Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

Tikrit Journal of Administrative And Economics Sciences
مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية
ISSN: 1813-1719 (Print)

Measuring the impact of some monetary policy variables on the trading of companies' shares in the financial markets for the period 2000-2020 (middle-income countries as a model)

Lecturer: Omar Abdulla Mohammed Hajeej
College of Administration and Economics
Tikrit University
omar_abdulla@tu.edu.iq

Abstract:

The research problem lies in that the trading of company shares in the financial markets is affected by various factors, the most important of which are the decisions of the monetary authorities, as the productivity and growth of these companies is related to the various monetary variables. Therefore, the research aims to show which of the monetary policy variables have the most impact on stock trading, which reveals which policies are the most effective. To achieve the goal of the research, it was divided into a theoretical framework dealing with the relationship between the research variables. An analytical one to study the trend of time development of monetary policy variables as well as the variable of traded stocks, and a standard aspect of studying the statistical significance of the impact of monetary policy variables on the variable of traded stocks during the research period. The research found a positive relationship between the money supply variable and traded stocks, while there is no positive relationship between the exchange rate and inflation variables with traded stocks. Thus, the research suggests that the monetary authorities should carry out evaluative measures to show the negative effects and expected benefits of monetary policy decisions on the shares of companies traded in the financial markets.

Keywords: Money supply, inflation, exchange rate, traded stocks.

قياس أثر بعض متغيرات السياسة النقدية على تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية للمدة 2000-2020 (البلدان متوسطة الدخل انموذجاً)

م. عمر عبد الله محمد هجيج
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة تكريت

المستخلص:

تكمن مشكلة البحث في أن تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية يتأثر بعوامل مختلفة أهمها قرارات السلطات النقدية، إذ إن إنتاجية هذه الشركات ونموها يرتبط بالمتغيرات النقدية المختلفة. لذلك يهدف البحث إلى بيان أي متغير من متغيرات السياسة النقدية أكثر تأثيراً على تداول

jaes@tu.edu.iq | تاريخ القبول: 2022/9/7 | تاريخ الاستلام: 2022/9/1

الأسهم، والذي يكشف عن أي السياسات الأكثر فاعلية. ولتحقيق هدف البحث تم تقسيمة على إطار نظري تناول العلاقة بين متغيرات البحث، وتحليلي لدراسة اتجاه التطور الزمني لمتغيرات السياسة النقدية وكذلك متغير الأسهم المتداولة، وجانب قياسي لدراسة المعنوية الإحصائية لتأثير متغيرات السياسة النقدية في متغير الأسهم المتداولة خلال مدة البحث. وتوصل البحث إلى وجود تأثير إيجابي لمتغير عرض النقد في الأسهم المتداولة، في حين لا يوجد تأثير إيجابي لمتغيري سعر الصرف ومعدل التضخم في الأسهم المتداولة. وبالتالي يقترح البحث بأنه على السلطات النقدية القيام بإجراءات تقييمية لبيان التأثيرات السلبية والمنافع المتوقعة من قرارات السياسة النقدية على أسهم الشركات المتداولة في الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: عرض النقد، التضخم، سعر الصرف، الأسهم المتداولة.

المقدمة:

للسياسة النقدية أهمية كبيرة في تحقيق التوازنات الاقتصادي المختلفة، ومن خلال أدواتها يمكن تحقيق الأهداف الاقتصادية والسياسية المختلفة. وكذلك الأسواق المالية تستقطب اهتمام الاقتصاديين ومتخذي القرارات في معظم بلدان العالم، وذلك لطبيعتها وحجمها والدور الذي تؤديه في تجميع الأموال وتوجيهها للاستثمارات المختلفة.

وتتأثر الأسواق المالية بمجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية، والتي لها تأثر متباين عليها ويؤدي لحدوث تقلبات فيها، وتحظى السياسة النقدية باهتمام الاقتصاديين والخبراء الماليين بعدّها الأداة الجوهرية المؤثرة في السوق المالية، وبالتالي في الأسهم المتداولة للشركات، لذلك تسهم السياسة النقدية عن طريق استخدام ادواتها المختلفة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتقليل تقلبات أسعار الصرف وتوازن معدلات التضخم، وبذلك تتمكن الشركات المختلفة من زيادة استثماراتها ومن ثم زيادة تداول الأسهم الخاصة بها في الأسواق المالية.

المبحث الأول: منهجية البحث

1. **مشكلة البحث:** إن تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية يتأثر بعوامل مختلفة أهمها قرارات السلطات النقدية، إذ إن إنتاجية هذه الشركات ونموها يرتبط بالمتغيرات النقدية المختلفة، لذلك يمكن صياغة مشكلة البحث في: (هل يتأثر تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية بمتغيرات السياسة النقدية (عرض النقد وأسعار الصرف ومعدل التضخم) البلدان متوسطة الدخل المختارة والتي شهدت تطورات متسارعة في أسواقها المالية، وكذلك تأثرها بالأزمات الاقتصادية المختلفة خلال مدة البحث).
2. **أهمية البحث:** أهمية البحث تبرز في تسليطه الضوء على العلاقة بين بعض متغيرات السياسة النقدية والأسهم المتداولة للشركات في الأسواق المالية لبعض البلدان ذات الدخل المتوسط، وذلك لما تحمله السياسة النقدية من دور محوري وأساسي في أداء الشركات بشكل خاص والاقتصاد الكلي بشكل عام.
3. **هدف البحث:** يقوم البحث على تحقيق الأهداف الآتية:

أ. دور السياسة النقدية في تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية.

ب. بيان أي متغير من متغيرات السياسة النقدية في البلدان متوسطة الدخل المختارة أكثر تأثيراً على تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية، والذي يكشف عن أي السياسات الأكثر فاعلية.

4. **فرضية البحث:** يقوم البحث على دراسة العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وتداول الأسهم في الأسواق المالية للبلدان متوسطة الدخل من خلال اختبار الفرضية التي وضعت لتحقيق أهداف البحث وهي:

❖ هناك علاقة معنوية بين متغيرات السياسة النقدية (عرض النقد، أسعار الأسهم، معدل التضخم) وبين تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية للبلدان المختارة.

❖ هناك علاقة غير معنوية بين متغيرات السياسة النقدية (عرض النقد، أسعار الأسهم، معدل التضخم) وبين تداول أسهم الشركات في الأسواق المالية للبلدان المختارة.

5. **منهجية البحث:** اعتمد البحث المنهج الوصفي التحليلي واستخدام الطرق الإحصائية لدراسة العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وتداول الأسهم، وتقدير العلاقة بينهما من خلال استخدام النماذج القياسية واعتماد بيانات البانل (المزدوج) لقياس أثر متغيرات السياسة النقدية في تداول أسهم الشركات في البلدان المختارة.

6. **حدود البحث:** يتم اجراء البحث في اطارين:

أ. زماني: حددت مدة البحث (2000-2020) لتوفر بيانات عنها في نشرات البنك الدولي.

ب. مكاني: شمل البحث عينة من البلدان متوسطة الدخل (البرازيل، الصين، تايلند، جنوب افريقيا، ماليزيا).

7. **هيكل البحث:** سيتم تقسيم البحث على المحاور الآتية:

أ. الإطار النظري للعلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والأسهم المتداولة.

ب. تحليل متغيرات السياسة النقدية والأسهم المتداولة للشركات في البلدان عينة الدراسة.

ج. قياس أثر بعض متغيرات السياسة النقدية في الأسهم المتداولة

المبحث الثاني: الإطار النظري للعلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والأسهم المتداولة

1. **علاقة عرض النقد بالأسهم المتداولة:** أكد (Tobin) في نظريته النقدية الشهيرة (Q Theory) وجود علاقة إيجابية بين عرض النقد والأسهم المتداولة، فالزيادة في عرض النقد تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي الزيادة في حجم التداول، وهذا الأثر يظهر من خلال نموذج المحفظة الاستثمارية، فالصدمات النقدية تؤثر في أسهم الشركات ومن ثم في النشاط الاقتصادي (Gertler & Karadi, 2015: 50). فعند زيادة عرض النقد يجد المستثمرون أن حجم النقود قد ارتفع مما يؤدي إلى شراء الأصول المالية، وانتقال أثر عرض النقد إلى الأسهم المتداولة يتم عندما يقوم البنك المركزي بزيادة المعروض النقدي فيرتفع حجم السيولة في الاقتصاد مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأصول المختلفة وبتالي زيادة أسعار أسهم الشركات وزيادة حجم تداولها (McMillan, 2022: 3).

2. **علاقة التضخم بالأسهم المتداولة:** التضخم من المشاكل الاقتصادية التي تواجه البلدان المختلفة، ومن أبرز الاثار التي يتركها على الاقتصاد فقدان النقود وظيفتها الأساسية كمخزن للقيمة، الأمر الذي يدفع المستثمرين للبحث عن البدائل بهدف الحصول على عوائد أكبر لتعويضهم الانخفاض في قيمة دخولهم (Chen, 2009: 218)، والأسهم تعد من أهم البدائل المتاحة لذلك، ورغم تعدد الدراسات التي تناولت هذه العلاقة إلا أنه يمكن تقسيمهم على اتجاهين: (Madadpour & Asgari, 2019: 120)

أ. العلاقة الإيجابية: تعتمد هذه العلاقة على فكرة نظرية الاقتصادي فيشر (Fisher) والتي تعد الأسهم المتداولة أداة للتحوط من التضخم، وبين أن معدلات الفائدة الحقيقة تنخفض في حالة ارتفاع التضخم مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في المستوى ذاته، وبالتالي وفقاً لفرضية فيشر يمكن تجنب التضخم من خلال زيادة تداول الأسهم في الأسواق المالية.

ب. العلاقة السلبية: تقوم هذه العلاقة على أساس فرضية (Proxy) لـ (Fama) إذ رفض فرضية (Fisher) بشكل تام، وأكد على وجود علاقة عكسية بين معدلات التضخم وتداول الأسهم، إذ بين أن الأسهم المتداولة ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الاقتصادية الحقيقية مثل الإنتاج والاستثمار ومعدل رأس المال، في حين يرتبط التضخم بعلاقة عكسية بالمتغيرات أعلاه، فالارتفاع في معدلات التضخم يعكس وجود كمية من النقود الفائضة عن الحاجة، مما يتطلب تدخل البنك المركزي لامتصاص هذا الفائض من خلال رفع معدلات الفائدة مما يؤرث سلبياً على الاستثمار والإنتاج.

لذا فإن العلاقة بين التضخم والأسهم المتداولة سنحاول بيانه من خلال الجانب العملي في هذا البحث بدراسة العلاقة بين الأسهم المتداولة للشركات ومعدلات التضخم خلال الفترة 2000-2020 ضمن الدول المختارة.

3. **علاقة سعر الصرف بالأسهم المتداولة:** إن التغير في أسعار الصرف يؤدي إلى تقلبات في حجم الأسهم المتداولة، فالتغيرات في أسعار الصرف تؤثر في الشركات من خلال التغيرات في قيمة الأصول الاجمالية والقدرات التنافسية والخصومات المتوقفة بالعملة الأجنبية، والتي تؤثر في أرباح الشركات وبالتالي في قيمة الأسهم المتداولة (Andersson & Magnus, 2008: 145)، وتأثير تغيرات أسعار الصرف في أسهم الشركات يمكن أن يظهر من خلال التعرض للحالات الآتية (Ozbay , 2009: 16):

أ. يعرض الصفقات التجارية للمخاطر التي قد تنشأ من التزام أو تعاقد الشركات بتلقي أو دفع عملات نقدية آجلة مقومة بالعملة الأجنبية.

ب. مخاطر التمويل والتي تنجم عن حاجة الشركات متعددة الجنسيات لدمج تقاريرها المالية مع الشركات المحلية التابعة لها والمقومة بالعملات الأجنبية.

ج. المخاطر الاقتصادية والمتمثلة بالتغير في قيمة الشركات المالية نتيجة للتغير في التدفقات النقدية المستقبلية والتكاليف الرأسمالية الناجمة عن تغير سعر الصرف غير المتوقع.

ثانياً. تحليل متغيرات السياسة النقدية والأسهم المتداولة للشركات:

1. **المعروض النقدي بمعناه الواسع (X1):** يمثل عرض النقد بالمعنى الواسع بحجم السيولة المحلية، ويشمل الودائع عن العملة المتداولة بين الأفراد والطلب وكذلك الودائع المختلفة في المصارف التجارية، ويمثل ايضاً صافي العملة في التداول ونقود الودائع وودائع التوفير والودائع الجارية، ويتم استخدامه من قبل الحكومة للرقابة على السيولة، ويرتفع كلما ارتفع الإصدار النقدي (العملة المتداولة) وزاد حجم النقود الائتمانية التي تستخدمها المصارف المختلفة (نجم، 2020: 192). والجدول رقم (1) يوضح المقاييس الإحصائية لبيانات المعروض النقدي بمعناه الواسع في مجموعة مختارة من البلدان متوسطة الدخل للمدة (2000-2020).

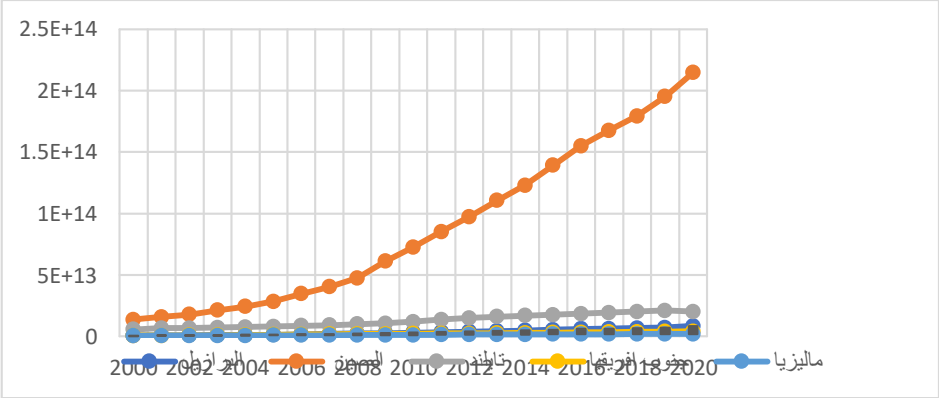
Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

الجدول (1): المقاييس الإحصائية لبيانات المعروض النقدي بمعناة الواسع في مجموعة مختارة من البلدان متوسطة الدخل للفترة (2000-2020) (مليار دولار)

S.D%	CAGR	MEAN	Minimum	Maximum	N	البلدان
2.38	13.73%	2.88	41.557	19.8306	21	البرازيل
6.58	14.04%	7.26	02.13596	37.214766	21	الصين
5.27	4.66%	1.18	11.5638	01.20841	21	تايلند
1.11	10.58%	2.08	81.498	60.4118	21	جنوب افريقيا
5.01	7.38%	1.06	29.437	71.1949	21	ماليزيا

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (9)

يتضح من الجدول رقم (1) أن الصين تعد من أفضل البلدان ذات الدخل المتوسط في مؤشر المعروض النقدي إذ بلغ متوسط العرض النقدي فيها (MEAN) حوالي (7.26) مليار دولار، وكانت أكبر قيمة (Maximum) فيها حوالي (214766.37) مليار دولار عام (2020) في حين أقل قيمة (Minimum) كانت في العام (2000) إذ بلغت حوالي (1356.02) مليار دولار، كما بلغ الانحراف المعياري (S.D) للقيم خلال فترة الدراسة حوالي (6.58) اما معدل النمو المركب (CAGR) فبلغ (14.04%). أما ماليزيا فتعتبر من اقل البلدان في مؤشر المعروض النقدي إذ بلغ متوسط القيم فيها حوالي (1.06) مليار دولار، وبلغت أكبر قيمة حوالي (1949.71) مليار دولار عام (2020) أما أقل قيمة كانت (437.29) مليار دولار عام (2000) وبلغ الانحراف المعياري فيها حوالي (5.01) ومعدل النمو المركب فكان (7.38%) خلال فترة الدراسة. والشكل البياني رقم (1) يوضح تطور مؤشر المعروض النقدي خلال الفترة (2000-2020) ويظهر من الشكل تراجع غالبة البلدان في هذا المؤشر باستثناء الصين والتي تمكنت من زيادة المعروض النقدي بشكل كبير خلال مدة الدراسة.



الشكل (1): التطور التاريخي في مؤشر المعروض النقدي للبلدان المختارة للفترة 2000-2020
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (9).

2. **سعر الصرف الحقيقي (X2):** يعبر سعر الصرف الحقيقي عن سعر السلعة داخل البلد بالعملة المحلية مقارنة مع سعر السلعة نفسها عالمياً، ويتكون من سعر الصرف الاسمي بالاعتماد على الأرقام القياسية للأسعار، وعن طريقة يتم تحديد معدلات التضخم بين البلدان، ويمثل القوة الشرائية للعملة، ويعمل سعر الصرف الحقيقي على تعديل سعر الصرف الاسمي وقياس القوة الشرائية للسلع

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

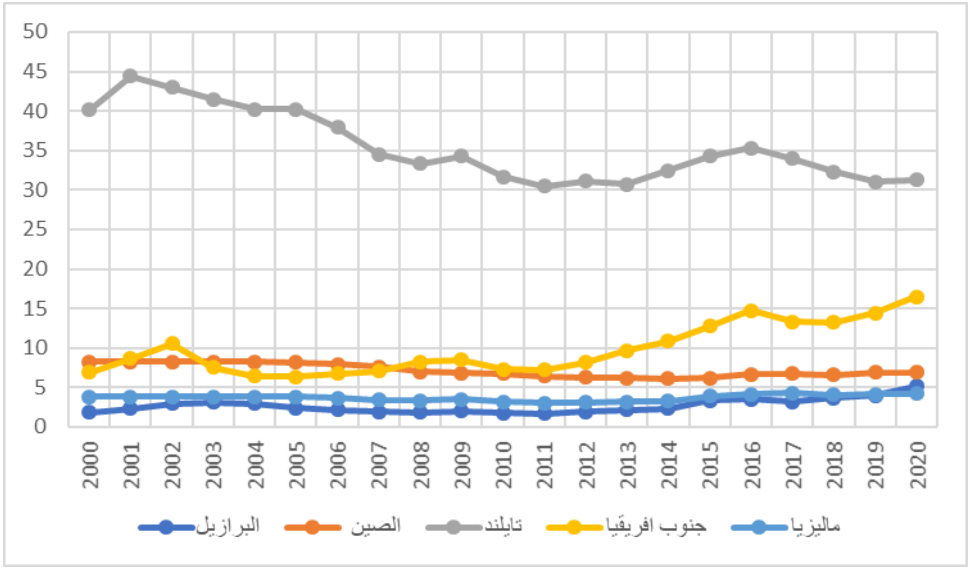
والخدمات المحلية مقابل الأجنبية (المشهداني وعبدالله، 2020: 417). والجدول رقم (2) يوضح اهم المقاييس الإحصائية لمؤشر سعر الصرف في البلدان المختارة للفترة (2000-2020).

الجدول (2): المقاييس الإحصائية لبيانات سعر الصرف الحقيقي في مجموعة مختارة من البلدان متوسطة الدخل للفترة (2000-2020) (بالدولار)

S.D%	CAGR	MEAN	Minimum	Maximum	N	البلدان
0.89	5.06	2.35	1.67	5.16	21	البرازيل
0.82	-0.86	6.90	6.14	8.28	21	الصين
4.43	-1.18	34.25	30.49	44.43	21	تايلند
3.15	4.20	8.47	6.36	16.46	21	جنوب افريقيا
0.38	0.48	3.80	3.06	4.30	21	ماليزيا

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (9).

يتضح من الجدول رقم (2) والذي يبين مؤشر سعر الصرف الحقيقي للفترة (2000-2020) في البلدان المختارة، وبين أن تايلند أفضل البلدان في مؤشر سعر الصرف، إذ بلغ متوسط القيم فيها حوالي (34.25) دولار وهو أكبر متوسط خلال الفترة المختارة، وكانت أكبر قيمة فيها عام (2001) اذ بلغت حوالي (44.43) دولار، في حين أقل قيمة كانت عام (2011) إذ بلغت حوالي (30.49) دولار، وحققت أكبر انحراف معياري بمقدار بلغ (4.43%) وبمعدل نمو مركب سالب بلغ (-1.18). أما ماليزيا فكانت أقل البلدان في هذا المؤشر بمتوسط قيم بلغ (0.48)، وبلغت أكبر قيمة فيها عام (2017) حوالي (4.30) دولار، أما أقل قيمة فكانت عام (2011) حوالي (3.06) دولار، وبانحراف معياري بلغ مقداره (0.38) وبمعدل نمو مركب موجب بلغ (0.48). والشكل البياني (2) يوضح التطور التاريخي لمؤشر سعر الصرف في البلدان المختارة للفترة (2000-2020)، ويظهر التقارب الكبير في معدلات سعر الصرف في البلدان المختارة باستثناء تايلند التي كان فيها سعر الصرف مرتفع جداً مقارنة بالبلدان الأخرى المختارة.



الشكل (2): التطور التاريخي في مؤشر سعر الصرف للبلدان المختارة للفترة 2000-2020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (9).

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

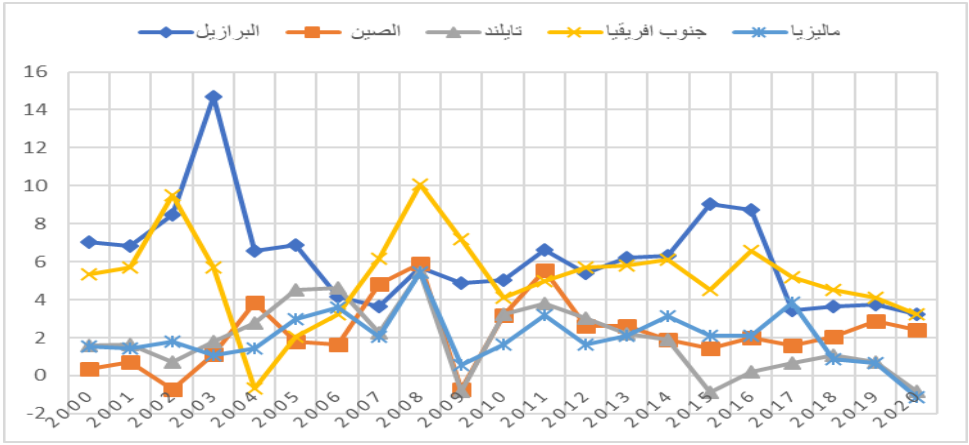
3. **التضخم (X3):** يعبر عن الارتفاع المستمر في مستويات الأسعار سواء كان بسبب ارتفاع تكلفة الإنتاج، أو نتيجة لزيادة حجم الكتلة النقدية بشكل أكبر من السلع والخدمات، ويحدث التضخم بسبب اختلاف العلاقة بين عناصر الإنتاج من جهة وأسعار السلع والخدمات من جهة أخرى، ويؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، وقد يكون بسبب الظواهر الطبيعية كالحروب او الحصار الاقتصادي الذي يترتب علية قصور في العرض مقارنة بالطلب الكلي (أيوب وحسن، 2020: 548). والجدول رقم (3) يوضح المقاييس الإحصائية لبيانات التضخم للبلدان المختارة.

الجدول (3): المقاييس الإحصائية لبيانات التضخم في مجموعة مختارة من البلدان متوسطة الدخل للفترة (2000-2020) (%)

S.D%	CAGR%	MEAN%	Minimum%	Maximum%	N	البلدان
2.62	-3.67	6.20	3.21	14.71	21	البرازيل
1.76	9.64	2.00	-0.73	5.93	21	الصين
1.82	-2.94	1.80	-0.90	5.47	21	تايلند
2.31	-2.39	5.34	-0.69	10.07	21	جنوب افريقيا
1.39	-1.39	1.81	-1.14	5.44	21	ماليزيا

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (9).

الجدول رقم (3) يبين مؤشر التضخم بالنسبة للبلدان المختارة خلال فترة الدراسة، ويلاحظ أن البرازيل كانت أكبر البلدان في معدل التضخم اذ بلغ المتوسط فيها حوالي (6.20%)، ويلاحظ أن أكبر قيمة فيها كانت حوالي (14.71%) عام (2003) أما أقل قيمة فكانت (3.21%) عام (2020)، وبلغ معدل الانحراف المعياري حوالي (2.62%) والنمو المركب كان قيمة سالبة (-3.67%). أما تايلند فكانت اقل البلدان تطوراً في مؤشر التضخم إذ بلغ متوسط القيم فيها حوالي (1.80%)، وأكبر قيمة بلغت عام (2008) حوالي (5.47%) أما أقل قيمة فكانت عام (2015) بمعدل سالب بلغ (-0.90%)، وبانحراف معياري بلغ مقداره (1.82%) وبمعدل نمو مركب سالب (-2.94%). والشكل البياني رقم (3) يوضح التطور التاريخي لمعدل التضخم خلال الفترة (2000-2020) في البلدان المختارة ويلاحظ هنالك تذبذب كبير في هذا المعدل خلال الفترة المذكورة.



الشكل (3): التطور التاريخي في مؤشر معدل التضخم للبلدان المختارة للفترة 2000-2020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (9).

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

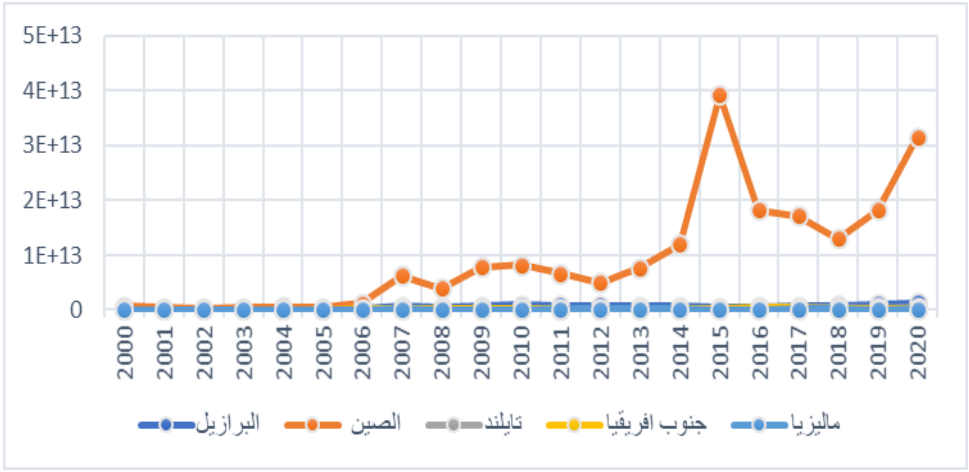
4. **الأسهم المتداولة (Y):** وهي اجمالي الأسهم المتداولة المحلية والأجنبية مضروبة في قيم الأسعار المطابقة لها والشركات التي يتم إدراجها والموافقة عليها للتداول، أما البيانات المتداولة تمثل قيم نهاية السنة المحولة الى دولار عن طريق استخدام أسعار صرف العملات الأجنبية المقابلة لها، والجدول رقم (4) يوضح المقاييس الإحصائية لمؤشر الأسهم المتداولة في البلدان المختارة للفترة (2000-2020).

الجدول (4): المقاييس الإحصائية لبيانات الأسهم المتداولة في مجموعة مختارة من البلدان متوسطة الدخل للفترة (2000-2020) (مليون دولار)

S.D	%CAGR	MEAN	Minimum	Maximum	N	البلدان
3.67	13.62	6.42	39,37	1373,59	21	البرازيل
1.05	19.48	6.67	338,20	39326,01	21	الصين
1.35	16.54	2.15	19,33	481,29	21	تايلند
1.08	7.03	2.26	35,36	409,71	21	جنوب افريقيا
5.33	7.68	1.08	21,03	248,60	21	ماليزيا

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (9).

يتضح من الجدول رقم (3) من الذي يبين يوضح حجم الأسهم المتداولة للشركات في الأسواق المالية للفترة 2000-2020 للبلدان المختارة. ويلاحظ أن الصين كانت أفضل البلدان في هذا المؤشر بمتوسط قيم بلغ (6.67) مليون دولار، وإن أكبر قيمة بلغت فيها عام (2015) حوالي (39326.01) مليون دولار، وإن أقل قيمة بلغت (338.20) مليون دولار عام (2003)، وبانحراف معياري بلغ (1.05) مليون دولار وبمعدل نمو مركب (19.48%). اما أقل البلدان تطوراً في هذا المؤشر فكان ماليزيا اذ بلغ متوسط القيم فيها حوالي (1.08) مليون دولار، وكانت أكبر قيمة فيها حوالي (248.60) مليون دولار عام (2020)، أما أقل قيمة فكانت عام (2001) حوالي (21.03) مليون دولار، وبانحراف معياري بلغ مقداره (5.33) مليون دولار وبمعدل نمو مركب بلغ (7.68%). والشكل رقم (4) يوضح التطور التاريخي لمؤشر الأسهم المتداولة للشركات في الأسواق المالية للبلدان المختارة للفترة 2000-2020.



الشكل (4): التطور التاريخي في مؤشر الأسهم المتداولة للبلدان المختارة للفترة 2000-2020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (9).

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

ثالثاً. قياس أثر بعض متغيرات السياسة النقدية في الأسهم المتداولة:

1. **متغيرات البحث:** أثر بعض متغيرات السياسة النقدية على تداول أسهم الشركات في بعض البلدان متوسطة الدخل للفترة (2000-2020):

Y = الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (بالمليون دولار) المتغير التابع.

X_1 = المعروض النقدي بمعناه الواسع (بالمليون دولار) المتغير المستقل الاول.

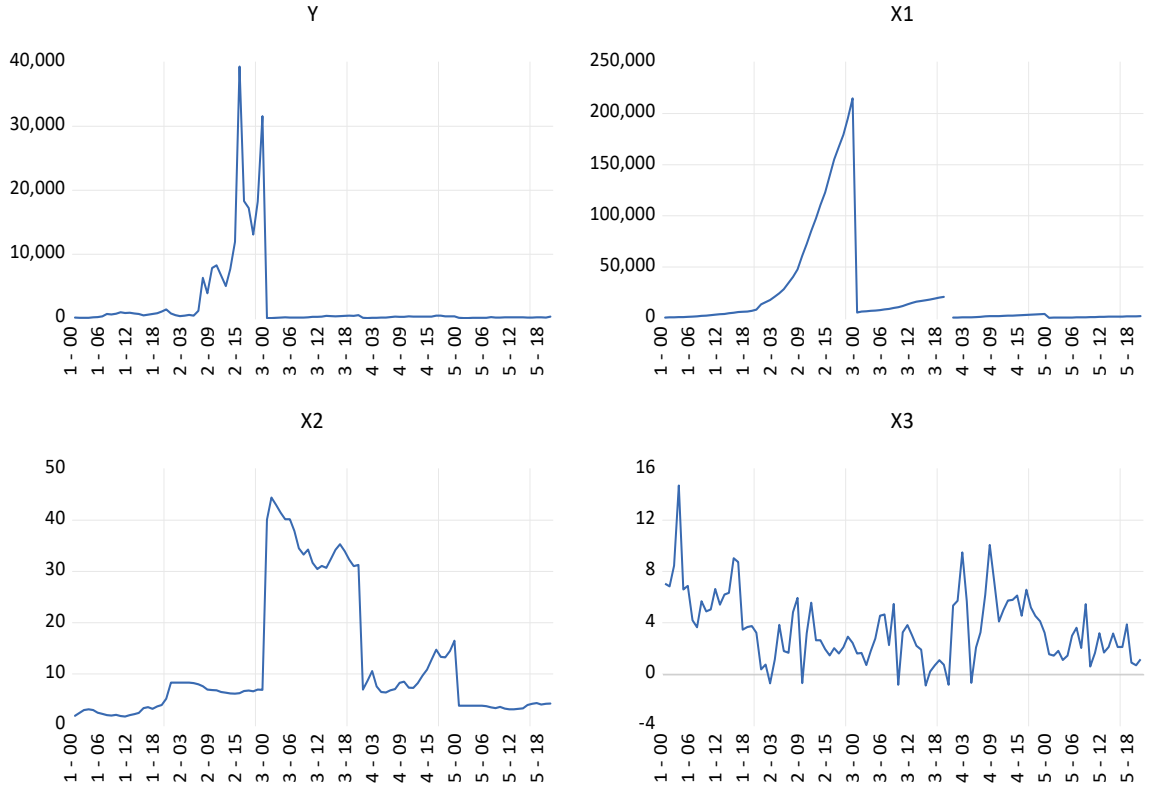
X_2 = سعر صرف الحقيقي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة) المتغير المستقل الثاني.

X_3 = التضخم، الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويا) المتغير المستقل الثالث.

2. **الصيغة الرياضية للنموذج القياسية:** تم استخدام الصيغة اللوغاريتمية (Log) للتقليل من حدة الاختلاف بين متغيرات البحث ولتقليص الفجوة بين القيم الكبيرة والصغيرة بين البلدان المختلفة وهي كالآتي:

$$\log Y = \beta_1 \log X_1 + \beta_2 \log X_2 + \beta_3 \log X_3 + +\varepsilon_{it} \ldots\ldots(1)$$

3. **رسم متغيرات البحث:** يتضمن الرسم البياني عينة البحث (panel data) ويلاحظ عدم استقرار السلاسل الزمنية ولها اتجاهات مختلفة، وتتزايد او تتناقص وهي غير ثابتة عبر الزمن، انظر الشكل رقم (5).



الشكل (5) رسم السلسة الزمنية لمتغيرات البحث

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (EViews12)

4. **اختبار سكون متغيرات البحث:** يجري اختبار جذر الوحدة للتأكد من درجة استقرارية السلسة الزمنية والتأكد من خلو المعادلات المقدرة من الانحدار الزائف للوصول إلى نتائج دقيقة استناداً لاختبار (Levin, Lin & Chu t)، وقد أظهرت نتائج الأختبار أن كل من

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

(Y) و(X2) غير ساكنه في المستوى (At Level)، عند القاطع الفردي والاتجاه (Individual intercept and trends)، وقد أصبحت ساكنة بعد اخذ الفرق الأول لها، أما المتغيرات المستقلة الأخرى (X1) و(X3) فأنها ساكنة عند المستوى (At Level) عند القاطع الفردي والاتجاه انظر جدول رقم (5).

الجدول (5): نتائج اختبار (Levin, Lin & Chu t) لجذر الوحدة لمتغيرات النموذج

	Individual intercept and trends		
		t-Statistic	**Prob.**
Y	At Level	1.34144-	0.0899
	At First Difference	4.76818-	*0.0000
X_1	At Level	5.09349-	*0.0000
	At First Difference	6.66707-	*0.0000
X_2	At Level	1.09673	0.8636
	At First Difference	5.66850-	*0.0000
X_3	At Level	5.53895-	*0.0000
	At First Difference	10.5477-	*0.0000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (EViews12)

من الجدول رقم (5) يتضح أن المتغيرات بعضها ساكنة في المستوى والبعض الآخر بعد الفرق أي إن لها جذر وحدة وبالتالي فإن رتبة الاستقرار هي خليط من I(0) وكذلك I(1) والتي يمكن معها تطبيق نموذج (PANEL/ARDL) لمتغيرات النموذج القياسي في البلدان المختارة والذي يتضمن الأجل الطويل والقصير على مستوى البلدان المختارة.

5. **اختبار التكامل المشترك (Pedroni Residual Cointegration Test):** لاختبار علاقة التكامل المشترك بين الاسهم المتداولة (Y) والمتغيرات المستقلة، يلاحظ من خلال نتائج اختبار بدروني أن أربع اختبارات من مجموع سبع اختبارات تؤكد وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل بين متغيرات البحث عند مستوى معنوية (5%) عند القاطع الفردي والاتجاه (Individual intercept and trends)، أنظر الجدول رقم (6).

الجدول (6): اختبار التكامل المشترك

individual intercept				
Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)				
Test	**Statistic**	**Prob**	**Weighted Statistic**	**Prob**
Panel v-Statistic	2.106930-	0.9824	2.435335-	0.9926
Panel rho-Statistic	1.531747	0.9372	1.466146	0.9287
Panel PP-Statistic	5.092254-	0.0000	2.706147-	0.0003
Panel ADF-Statistic	3.316058-	0.0005	3.519764-	0.0002

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension				
Test	**Statistic**	**Prob**		
Group rho-Statistic	2.001994	0.9774		
Group PP-Statistic	3.277728-	0.0005		
Group ADF-Statistic	2.496289-	0.0063		

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (EViews12)

6. **تقدير العلاقة طويلة وقصيرة الاجل (PMG):** أظهرت نتائج الجدول رقم (7) العلاقة طويلة وقصيرة الآجل والتي يمكن توضيحها كالآتي:

أ. الاشارة موجبة مما يعني أن العلاقة طردية بين (X1) و(Y) أي إن زيادة عرض النقد الواسع بنسبة (1%) يؤدي إلى زيادة الأسهم المتداولة بمقدار (0.148554%)، وهذا يؤكد أهمية التغيرات في عرض النقد على أسهم الشركات المتداولة.

ب. الاشارة سالبة مما يعني أن العلاقة عكسية بين (X2) و(Y) أي إن زيادة سعر الصرف الحقيقي بنسبة (1%) يؤدي إلى انخفاض الأسهم المتداولة بمقدار (26.03130%)، مما يقلل من أهمية هذا المتغير في الأسهم المتداول لشركات البلدان متوسطة الدخل المختارة.

ج. الاشارة سالبة مما يعني أن العلاقة عكسية بين (X3) و(Y) أي إن زيادة معدلات التضخم بنسبة (1%) يؤدي إلى انخفاض الأسهم المتداولة بمقدار (18.33665%)، وهذا يؤكد على أهمية ضبط معدلات التضخم لتأثيرها في حجم الأسهم المتداولة فكلما زاد معدل التضخم أدى ذلك إلى انخفاض في حجم الأسهم المتداولة.

واما العلاقة قصيرة الآجل: فقد أظهرت العلاقة المقدرة بأن معامل تصحيح الخطأ غير المقيد (ECM) بلغت قيمته (-0.79) سالبة وبمستوى معنوية (5%)، وهذا يدل على وجود علاقة توازنية في الاجل القصير بين متغيرات البحث، وان قيمة معامل تصحيح الخطأ تعني أن (79%) من الاختلال التوازني أي عدم التوازن في الاجل القصير في الفترة السابقة (t-1) يمكن تصحيحه بالفترة الحالية (t) باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الاجل بسبب اي صدمة (Shock) أو تغير في المتغيرات المستقلة كما أظهرت النتائج الآتي:

أ. الاشارة موجبة مما يعني ان العلاقة طردية بين عرض النقد الواسع والأسهم المتداولة إلا أنه غير معنوي عند مستوى معنوية (5%).

ب. الاشارة سالبة مما يعني أن العلاقة عكسية بين سعر الصرف الحقيقي والاسهم المتداولة إلا أنها غير معنوي عند مستوى (5%).

ج. الاشارة سالبة مما يعني ان العلاقة عكسية بين معدلات التضخم والاسهم المتداولة الا انها غير معنوية عند مستوى (5%).

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

الجدول (7): نتائج العلاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل

Panel PMG				
Long Run Equation				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.***
X_1	0.148554	0.008211	18.09152	0.0000
X_2	26.03130-	2.948244	8.829425-	0.0000
X_3	18.33665-	4.287751	4.276518-	0.0001
Short Run Equation				
COINTEQ01	0.794314-	0.304499	2.608594	0.0122
$D(X_1)$	0.233234	0.445372	0.523684	0.6030
$D(X_2)$	614.1291-	503.8007	1.218992-	0.2291
$D(X_3)$	28.44910-	42.12907	0.675284-	0.5029

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (EViews12)

أما نتائج الجدول رقم (8) فقد اظهرت العلاقة قصيرة الأجل على مستوى البلدان المختارة والتي يمكن توضيحها كالآتي:

1. **البرازيل:** الاشارة موجبة أي العلاقة طردية ومعنوية بين عرض النقد الواسع والأسهم المتداولة أي إن زيادة عرض النقد الواسع بنسبة (1%) يؤدي إلى زيادة الأسهم المتداولة بمقدار (0.68%)، أما بالنسبة لسعر الصرف والتضخم فلم تكن هناك علاقة معنوية بينهما وبين الأسهم المتداولة.
2. **الصين**: الاشارة موجبة أي العلاقة طردية ومعنوية بين عرض النقد الواسع والأسهم المتداولة أي إن زيادة عرض النقد الواسع بنسبة (1%) يؤدي إلى زيادة الاسهم المتداولة بمقدار (1.71%)، اما بالنسبة لسعر الصرف والتضخم فلم تكن هناك علاقة معنوية بينهما وبين الأسهم المتداولة.
3. **تايلند:** الاشارة موجبة أي العلاقة طردية ومعنوية بين عرض النقد الواسع والأسهم المتداولة أي ان زيادة عرض النقد الواسع بنسبة (1%) يؤدي إلى زيادة الاسهم المتداولة بمقدار (0.06%)، أما بالنسبة لسعر الصرف والتضخم فلم تكن هناك علاقة معنوية بينهما وبين الأسهم المتداولة.
4. **جنزب افريقيا**: الاشارة سالبة أي العلاقة عكسية ومعنوية بين عرض النقد الواسع والأسهم المتداولة أي إن زيادة عرض النقد الواسع بنسبة (1%) يؤدي إلى انخفاض الأسهم المتداولة بمقدار (0.44%)، أما بالنسبة لسعر الصرف والتضخم فلم تكن هناك علاقة معنوية بينهما وبين الأسهم المتداولة.
5. **ماليزيا:** الاشارة سالبة أي العلاقة عكسية ومعنوية بين عرض النقد الواسع والأسهم المتداولة أي إن زيادة عرض النقد الواسع بنسبة (1%) يؤدي إلى انخفاض الأسهم المتداولة بمقدار (0.78%)، أما بالنسبة لسعر الصرف والتضخم فلم تكن هناك علاقة معنوية بينهما وبين الأسهم المتداولة.

Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences, (30/9/2022); Vol. 18, No. 59, Part (2): 418-432
Doi: www.doi.org/10.25130/tjaes.18.59.2.25

الجدول (8): نتائج قصيرة الأجل على مستوى البلدان المختارة

البرازيل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.523238	0.047480	-11.02008	0.0016
D(X1)	0.683422	0.034236	19.96197	0.0003
D(X1(-1))	-0.526156	0.059698	-8.813604	0.0031
D(X1(-2))	0.053191	0.051713	1.028565	0.3794
D(X2)	-259.3244	12669.68	-0.020468	0.9850
D(X2(-1))	-70.12823	22946.93	-0.003056	0.9978
D(X2(-2))	-230.9156	6840.843	-0.033755	0.9752
D(X3)	2.895744	339.3525	0.008533	0.9937
D(X3(-1))	22.45930	413.3765	0.054331	0.9601
D(X3(-2))	15.71518	186.7645	0.084144	0.9382
C	110.1151	6646.032	0.016569	0.9878

الصين

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.778157	0.050764	-15.32904	0.0006
D(X1)	1.718456	0.512983	3.349925	0.0441
D(X1(-1))	-2.179530	1.213182	-1.796540	0.1703
D(X1(-2))	0.221231	0.809054	0.273445	0.8023
D(X2)	-2621.235	63933251	-4.10E-05	1.0000
D(X2(-1))	13103.24	69612365	0.000188	0.9999
D(X2(-2))	-13175.55	1.12E+08	-0.000118	0.9999
D(X3)	-194.5309	992161.8	-0.000196	0.9999
D(X3(-1))	-432.7398	777835.5	-0.000556	0.9996
D(X3(-2))	-524.4951	793914.5	-0.000661	0.9995
C	-1813.213	16805893	-0.000108	0.9999

تايلند

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	0.028458	0.000281	101.1339	0.0000
D(X1)	-0.004040	0.002437	-1.657541	0.1960
D(X1(-1))	0.065925	0.003852	17.11401	0.0004
D(X1(-2))	0.009935	0.001015	9.788533	0.0023
D(X2)	-17.13477	49.81205	-0.343988	0.7536
D(X2(-1))	10.01221	39.21509	0.255315	0.8150
D(X2(-2))	5.123508	26.39436	0.194114	0.8585
D(X3)	-4.281874	23.98077	-0.178555	0.8697
D(X3(-1))	-9.979506	36.87919	-0.270600	0.8042
D(X3(-2))	-2.246700	34.20017	-0.065693	0.9518
C	-16.62649	519.0460	-0.032033	0.9765

جنوب افريقيا

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-1.843098	0.047591	-38.72790	0.0000
D(X1)	-0.442004	0.005938	-74.43147	0.0000
D(X1(-1))	0.526700	0.018056	29.17006	0.0001
D(X1(-2))	0.671027	0.013128	51.11499	0.0000
D(X2)	-20.49890	32.06438	-0.639304	0.5681
D(X2(-1))	33.64378	58.56154	0.574503	0.6059
D(X2(-2))	63.27480	59.93140	1.055787	0.3686
D(X3)	37.66714	25.91899	1.453264	0.2421
D(X3(-1))	-6.217551	8.671758	-0.716988	0.5252
D(X3(-2))	-7.585357	10.08937	-0.751817	0.5068
C	281.4122	1653.502	0.170192	0.8757

ماليزيا

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.855536	0.048039	-17.80931	0.0004
D(X1)	-0.789664	0.149636	-5.277230	0.0133
D(X1(-1))	-0.395601	0.106745	-3.706042	0.0341
D(X1(-2))	0.393418	0.098800	3.981979	0.0283
D(X2)	-152.4531	2593.949	-0.058773	0.9568
D(X2(-1))	-33.80280	2180.193	-0.015505	0.9886
D(X2(-2))	-42.91947	1706.507	-0.025150	0.9815
D(X3)	16.00435	59.77558	0.267741	0.8063
D(X3(-1))	19.52435	60.92429	0.320469	0.7696
D(X3(-2))	1.156087	54.02024	0.021401	0.9843
C	125.2094	1257.206	0.099593	0.9269

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (EViews12).

رابعاً. الاستنتاجات والمقترحات:

أ. الاستنتاجات:

1. وجود علاقة توازنيه بين متغيرات السياسة النقدية (عرض النقد، سعر الصرف، معدل التضخم) ومتغير الأسهم المتداولة للشركات خلال مدة الدراسة.
2. ساهم متغير عرض النقد في الاجل الطويل بعلاقة طردية مع متغير الأسهم المتداولة، في حين ساهم متغير سعر الصرف ومعدل التضخم بعلاقة عكسية مع متغير الأسهم المتداولة في حين كانت العلاقة غير معنوية بين المتغيرات في الأجل القصير.
3. على مستوى البلدان فإن متغير عرض النقد كان ذو دلالة معنوية في التأثير على الأسهم المتداولة في كل من (البرازيل، الصين، تايلند)، وعلاقة غير معنوية في كل من (جنوب افريقيا، ماليزيا)، أما بالنسبة لسعر الصرف ومعدل التضخم فلا يوجد علاقة معنوية متغير الأسهم المتداولة في البلدان المختارة كافة.

ب. المقترحات:

1. على السلطات النقدية القيام بإجراءات تقييمية لبيان التأثيرات السلبية والمنافع المتوقعة من قرارات السياسة النقدية على أسهم الشركات.
2. على الشركات أخذ معدلات التضخم بعين الاعتبار إذ يؤثر على الأسهم من خلال استخدامها لتحوط منه.
3. العمل على الوصول الى أسعار صرف تحقق الاستقرار النسبي في الأسعار وتجنب التقلبات المختلفة، مما يساعد على خلق بيئة مناسبة لزيادة الاستثمارات وخفض التكاليف.
4. انشاء مراكز استشارية ومكاتب لدراسات الجدوى المالية والتي تتيح الاطلاع على المعلومات الكاملة عن الشركات المدرجة في السوق.

المصادر:

اولاً. المصادر العربية:

1. نجم، رفاه عدنان، 2020، أثر عرض النقد وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي في التضخم في الاقتصاد التركي للمدة (1980-2017) مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 49، الجزء 2.
2. المشهداني، خالد حمادي وعبدالله، فه رهه نك أمين، 2020، قياس وتحليل محددات سعر الصرف الموازي في العراق للمدة 2000- 2018، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 51، الجزء 2.
3. أيوب، اوس فخرالدين وحسن، عبد العزيز احمد،2020، أثر بعض متغيرات السياسة النقدية على التضخم، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 56، الجزء 2.

ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Andersson, Elizaveta Krylova and Magnus, Sami Vähämaa, 2008, Why does the correlation between stock and bond returns vary overtime? Applied inancial Economics Volume 18, Issue 2.
2. Chen, Shiu Sheng, 2009, Predicting the bear stock market: Macroeconomic variables as leading indicators, Journal of Banking and Finance Volume 33, Issue 2.

3. Gertler, Mark, and Karadi, Peter, 2015, Monetary Policy Surprises, Credit osts and Economic Activity. American Economic Review: Macroeconomics vol 7, no1.
4. Madadpour, Somayeh & Asgari, Mohsen, 2019, The puzzling relationship between stocks return and inflation: a review article, International Review of Economics volume 66.
5. McMillan, David G., 2022, The Time-Varying Relation between Stock Returns and Monetary Variables, J. Risk Financial Manag, Volume 15, Issue 9.
6. Ozbay, Emrah, 2009, The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey, MAS-TER.