

المتغيرات النقدية وأثرها على المؤشر المالي للبورصة- دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي
خلال الفترة 2017-2007

Monetary variables impact of on the financial index of the stock exchange - a case study of the Gulf
Cooperation Council countries during the period 2007-2017

رشيد حفصي¹*

¹مخبر الجامعة، المؤسسة الاقتصادية والتنمية المحلية المستدامة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر (rachid83h@gmail.com)

تاريخ الاستلام: 2022/11/30م؛ تاريخ المراجعة: 2022/11/30م؛ تاريخ القبول: 2022/12/20م

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى استخراج العلاقة الموجودة بين المتغيرات النقدية ومؤشر البورصة في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة الممتدة من 2017-2007 من خلال إستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية (Panal) وبالإستعانة ببرنامج Eviews9 لتفسير وإيجاد العلاقة بين سعر السهم ومجموعة من المتغيرات النقدية والمثثلة في: الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وسعر السهم وبالتالي يعتبر العامل الأكثر تأثيرا في تفسير تغيرات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، في حين أن كل من التضخم، الكتلة النقدية وسعر الصرف ليس لها أي دلالة إحصائية وبالتالي فهي لا تلعب أي دور في تفسير تغيرات أسعار الأسهم في هذه الدول.
الكلمات المفتاح: تضخم؛ سعر سهم؛ سعر صرف؛ سعر فائدة؛ كتلة نقدية.
تصنيف JEL: E44؛ G15

Abstract: This study aims to extract the relationship that exists between monetary variables and stock prices in the Gulf Cooperation Council countries during the period from 2007-2017 by using the multiple self-regression model of longitudinal data (Panal) and with the help of Eviews9 program to interpret and find the relationship between the share price and a set of monetary and representative variables In: monetary mass, inflation, interest rate, exchange rate. The study found that there is a direct, statistically significant relationship between the interest rate and the share price, and thus it is considered the most influential factor in explaining changes in stock prices in the Gulf Cooperation Council countries, while inflation, the monetary mass and the exchange rate do not have any statistical significance and therefore they are not It plays no role in explaining stock price changes in these countries.

Keywords: share price; monetary mass; inflation; interest rate; exchange rate.
Jel Classification Codes : E44 ; G15.

* المؤلف المرسل.

I- تمهيد :

تعد السياسة النقدية من السياسات الأساسية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في أية دولة من دول العالم وتختلف طبيعة استعمال هذه السياسة من الدولة إلى أخرى، وتختلف أغراضها أيضا حسب ظروف كل بلد هناك أغراض عديدة للسياسة النقدية تختلف باختلاف الاقتصاديات الدول. فبعض الآخر منها ما توجه سياستها النقدية لمعالجة التضخم وبالتالي استقرار الأسعار والبعض الآخر منها توجه سياستها نحو تحقيق النمو اقتصادي وتحقيق مستويات عالية من التشغيل، وغيرها من الأهداف الأخرى.

ولقد شهدت الحياة الاقتصادية تطور بارزا في تعاملاتها، حيث جعلت من السوق المالية مصدر لتمويل أنشطتها باعتباره القلب النابض لاقتصاديات الحديثة، حيث ظهرت العديد من الأسواق المالية التي تتيح للأفراد استثمار مدخراتهم في مختلف مصادر تمويل (أسهم، وسندات أو غيرها) وذلك من أجل التوسع والنمو من خلال الحصول على الأموال وهذا يؤثر إيجابا على الاقتصاد القومي وكذا على المستوى المعيشي للأفراد. حيث تقوم بمحشد المدخرات الوطنية و تحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين و الأجانب، وباعتبارها مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة و بالتالي تساعد على عملية التكوين الرأسمالي وتساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز.

تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي من بين أهم الدول التي عرفت مستويات عالية من النمو الاقتصادي، ففي تقرير الصادر عن البنك الدولي بعنوان: " تنوع النشطة الاقتصادية من أجل مجلس تعاون خليجي مستدام وقادر على التكيف" سنة 2019 أوضح أن معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي الكلي لدول الخليج بلغ سنة 2018 ما يقارب من 2% حيث احتلت المرتبة الأولى دولة البحرين بمعدل نمو قدره 2% تليها بعد ذلك دولة الإمارات العربية المتحدة ب 1.8% (تقرير البنك الدولي، 2019)

إشكالية الدراسة: بناء على ما سبق تتجسد معالم إشكاليتنا في السؤال الرئيسي التالي: ما مدى تأثير المتغيرات النقدية على المؤشر المالي لبورصة في دول مجلس التعاون الخليجي خلال فترة 2007-2017؟

فرضيات الدراسة: على ضوء العرض السابق لمشكلة البحث يمكن صياغة الفرضية التالية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر المالي لبورصة والمتغيرات النقدية (الكتلة النقدية، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف).

أهمية البحث: تتناول هذه الدراسة أحد المواضيع الهامة والمتمثلة في قياس علاقة الموجودة بين المتغيرات النقدية والمؤشر المالي لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007-2017.

أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى تحقيق ما يلي:

- التعرف على مدى حساسية مؤشر الأسعار للمتغيرات النقدية في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؛

- بيان أي المتغيرات النقدية أكثر تأثيرا من غيرها في مؤشر الأسعار في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

منهج وأدوات البحث: تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وكذا المنهج التجريبي القياسي من خلال صياغة نموذج قياسي بهدف قياس العلاقة الموجودة بين المتغيرات النقدية والمؤشر المالي لبورصة في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007-2017 من خلال استخدام بعض طرق التقدير الإحصائي والمتمثلة في نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) وبالاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews9.

I.1- الإطار النظري حول المؤشرات المالية:

I.1.1- مفهوم مؤشر البورصة

قدمت لمؤشر البورصة العديد من التعاريف والمفاهيم غير أن أغلبية الباحثين يتفقون على أنه يعتبر قيمة العددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند اللحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو صناديق ارتفاعا وانخفاضا، وبالتالي يعكس سعر السوق واتجاهها. (مداحي وترقو، 2017)

ويعرف كذلك بأنه: " أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاوله للتنبؤ بها." (مناصرية، 2015)

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

وتمتاز مؤشرات سوق الأوراق المالية بمجموعة من المزايا يمكن تلخيصها في مايلي: (حفصي، 2005)

- يستخدم المؤشر لمراقبة أداء السوق أو القطاع من السوق الذي يمثله إذ يكون المؤشر من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد فالمؤشر يمثل أسلوبا سهلا 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؛
- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجعين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛
- تمثل مؤشر أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين؛
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالسوق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

1.1.1- مؤشرات قياس أداء البورصة

هناك مجموعة من المعايير (المؤشرات) تعطي جميعها صورة واضحة للمتعاملين والمهتمين بالسوق المالية فرصة عن اتخاذ القرار الاستثماري أو تنفيذ السياسات النقدية والمالية، وتستخدم هذه المؤشرات في قياس أداء السوق والتحقق من مدى تحقيقه لأهدافه كما تعبر عن درجة نضج السوق، ومن بين أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة السوق المالية ونضجها نجد: (سراي، 2017)

أ. مؤشر حجم السوق: يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، إذ كلما اتسع حجم السوق كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها، ويقاس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما: (مناصرية، 2015)

1أ. معدل الرسملة السوقية (مؤشر القيمة السوقية): يمثل هذا المؤشر القيمة السوقية للأسهم المقيدة في السوق إلى الناتج المحلي الخام ويقاس بنسبة رأس المال السوقية، ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنوع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يسهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي، وتقدير حجم الأسواق المالية في مختلف الدول، ويعطي فكرة أكثر دلالة على تطور هذه الأسواق، و تعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد السهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا، وبالتالي يكون انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي.

2أ. مؤشر عدد الشركات: يقاس هذا المؤشر من خلال حجم السوق قياسا بعدد الشركات المدرجة حيث يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، ومن شأن ذلك أن يعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة، ويساهم التنوع في الشركات المدرجة في التقليل من حدة المخاطر الاستثمارية، نظرا لما يوفره هذا التنوع في فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة، ولكي يكون لهذا المؤشر معنى في عملية تحديد حجم السوق، فإنه لا بد من الأخذ بعين الاعتبار أيضا درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المتداولة في السوق الثانوية، ومن حيث الإصدارات الجديدة في السوق الأولية، ويقصد بالشركات المدرجة في هذا الصدد جميع الشركات التي لها أسهم مسجلة في بورصة ما، سواء كانت بورصة محلية أو أجنبية، كما تتضمن الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة. (Alam, 2009)

ب. المؤشر العام لأسعار الأسهم: عادة ما يطلق عليه حركة الأسهم (معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية، 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، بما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يوميا قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين من أوضاع استثماراتهم، وبالتالي في زيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقرار.

ج. مؤشر درجة التركيز: يقصد بدرجة التركيز مدى سيطرة عدد محدود من الشركاء على السوق، أي إذا ما كان حجم التداول مركزا في عدد قليل من الشركات المدرجة أو موزعا على عدد كبير من هذه الشركات ويقاس هذا المؤشر بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في إجمالي قيمة التداول، وكلما انخفضت درجة التركيز كلما كان ذلك مؤشرا إيجابيا على تطور كفاءة السوق وبالمقابل فإن تزايد سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة لا يشكل ميزة إيجابية على الإطلاق، بل إن من شأنه التأثير سلبا على السيولة والأداء المستقبلي للسوق.

د.مؤشر السيولة: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي، وهناك مؤشران لقياس السيولة وهما: (مداحي وترقو، 2017)

1. مؤشر حجم التداول: يقصد بحجم التداول 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 هذا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رصمة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سلمية عن الأوراق المالية المحلية.

2. مؤشر معدل الدوران: 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 رصمة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية.

و يستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياسا لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رصمة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رصمتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

وكما هو معلوم أن هناك العديد من المؤشرات المعروفة تبعا للبورصة كمؤشر نيكاي، كاك 40، مؤشر ستانان دبورز... الخ، حيث يتم إسترشاد بها كمؤشرات قيادية في الأسواق العالمية، كما أن لكل سلعة مؤشر الخاص بها كمؤشر المتعلق بكل من الذهب والنفط والبلاستيك... الخ، ويمكن كذلك من خلال المؤشر المالي إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة الاستثمارية التي يمتلكها المستثمر، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوقافه المالية (بالزيادة أو النقصان) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة ومن ثم تقدير المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة الاستثمارية، حيث يمكن استخدام المؤشرات المالية لقياس المخاطر النظامية لمحفظه الأوراق المالية، والمتمثلة في العلاقة بين معدل العائد للأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظه السوق المكونة من الأصول الخطرة. (عطية، 2011)

2.1 المتغيرات النقدية:

يعتبر النمو الاقتصادي من المؤشرات الاقتصادية المهمة التي تقيس حالة النشاط الاقتصادي في الدول باعتباره يمثل جميع السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد الوطني خلال سنة مالية واحدة وبهذا انتشر هذا المفهوم بين المستثمرين في الدول المتقدمة باعتباره انعكاس لمستوى النشاط الاقتصادي الحالي واتجاهاته المستقبلية، مما يعكس على حركة أسعار الأسهم، فالنمو الاقتصادي مترجما في نمو بعض المؤشرات الاقتصادية، المالية والنقدية.

قام بعض الاقتصاديين بشرح آلية العلاقة بين أسعار الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي بطريقتين مختلفتين، تتضمن الأولى بأن سوق الأسهم تعتبر المؤشر على النشاط الاقتصادي بمعنى التأثير النسبي يبدأ من سوق الأسهم باتجاه النشاط الاقتصادي واستند هؤلاء الاقتصاديون على حجة مفادها أن زيادة أسعار الأسهم تمكن الشركات المسجلة في البورصة من طرح المزيد من الأسهم لغرض التوسع والاستثمار الذي سيؤدي لاحقا إلى زيادة الطلب على المنتجات الأخرى في الاقتصاد وزيادة إنتاج الشركة نفسيا الأمر الذي سينعكس في النهاية على أسعار الأسهم بشكل إيجابي.

2.1.1 معدل التضخم:

لقد عرفت المدرسة النقدية التضخم بأنه هو ظاهرة نقدية بالدرجة الأولى فالزيادة في عرض النقود تؤدي إلى زيادة نسبية في الأسعار المحلية. (الجرج، 2011)

و يعرف كذلك بأنه أيضا الارتفاع في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، مصحوبا بانخفاض القوة الشرائية للوحدة النقدية. (مسكة، 2017) ويعرف كذلك على أنه: " ظاهرة انتفاخية تصيب كمية النقود والأسعار معا." (حيدر، 2002)

فطبيعة العلاقة بين معدل التضخم والأوراق المالية هي غير قارة باختلاف الاقتصاديين فهناك من يرى وجود علاقة طردية وهناك من يرى وجود علاقة عكسية، ويرى فيشر أن العلاقة بينهما علاقة طردية حيث أن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، ويؤكد ما توصل إليها leffer فقد ذهب إلا إن بعض الأسهم يتم اتخاذها كوسيلة للتحوط من التضخم، أما بالنسبة للعلاقة العكسية فيرى أن فاما في الدراسة التي قام بها سنة 1977 أن العوائد الحقيقية للأسهم ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم وحجته في ذلك أن انخفاض النشاط الحقيقي يعتبر استجابة لصدمة حقيقية سلبية ناجمة عن الآثار السلبية للتضخم يؤدي لانخفاض عوائد الأسهم وفقا لعلاقة التأثير البديل. (Ozby، 2009)

2.2.I - معدل الفائدة:

يعرف معدل الفائدة بأنه عبارة عن تكلفة يدفعها المقترض مقابل استخدام أموال طرف آخر، ويعرف كذلك بأنه المبلغ الذي يحصل عليه صاحب رأس المال مقابل تخليه عن أمواله مؤقتا. (Ozbay, 2009)

وبالرغم من عدم وجود علاقة مباشرة وصریحة بين أسعار الفائدة السوقية وأسعار الأسهم كما هو في العلاقة بين سعر السند وأسعار الفائدة السوقية إلا أن أسعار الأسهم تتأثر بالفائدة السوقية، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة السوقية إلى انخفاض أسعار الأسهم، حيث ترتفع كلفة التمويل بالنسبة للمستثمرين الراغبين بالاستثمار في الأسهم وبالتالي يقل الطلب على الأسهم وتنخفض أسعار الأسهم هذا من جهة أما من جهة أخرى فإن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية يشجع بعض المستثمرين على بيع أسهمهم واستثمار عوائدها للحصول على فوائد البنكية وبالتالي تزداد كمية الأسهم المعروضة وبما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.

2.3.I - سعر الصرف:

يعرف سعر الصرف بأنه عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو العكس. ويعرف كذلك بأنه ذلك المعدل الذي على أساسه تبادل عملة دولة ما ببقية عملات دول العالم" أو هو سعر تبادل العملات بين بعضها البعض. يعتبر من أهم المتغيرات المؤثرة على أسعار الأسهم وطبيعة العلاقة الموجودة بينه وبين أسعار الأسهم لم تكون محل إجماع نظري لكن توجد وجهتي نظر مختلفتين، فالوجهة الأولى تقوم على مبدأ وجود علاقة مباشرة عندما تنخفض سعر عملة معينة من شأنه أن يزيد الطلب على الموجودات المالية لتلك الدولة بما فيهم الأسهم وفق علاقة سالبة على المدى القصير، أما وجهة نظر الثانية تنطلق من مبدأ العلاقة غير المباشرة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم من خلال ما قام به فيشر سنة 1980 بصياغة نموذج جديد يربط فيه بين أسعار الصرف والميزان التجاري وبالتالي انخفاض أو تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى انخفاض سعرها مما ينتج عنه زيادة القدرة التنافسية للشركات وحجم صادراتها مما يجعل الطلب على أسهمها يزداد فترتفع أسعارها. (Zubair, 2013)

2.4.I - عرض النقود:

يقصد بعرض النقد كمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع، ولما كانت هناك وسائل دفع غير النقود الحاضرة لذا فإنه يمكن لعرض النقد أن يتسع بحسب مكوناته التي تقل سيولتها عن سيولة النقود الحاضرة. (خليل، 2015/2014). أما somulson فيرى أن هناك تعريفيين للعرض النقدي، أولهما التعريف الضيق ويشمل مجموعة النقود المعدنية والأوراق النقدية المتداولة خارج المصارف مضافا إليها الودائع تحت الطلب، وثانيهما التعريف الواسع الذي يتضمن بالإضافة إلى التعريف الضيق ودائع وودائع الادخار. (الزعي، 2003)

وتظهر العلاقة بين عرض النقدي وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يفرض على البنوك التجارية الرفع من نسبة الاحتياطي القانوني مما يزيد من نسبة الأموال السائلة الشيء الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض أي انخفاض أسعارها مما يشجع الاستثمار في الأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس الصحيح.

3.I - الدراسات السابقة:

- هناك العديد من الدراسات والأبحاث التي تناولت موضوع المؤشر المالي للبورصة والمتغيرات النقدية ومن بين هذه الدراسات نجد:
- دراسة الأمين يوسف سعيد أحمد، 2015: تهدف هذه الدراسة إلى بحث عن العلاقة السببية بين أسواق الأسهم ممثلة في مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية، وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وهي عرض النقود، التضخم، هوامش أرباح المراجحات، أسعار الصرف، بالإضافة لحساب المدى الزمني الذي تتغير فيه أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية استجابة لتغيرات بعضها وقد استخدمت الدراسة العديد من الاختبارات منها اختبار ديكي فولر الموسع لجذور الوحدة، اختبار التكامل المشترك لجوهانسن بالإضافة إلى اختبار السببية لجرانجر باستخدام نموذج التكامل المشترك والاستعانة ببرنامج Eviews، وقد توصلت الدراسة من خلال إختبار جوهانسون للتكامل المشترك إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية وكل من عرض النقود بالمفهوم الواسع، هوامش أرباح المراجحات وأسعار الصرف، في الوقت الذي لا تتوافر فيه أدلة بوجود هذه العلاقة بين كل من مؤشر أسعار الأسهم ومعدلات التضخم. (سعيد، 2014)
 - دراسة منذر زيدان، 2016: تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2011 في شكل بيانات شهرية حيث تمثل المتغير التابع الممثل في مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في عرض النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف ومعدل التضخم، باستخدام منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL) لتحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد أظهرت

نتائج الدراسة وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين عرض النقود ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية هي علاقة موجبة، بينما كانت علاقة سالبة مع عرض النقود في الأجل القصير، وتحولت إلى علاقة موجبة في الأجل الطويل، في حين أن علاقة بين معدل التضخم كانت موجبة في الأجل القصير والطويل، بينما كانت العلاقة مع سعر الصرف وسعر الفائدة سلبية في الأجل القصير والطويل. (زيدان، 2016)

- **دراسة عبد القادر بسبع، 2019:** تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية الماليزية باستخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ خلال الفترة الممتدة من 2000-2018 وقد تمثل متغير التابع في مؤشر أسعار الأسهم أما المتغيرات المفصلة فتشمل سعر الفائدة على أدوات الخزينة، التضخم، سعر صرف الينجيت، نسبة العرض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة العجز الموازي إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير جوهري لهذه المتغيرات على مؤشر أسعار الأسهم الإسلامية الماليزية على المدى الطويل، وإلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل من المتغيرات المستقلة إلى مؤشر أسعار الأسهم الإسلامية وأن هذا المؤشر يرتبط بعلاقة إيجابية مع سعر الفائدة على أدوات الخزينة والعرض النقدي وعلاقة عكسية مع سعر الصرف الينجيت مقابل الدولار، التضخم، نسبة العجز الموازي والدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي. (بسبع، 2019)
- **دراسة Ernest et Al، 2016:** تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على رزمة سوق الأسهم باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS والمربعات الصغرى الديناميكية DOLS لبيانات 41 دولة ناشئة خلال الفترة 1996-2011 باستخدام نموذج بانل وبالاستعانة ببرنامج Eviews 9. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين كل من سعر الصرف ومؤشر أسعار المستهلك يؤثر على نمو سوق الأوراق المالية بشكل سلبي في حين أن زيادة المعروض النقدي يؤثر على سوق الأسهم إيجابا. (Ernest and AL, 2016)
- **دراسة Martin Sirucek، 2012:** تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية للولايات المتحدة في الفترة الممتدة بين 1999 و 2012؛ باستخدام مؤشري نموذج تتبع تأثيرات المتغيرات المختارة (Industrial DJIA) (Average Dow Jones) و S & P500 و ببرنامج Eviews. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن التضخم له تأثيرا سلبي على أسعار الأسهم في سنة 2002. (Sirucek, 2012)

II - الطريقة والأدوات :

سنقوم في هذه المرحلة بإجراء دراسة تطبيقية للمتغيرات النقدية المؤثرة في مؤشر الأسعار البورصة لدول مجلس التعاون الخليجي من خلال دراسة إحصائية قياسية لهذه المتغيرات ثم استخراج النتائج المتوصل إليها.

مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في إقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2017 حيث يعود تاريخ تأسيسه إلى 25 مايو سنة 1981 في مدينة الرياض السعودية يضم ستة دول، وفي سنة 2011 تم الإعلان رسميا عن الموافقة على انضمام المملكة الأردنية الهاشمية إلى المجلس، و وجهت دعوة للمغرب للانضمام إلى المجلس، إلا أن الأخيرة قد قدمت اعتذارا نظرا لكونها عضوا في اتحاد المغرب العربي كموقع استراتيجي لها.

أما عينة الدراسة فتضم ستة دول من مجلس التعاون الخليجي والمثلة في كل من: السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، سلطنة عمان، قطر والكويت.

متغيرات الدراسة: نستخدم في هذه الدراسة خمسة متغيرات منها متغير تابع واحد وهو مؤشر أسعار الأسهم P ACTION وأربعة متغيرات مستقلة ممثلة فيما يلي:

- **الكتلة النقدية:** تم الاعتماد على التعريف الواسع للنقود في هذه الدراسة ونرمز لهذا المتغير بالرمز M2؛
- **معدل التضخم:** تم استخدامه في العديد من الدراسات و البحوث التطبيقية وسنستخدم على البيانات السنوية لمعدل التضخم لكل دولة و سيرمز لهذا المتغير ب INFL؛
- **سعر الفائدة قصير الأجل:** اعتمدت الدراسة في هذا الجانب سعر الفائدة قصير الأجل على الودائع، على اعتبار أن هذه الأخيرة تتصف بسعر فائدة مرن في الأوراق المالية و رمزنا لهذا المتغير ب T INTERE؛
- **سعر الصرف:** تم الاعتماد على سعر صرف العملة المحلية لكل دولة، وقد رمزنا لهذا المتغير بالرمز T CHANG .

أما ما تعلق بصياغة نموذج رياضي لاختبار تأثير متغيرات النقدية على مؤشر بورصة لدول مجلس التعاون الخليجي تم تصميم النموذج ليتكون من مجموعة من المتغيرات النقدية والتي نعتقد أن لها تأثير على مؤشر الأسعار، إلا أنه توجد عوامل أخرى يفترض أن لها تأثير على المؤشر المالي للبورصة، ليكون بذلك النموذج وفق الصيغة الآتية:

$$P ACTION = b_0 + b_1 M2 + b_2 INFL + b_3 T CHANG + b_4 T INTERE + E_i$$

سنقوم في هذا الجزء بتحديد النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة الموجودة بين مؤشر الأسعار والمتغيرات النقدية وهذا بالاعتماد على برنامج Eviews9 ونماذج بانل التي تتناسب مع معطيات هذه الدراسة، وقد تم جمع المعطيات المالية والإقتصادية من خلال بيانات البنك الدولي بالإضافة إلى إحصائيات الرسمية المنشورة و مواقع البورصة تلك الدول خلال الفترة 2007-2017، ومن أجل تحديد متغيرات ذات الدلالة الإحصائية اعتمدنا على اختبار ستوديننت والقدرة التفسيرية للنموذج من خلال اختبار فيشر ومعامل التحديد المصحح.

أ- تحليل الإرتباط: تبين إشارة معامل الارتباط طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرين سواء كانت عكسية أو طردية، في حين أن قيمة معامل الارتباط r يقيس قوة العلاقة الموجودة بين مؤشر الأسعار وأحد متغيراته وذلك من خلال القيمة الاحتمالية (prop) عند مستوى 0.05. نلاحظ من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 01 أن هناك علاقة طردية بين مؤشر الأسعار و كل من التضخم، سعر الفائدة وسعر الصرف وهي ذات دلالة إحصائية بقيم احتمالية على التوالي (0.0479، 0.0012، 0.0302) وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05 حيث أن الزيادة في هذه المتغيرات يكون له أثر إيجابي في مؤشر الأسعار. كما نلاحظ كذلك وجود علاقة عكسية و غير معنوية بين كل من مؤشر الأسعار والكتلة النقدية بقيمة احتمالية (0.7034) وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05 ويعكس ذلك أن الزيادة في المتغير الكتلة النقدية من شأنه أن يترك أثر سلبي في مؤشر الأسعار.

يتضح كذلك من خلال النتائج الواردة في نفس الجدول رقم 01 أن هناك علاقة طردية ومعنوية بين كل من الكتلة النقدية وسعر الصرف بقيمة احتمالية (0.0000)، في حين كذلك وجود علاقة طردية ومعنوية كل من التضخم وسعر الفائدة بقيمة احتمالية (0.0001) وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05، وكذلك وجود علاقة طردية و غير معنوية كل من التضخم وسعر الصرف، وكل من سعر الفائدة وسعر الصرف بقيمة احتمالية على التوالي (0.1394، 0.5573) وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05.

ب- اختبار مضاعف لاغرونج (LM): يعتبر هذا الاختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية و الذي يعتمد على اختبار ما بين نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثيرات الثابتة و العشوائية و ذلك اعتمادا على القيمة الاحتمالية المرافقة ل (LM)، فإذا كانت القيمة الاحتمالية ل (LM) أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية H_0 والتي تنص أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم و نقبل الفرضية H_1 نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم للعلاقة.

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 02 نجد أن القيمة الاحتمالية Prob=0.0000 هي أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 أي أننا نرفض نموذج الانحدار التجميعي ونقبل نموذج التأثيرات الثابتة أوالعشوائية.

ج- اختبار هوسمان (Hausman): يستخدم هذا الاختبار للفصل في الاختيار بين المتغيرات الثابتة والعشوائية بناء على الارتباط الموجود بين المتغيرات الفردية المستقلة بعد التأكد في الاختبار السابق بأنه ليس نموذج الانحدار التجميعي ويعتمد هذا الاختبار على فرضيتين هما:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة.

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم 03 أن قيمة الاحتمالية المرافقة لهذا الاختبار بلغت 0.0074 و هي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية H_0 أي أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة في تقدير بيانات الدراسة والموجود في الجدول رقم 04.

III - النتائج ومناقشتها :

بعد أن تم التأكد في الاختبارات السابقة بأن النموذج الأفضل في هذه الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة سيتم في هذا الجزء الحكم على مدى قبول النموذج من الناحية الإحصائية وذلك من خلال الحكم على الدلالة الإحصائية للمعالم المقدرة وجودة التوفيق والنموذج ككل مع تقديم بعض التفسيرات الإقتصادية لهذه النتائج ومناقشتها.

1.III- اختبار جودة التوفيق:

يعتمد هذا الاختبار بصفة أساسية على معامل التحديد المصحح لمعرفة نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، وحسب النموذج المختار أعلاه و هو نموذج التأثيرات الثابتة وحسب النتائج الواردة في الجدول رقم 04 نجد أن معامل التحديد بلغت قيمته $R=0.796$ ومعامل التحديد المصحح $Adjusted R-squared = 0.7637$ أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 76.37% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع و هي نسبة جيدة و مقبولة.

2.III- اختبار المعنوية الإحصائية للمعامل:

يرتكز هذا الاختبار على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع وهذا من خلال المقارنة بين إحصائية t المحسوبة والمجدولة، و كذلك الاعتماد على القيمة الاحتمالية لإحصائية t و مقارنتها بمستوى المعنوية 0.05 وفقا للفرضيتين التاليتين:

$$H_0: b_i=0/ i=1, \dots, 6$$

$$H_1: b_i \neq 0/ i=1, \dots, 6$$

انطلاقا من النتائج الواردة في الجدول رقم 04 نجد أن معلمة الحد الثابت (b_0) قيمتها الاحتمالية بلغت 0.1019 وهي أكبر من 0.05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية H_0 و رفض الفرضية البديلة H_1 مما يعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحد الثابت و المتغير التابع. أما بالنسبة للمتغير المستقل سعر الفائدة فقد بلغت قيمته الاحتمالية 0.0180 و هي أقل من 0.05 مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 مما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل السابق و المتغير التابع (مؤشر الأسعار).

أما ما تعلق بباقي المتغيرات المستقلة فنجد أن كل من الكتلة النقدية، التضخم وسعر الصرف وصلت قيمها الاحتمالية تساوي 0.0717، 0.8970، 0.1211 على التوالي، وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة H_1 وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الكتلة النقدية، التضخم، سعر الصرف و مؤشر الأسعار.

3.III- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يعتمد هذا الاختبار على إحصائية فيشر من خلال مقارنة القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر مع مستوى المعنوية 0.05، فمن خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 04 نجد أن قيمة الاحتمالية المرفقة لإحصائية فيشر قدرت بـ $Prob(F\text{-statistic}) = 0.000$ وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نرفض H_0 ونقبل H_1 ما يدل على وجود معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر أي هناك دلالة إحصائية ومعنوية كلية للنموذج. ومن خلال ما سبق يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي:

$$P \text{ Action} = 63451.87 + 2.78E-09M2 - 9.394 \text{ INFL} - 29617.59 \text{ TCHANG} + 525.4743 \text{ T} \\ \text{INTERE} + E_i$$

4.III- تفسير النتائج:

- بينت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل الكتلة النقدية و مؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5%، ويفسر ذلك حسب إعتقادنا أن الكتلة النقدية المتداولة في الإقتصادات العربية لا تؤثر كثيرا على تكلفة الاقتراض ومن ثم على تشجيع الإستثمار في الأسهم وهذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة فاطمة خليل (2015) ومخالفة للدراسات: عباس كاظم الدعيمي (2010)، دراسة غالية سوار (2014)، دراسة EMRAH OZBAY (2009)، Chikaodi (2011) Emmanuel.
- كما كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل التضخم و مؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة جاءت مخالفة للدراسات: عيسى أحمد محمود السويطي (2011)، دراسة غالية سوار (2014)، دراسة فاطمة خليل (2015)، ودراسة EMRAH OZBAY (2009) التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية.
- وأظهرت كذلك نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل سعر الصرف و مؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5% ويفسر ذلك بعدم سماح للأجانب بامتلاك أصول مالية داخل البورصات العربية مما يؤدي إلى عدم تأثر مؤشر البورصة بسعر الصرف من جهة ومن جهة أخرى أن هذه الأسهم مسعرة بالعملات المحلية لهاته البلدان، و هذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في لدراسة فاطمة خليل (2015)، دراسة Önder Büberkökü (1997) في كل من اليابان وألمانيا وإنجلترا وأستراليا، ودراسة Paul Alagridede and AL, (2010) ومخالفة لدراسة عباس كاظم الدعيمي (2010)، دراسة نبيل مهدي الجنابي وفوزي حسين

صاحب الطرقي (2012)، دراسة شيرين ديب (2012)، دراسة غالية سوار(2014)، دراسة (Önder Büberkökü 1997) في كل من كندا وسويسرا، دراسة (2009) EMRAH OZBAY. وكشفت كذلك نتائج الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل سعر الفائدة ومؤشر الأسعار عند مستوى معنوية 5% ويفسر ذلك بأن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي بالمستثمرين إلى زيادة الإستثمار في الأسهم وهو عكس ما هو متوقع عند زيادة أسعار الفائدة التي تؤدي بالمستثمرين إلى بيع أسهمهم وإستثمار عوائدها للحصول على فوائد البنكية وهذا يرجع كله إلى طبيعة المستثمر العربي الذي يكون محبا للمخاطرة، و هذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في كثير من الدراسات ومن بينها: دراسة عباس كاظم الدعيمي (2010)، دراسة نبيل مهدي الجنابي وفوزي حسين صاحب الطرقي (2012)، دراسة شيرين ديب (2012)، دراسة غالية سوار(2014)، دراسة (2009) EMRAH OZBAY (دراسة (2011) Chikaodi Emmanuel) ومخالفة لدراسة فاطمة خليل (2015) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة قصير الأجل و عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة.

IV- الخلاصة :

حاولنا من خلال هذه الدراسة استخراج أهم المتغيرات النقدية المؤثرة في مؤشر البورصة لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007-2017، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج و التوصيات أهمها:

- كشفت نتائج الدراسة وجود متغير مستقل واحد ألا وهو سعر الفائدة والذي يعتبر المسؤول الوحيد في تأثير على مؤشر أسعار البورصة لدول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 76%، حيث يفسر الأثر الايجابي لسعر الفائدة من خلال تحفيز بعض المستثمرين على بيع أسهمهم وإستثمار عوائدها للحصول على فوائد البنكية وبالتالي تزداد كمية الأسهم المعروضة وبما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم؛
- كما كشفت الدراسة عن استبعاد ثلاثة متغيرات مستقلة وهي التضخم، الكتلة النقدية، سعر الصرف حيث كشف التحليل أن هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية و هو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دورا في تفسير مؤشر الأسعار البورصة في دول مجلس التعاون الخليجي؛
- أثبت نتائج الدراسة أنه لتحسين أداء بورصة الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي يجب التركيز على المتغير الذي له تأثير على مؤشر الأسعار كزيادة سعر الفائدة، وبذلك نقترح توسيع الدراسة من حيث الفترة الزمنية ومن حيث المتغيرات بحيث تشمل الدراسة متغيرات أخرى لم تقع ضمن الدراسة وإعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها للتعبير عن المتغيرات المستخدمة في الدراسة بطريقة أخرى خاصة المتغيرات التي لم تكن لها دلالة إحصائية.

- ملاحق:

أدرج هنا البيانات والمعلومات غير ضروري إدراجها داخل النص، والتي تُقدم معلومات توضيحية مهمة لفهم المقال ؛ ومن المعلومات التي يمكن إدراجها بالملاحق، على سبيل المثال: المعطيات الخام؛ الاستبيانات؛ الأشكال البيانية والجداول والمخططات (الخط المستخدم بالجداول والأشكال من نوع Traditional Arabic، مقاس 12، البعد بين السطور 0,88).

الجدول (1) : مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

Correlation	P	M2	Infl	T	T
Probability	Action			inter	Chang
P Action	1.000				
M2	-0.047	1.000			
	(0.703)				
Infl	0.244	-0.1752	1.000		
	(0.047)	(0.159)			

T inter	0.3911 (0.001)	-0.056 (0.654)	0.466 (0.000)	1.000	
T Chang	0.267 (0.032)	0.752 (0.000)	0.073 (0.557)	0.183 (0.139)	1.000

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews9

الجدول (2) : نتائج اختبار مضاعف لاغرونج LM

Test Hypothesis	Cross- section	Time	Both
Breusch-pagan	88.220 (0.000)	0.069 (0.792)	88.290 (0.000)

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews9

الجدول (3) : نتائج اختبار Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
Cross-section random	8.658	4	0.0074

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews9

الجدول (4) : نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	63451.87	38153.51	1.663067	0.1019

M2	2.78E-09	1.51E-09	1.835748	0.0717
INFL	-9.394590	72.23881	-0.130049	0.8970
T CHANG	-29617.59	18814.57	-1.574184	0.1211
T INTERE	525.4743	215.5958	2.437312	0.0180
R-squared	0.796435	Mean dependent var	5807.334	
Adjusted R-squared	0.763719	S.D. dependent var	3084.313	
S.E. of regression	1499.245	Akaike info criterion	17.60204	
Sum squared resid	1.26E+08	Schwarz criterion	17.93380	
Log likelihood	-570.8672	Hannan-Quinn criter.	17.73313	
F-statistic	24.34406	Durbin-Watson stat	1.799495	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews9

- الإحالات والمراجع :

1. الجراح، ك. م. (2011). مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية (دراسة قياسية) باستخدام مدخل إختبار الحدود. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية. (1) 27،
2. الدولي، ا. (2019). تقرير البنك الدولي بعنوان: تنوع الأنشطة الاقتصادية من أجل مجلس تعاون خليجي مستدام وقادر على التكيف. الدولي، 15، 09، 2020، sur
Consulté le 09، 15، 2020، sur
<https://www.albankaldawli.org/ar/country/gcc/publication/gulf-economic-monitor-december-2019>
3. الزعي، ب. خ. (2003). تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة 1978-1998. مجلة دراسات العلوم الإدارية. (2) 27
4. بسع، ع. ا. (2019). أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية: دراسة حالة مؤشر فاينانشل تايمز الإسلامي لبورصة ماليزيا. مجلة الباحث جامعة ورقلة. (1) 19،
5. حنفي، ع. ا. (2005). أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم -سندات -وثائق الإستثمار -اللخيارات. الإسكندرية: الدار الجامعية.
6. خليل، ف. ص. (2014/2015). أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.
7. خولة، م. (2015). أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014) أطروحة دكتوراه غير منشورة. جامعة محمد خيضر، بسكرة.
8. زيدان، م. (2016). العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية. (4) 37،
9. سعيد، ا. ي. (2014). العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية: دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية 2003-2012. أطروحات دكتوراه. جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

10. صالح، س. (2017). أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية. أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية. جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر.
11. ع. ح. ف. (2002). التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، منهج الاقتصاد الكلي. الرياض، السعودية: دار المريخ.
12. عطية، م. ع. (2011). الإستثمار في البورصة. مصر: دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع.
13. محمد، م. م. (2017). العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي الإسلامي والتقليدي. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، (5) ص. 17.
14. مسكة، ب. (2017). أثر تقلبات أسعار الصرف على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2012. مذكرة ماجستير. جامعة ورقلة.
15. Alam, M. (2009). **Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence fro Developed and Developing Countries**. International journal of economics and finance , 4 (3).
16. Ernest, A. e. (2016). **Macroeconomic variables and stock market performance of emerging countries**. journal of Economics and Intrnational finance , 8 (7).
17. Ozbay, E. (2009). **The relationship between stock returns and macro economic factors : evidence from Turkey**. master of science in financial analysis and fund mangement . university of Exeter.
18. Sirucek, M. (2012). **Macroeconomic variable and stock market**. Review Mendel University inbrno .
19. Zubair, A. (2013). **Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidance from Nigeria**. CBN Journal of Applied Statistics , 4 (2).

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

رشيد حفصي، (2022)، المتغيرات النقدية وأثرها على المؤشر المالي للبورصة- دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007-2017،-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 08 (العدد 02)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص ص 29-40.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا ل **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Algerian Review of Studies in Accounting and Finance is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.