٢١٧٠٠٠٠	٤,٢	٦٤,٠	٩٤٤٥٦٠٠	١٧,٤	٢٧,٥	١٥٥٤٠٠٠	١,٢٣	٢٤,٠	١٤٢١٠٠٠	٢٠٠٧	١٤٢١٠٠٠	٢٠٠٧	
١٠,٩	٤٢٢٣٠٠٠	٤١٨٨٤٠	٤,١	٥٩,٩	١٠٣٥٢٧٠	١١,١	٢٨,٢	١٧٢٥٧٠٠	١,١٦	٢٦,٣	١٤٤٤١٠٠	٢٠٠٨	١٤٤٤١٠٠	٢٠٠٨	
١٦,١	٤٤٥١٠٠٠	٤١٦٦٣٠	٤,٤	٥٧,١	١٠٨١٢٤٠	١٠,١	٢٠,٧	١٨٤٢٥٢٠	١,٠٤	٢٨,٤	٢٢٤٢٧٠٠	٢٠٠٩	٢٢٤٢٧٠٠	٢٠٠٩	
٨,١	٥٢٥٠٠٠٠	٥٢١٠٠٠	٤,٥	٥٥,٢	١٢٠٠٤٠٠	٩,١	٢٩,١	٢٠٦٢٨٠٠	٩,٤	٤٠,٢	٢٥٩٠٣٠٠	٢٠١٠	٢٥٩٠٣٠٠	٢٠١٠	

Source: International Monetary Fund (IMF), International and Financial Statistics (IFS), Various Numbers, year book, 1995, 2002, page, 220, 469, 220.

- فئة المركزية المصري، التغير النسبي، إحد محتفئة.  
- صنفون الفد المصري، التغير الاقتصادي العربي لمرح، في حثي، إحد محتفئة.



## المراجع

- ١- إكرام حداد، و مشهور هذلول: النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري)، الطبعة الأولى، الأواثل، عمان،
- Micheal Burda & Charles Wypolsz, Macroeconomics (European Text), 2d.Ed tion - ٢ Oxford University Inc, New York, First Publish, 2006, PP.190-191.
- ٨- مجدي محمود شهاب: الاقتصاد المالي (نظرية مالية الدولة والسياسة المالية للنظام الرأسمالي،، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠١، ص ص ١٢-١٣
- ٤- حسن عواضه وعبد الرؤوف قطيف: المالية العامة (الموازنة، الضرائب، الرسوم ( دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الخلود للطباعة، بيروت، ٢٠٠٣، ص ص ٩-١٣
- ٥- احمد منير نجار: دور الإنفاق العام في تحقيق الاستقرار الاقتصادي (حالة دولة الكويت)، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية العدد / ? مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، ٢٠٠٢، ص ٢٣
- ٦- عادل فليح العلي: المالية العامة والتشريع المالي، الدار الجامعية، جامعة الموصل، العراق، ص ٥٦-١٤٤
- ٧- عبد المنعم السيد علي و د. نزار سعد العيسى: النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، ٢٠٠٣، ص ص ٣٨٢-٣٨٣
- ٨- توماس ماير وآخرون: النقود والبنوك، ترجمة، احمد عبد الخالق و احمد بديع بليخ، دار المريخ للنشر، الرياض، ٢٠٠٥، ص ص ٦٦٢-٦٧١
- Ming H-chen, woo G. kim and Hyun J. Kim, the impact of macroeconomics and non -٩ macroeconomics forces an hotel stock returns, international journal of hospitality managements, 2005,PP,1-9
- Flavio Padrini, Velocity Innovations, Financial Markets and the real economy, journal of -١٠ monetary economics, OECD, economics, department, 2002,PP,1-6
- للمزيد انظر:**
- David E. Rapach, Macro Shocks and real stock prices, journal of economics and -١١ business, Albers School and economics seatte university, 2005,PP,1-9
- ١٢- دعاء نعمان الحسيني: تأثيرات التغيرات الاقتصادية على مؤشرات الأسواق المالية العربية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد ١٥، مركز البحوث المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، الموصل، العراق، ٢٠٠٥، ص ص ١٣٧-١٣٨
- Gerald R. Jensen and Jeffery M. Mercer, Security Markets and information content of -١٣ monetary policy turning, the quarterly review of economics and Finance, www.elsevier.com, 2006,PP,1-10

- ١٤- عبد الله بن محمد بن حمد الرزين: سوق المال، جامعة الإمام محمد بن سعود، عمادة البحث العلمي، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٦، ص ٦١-٦٥
- ١٥- عماد محمد علي العاني: اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه، انعكاساته على الاقتصاد العالمي)، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، ص ٤٣-٤٧
- ١٦- عبد المنعم السيد علي ونزار سعد العيسى: النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٣٨٧-٣٨٨
- ١٧- منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، دار المعارف، الإسكندرية، ص ٢٤-٤٤
- ١٨- حسين علي خربوش وآخرون: إدارة المحفظة الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ١٩٩٩، ص ٦٤-٦٨
- ١٩- عبد الله بن محمد بن حمد الرزين: سوق المال، جامعة الإمام محمد بن سعود، مرجع سابق، ص ٢١-٢٤
- ٢٠- ارشد فؤاد التميمي و أسامة سلام: الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسير، عمان، ص ١١٠
- ٢١- Frederic S. Mishkin, The Economic of money, Banking and financial Market, Ad-dison - wesly, U.S.A, 2005, pp,3-5
- ٢٢- Albert S. Dexter, Manrice D. Levi & Barrie R. Nauh, Stock Prices, the impact of regulation, journal monetary economics, Washington, 2004, pp,17-20
- ٢٣- حسان خضير: تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد ٣، مارس ص ١٦-١٨
- ٢٤- Fabio Ghironi, Macroeconomic Interdependence under Incomplete Markets Journal Of International Economics, Boston College, U.S.A, 2006., pp,27-33
- ٢٥- صلاح السيد جودة: بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الإشعاع الفني، الإسكندرية، ٢٠٠١، ص ١٢-١٤
- ٢٦- محمد صالح جابر: الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مطبعة الخليج، الكويت، ١٩٩٢، ص ١٥٣
- ٢٧- دعاء نعمان الحسيني: تأثيرات التغيرات الاقتصادية على مؤشرات الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص ١٤١-١٤٣
- ٢٨- International monetary Fund (I.M.F), monetary implementation different stages of market development, country cases and appendices supplementary information, working paper, 2004, pp, 1-3
- ٢٩- بشير الزغبى: تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال المدة ١٩٧٨-١٩٩٨، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد / ??، العدد ٢، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، ٢٠٠٢، ص ٣٢٤-٣٢٥

Shaunk. Roache and Mathew D, Merrih, Currency risk Permian global stock-٣٠ markets, I.M.F. working paper, 2006,pp,2-4

٣١- بشير الزغبى: تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال المدة ١٩٧٨-١٩٩٨، مرجع سابق، ص ٣٢٥

٣٢- عبد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمارية، خيارات)، الإسكندرية، ص ٢٢٥

٣٣- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص ٢٥١

٣٤- عيسى محمد الغزالي: تحليل الأوراق المالية، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد / ??، السنة الثالثة، الكويت، ص ٧

٣٥- منير إبراهيم هندي: سلسلة الأسواق المالية (الأسواق الحاضرة والمستقبلية لأسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية)، مجلة الإدارة والاقتصاد، مجلس الأمانة للوحدة الاقتصادية العربية، العدد ص ص ٢٢٦-٢٣٠

٣٦- محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي: مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عمان، ص ١٤٧

٣٧- محمد صالح جابر: الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢١٥

٣٨- عماد محمد علي العاني: اندماج الأسواق المالية الدولية، مرجع سابق، ص ص ٥٧-٥٨

٣٩- المرجع السابق، ص ص ٦١-٦٢

٤٠- Ross Levine and Sara Zervos, capital Control liberalization and stock Market Development, the W.B, policy search, working paper, 2004,p,10

٤١- International monetary Fund, international and capital markets department, Global Markets analysis division, working paper, 2006,pp,38-40

٤٢- عماد محمد علي العاني: اندماج الأسواق المالية الدولية، مرجع سابق، ص ٦٢

٤٣- أميرة حسب الله محمد: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الإسكندرية ص ٦٥

٤٤- Ross Levine and Sara Zervos, capital Control liberalization and stock Market Development, op.cit, p,4.

٤٥- James P. Dow , the demand and Liquidity effects of monetary shocks, journal- monetary economics, Washington, 1998,pp,22-27

٤٦- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: الأسواق المالية وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص ٣١٣

٤٧- أميرة حسب الله محمد: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة العربية، مرجع سابق، ص ٦٦

٤٨- المرجع السابق، ص ٦٧

٤٩- باري سيجل: النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة. طه عبد الله منصور و عبد الفتاح عبد الرحمن عبدالمجيد، دار المريخ للنشر، الرياض، ص ص ٦٠-٦٤  
The impact of monetary and fiscal policy in the indicators of the performance of the stock market in Egypt and the United States of America (1991-2010)

# The impact of monetary and fiscal policy in the indicators of the performance of the stock market in Egypt and the United States of America (1991 - 2010)

D/ Mohamed Saeed Bassioni

Faculty of commerce- University of Benha

## Summary:

Affected by the stock market like other markets various factors and events, both within the market or from abroad, may have some positive impact of these factors in the performance of the market may have some other negative effect, which causes fluctuations in the red zone. To reduce these fluctuations must identify the factors causing these fluctuations and how to transition effects, so it had the economic factors, including (monetary and financial) of great importance by analysts as one of the external factors affecting the securities market, in addition to the level of economic activity and of gross domestic product ( GDP) and economic variables, sectoral and micro-economic variables, as well as trade policy and wage policy .... Etc..

While internal factors artistic focus on the analysis of supply and demand aspects that affect stock prices, mainly in the movements of the past prices of shares of the company or group of companies (such as selling the picture or phenotypic - and buying for the purpose of monopoly - and the exploitation of customer confidence ... etc.). At the same time are indicators of stock market performance of the important means to guide investors in the domestic and international markets for the timing of their investments and their implementation, as well as monitoring developments in the market and the degree of effectiveness, and thus to identify performance trends and compare the performance of other of other financial markets, which provides an opportunity for investors in making investment decisions.

The study is to identify the impact on performance indicators for the stock market by external factors (variables of monetary and fiscal), and any of those variables more influential, and the extent of that influence in Egypt and the United States of America (1991-2010), who differ in terms of the nature of the use of monetary and fiscal policies on the one hand, and in terms of market size and the same volume and the level of activity and efficiency on the other.

The study has to prove the role of the side of the monetary variables and financial performance indicators of market Egypt and the New York Stock Exchange in spite of varying impact, but it does not confirm that the other variables are not related, but emphasizes the importance of the experience of formulations for other models, as well as the importance of economic variables another school (GDP and unemployment) and the variables related to political influence in the indicators of market performance.