

أثر المتغيرات النقدية في أداء سوق الأوراق المالية

د. محمد السيد يوسف أحمد قمر

أستاذ التشريعات الاقتصادية والمالية المساعد "جامعة شقراء"
المملكة العربية السعودية

المقدمة :

تعد الأسواق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام، مما يجعل استقرارها بمثابة مقياس لمدى نجاح السياسات الاقتصادية، وعليه فإن تحليل حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، المتمثلة بزيادة مخاطر تقلبات مؤشرات أدائها يدفعنا للتعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات وكيفية انتقال آثارها إليها، حيث تتأثر أسواق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق بمختلف العوامل والأحداث سواء من داخل السوق أو من خارجه، حيث إن السوق إذا استجابت أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء فيها على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين في السوق سواء أكانت هذه المعلومات مالية أو اقتصادية أو سياسية أو أي أحداث أخرى من شأنها تغيير نظرة المتعاملين إلى الجهات المصدرة والسوق ككل فإنها تعتبر سوق ذات كفاءة عالية.

وظالما 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 الهامة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي، وتعد السياسات النقدية من أهم تلك السياسات في أية دولة بسبب معالجتها الكلية للاقتصاد وعلى النطاقين المحلي والخارجي، لما تلعبه من دور رئيس في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار.

وبالتالي فإن محاولة فهم وتفسير تقلبات أسعار الأوراق المالية وعلاقتها بالمتغيرات النقدية من الأهمية بمكان بغية الوصول لواقع العلاقة التي تحكم التأثيرات المتبادلة ما بين وضعية تلك الأسواق والسياسات المطبقة، مما يمكننا في النهاية من الوصول لحالة من الاستقرار بتلك الأسواق.

وتبين لنا من خلال تلك الدراسة أن للمتغيرات النقدية أثراً في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، إلا أن درجة تأثير هذه المتغيرات بصفة عامة ودرجة تأثير كل متغير بصفة خاصة تتباين من دولة لأخرى وداخل الدولة الواحدة تبعاً لمستوى النشاط الاقتصادي ومن فترة لأخرى، كما أن اتجاه العلاقة يختلف من دولة لأخرى وداخل الدولة الواحدة من فترة لأخرى.

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في التساؤل الآتي: ما هو مدى تأثير سوق الأوراق المالية بالمتغيرات النقدية المتمثلة في سعر الصرف والعروض النقدي والتضخم وسعر الفائدة، وهل يختلف تأثير تلك المتغيرات في سوق الأوراق المالية من بلد لآخر.

أهمية الدراسة:

تعد سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام للدولة، كما أن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية المطبقة ومنها السياسة النقدية، وبالتالي فإن محاولة فهم وتفسير التقلبات في أسعار الأوراق المالية وعلاقتها بالمتغيرات النقدية من الأهمية بمكان، وذلك لمحاولة الوصول إلى أصل العلاقة التي تحكم التأثيرات المتبادلة بين سوق الأوراق المالية والمتغيرات النقدية.

أهداف الدراسة:

- ١ - التعرف على السياسة النقدية من خلال بيان مفهومها وأدواتها ومتغيراتها.
- ٢ - بيان العلاقة بين المتغيرات النقدية وسوق الأوراق المالية من خلال بيان العلاقة بين كل من (سعر الصرف - العروض النقدي - التضخم - سعر الفائدة) وسوق الأوراق المالية.

فرضية الدراسة:

تنطلق الدراسة من فرضية مفادها أن المتغيرات النقدية تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية إلا أن درجة تأثير تلك المتغيرات تختلف من دولة لأخرى ودخل الدولة الواحدة من فترة لأخرى تبع مستوى النشاط الاقتصادي.

منهج الدراسة:

اتبعت الدراسة المنهج الاستقرائي البيانى مدى صحة وخطأ الفرضية التي تبينتها، كما اعتمدت الدراسة على التحليل النظري لبيان نوع العلاقة بين المتغيرات النقدية وسوق الأوراق المالية.

خطة الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى مبحثين بالإضافة للمقدمة والنتائج والتوصيات والمراجع، وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.

المبحث الثاني: أثر المتغيرات النقدية في أداء سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول

ماهية السياسة النقدية وأدواتها

المطلب الأول

مفهوم وأهداف السياسة النقدية

تعددت تعريفات الاقتصاديين لمفهوم السياسة النقدية^(١) Einzing، بأنها تشتمل على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، ويعرفها Kent « بأنها إدارة التوسع والانكماش في حجم النقود بغرض الحصول على أهداف معينة »، وعرفها Mishkin « بأنها موقف السلطة السياسية تجاه النظام النقدي الذي يحكم ».

وعرفها البعض^(٢) بأنها « مجموعة الإجراءات التي تستخدمها السلطة النقدية للتحكم في المعروض النقدي والرقابة على البنوك والائتمان والتأثير فيه كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة ».

وعرفها البعض الآخر^(٣) بأنها « العمليات التي تؤدي إلى تغيير المعروض من النقود دون التأثير بشكل مباشر على مستوى الدخل ».

وتختلف أهداف السياسة النقدية تبعاً لاختلاف الوضع الاقتصادي والاجتماعي واتجاهات ودور السلطات النقدية، ففي الدول المتقدمة تهدف السياسة النقدية إلى تخفيض حدة التقلبات الدورية بهدف تحقيق التشغيل الكامل بما يضمن النمو الاقتصادي المستقر، وبذلك تعد سياسة للأجل القصير، أما في الدول النامية يكون هدف السياسة النقدية معالجة التغيرات الهيكلية طويلة الأجل^(٤) من خلال التحكم في النقود والائتمان وتحقيق النمو الاقتصادي والاستقرار النسبي لمستويات الأسعار، وكذلك التوازن في ميزان المدفوعات^(٥).

وبصفة عامة فإن أهداف السياسة النقدية تتمثل في الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، وزيادة معدل نمو التوظيف، والناتج، واستقرار سوق الصرف الأجنبي، ودعم واستقرار أسواق المال، وجذب الاستثمارات المالية^(٦).

المطلب الثاني

أدوات السياسة النقدية

يقصد بأدوات السياسة النقدية الوسائل التي تسعى السلطات النقدية من خلال استخدامها إلى تحقيق الأهداف التي تسعى إليها^(٧)، ويقسم البعض أدوات السياسة النقدية إلى: أدوات مباشرة، وأخرى غير مباشرة، في حين يقوم البعض الآخر بتقسيمها إلى: أدوات كمية، وأخرى نوعية^(٨)، ونعرض لأدوات السياسة النقدية من خلال تقسيمها إلى الأدوات الكمية، والأدوات الكيفية، وأدوات التدخل المباشر والأدوات المستحدثة لمراقبة الائتمان^(٩).

١- الأدوات الكمية

تهدف الأدوات الكمية إلى التأثير في حجم الائتمان بغض النظر عن هيكله ووجوه استخدامه^(١٠)، وتتمثل تلك الأدوات في سعر إعادة الخصم، وعمليات السوق المفتوحة، وتغيير نسبة الاحتياطي القانوني.

١-١ سعر إعادة الخصم

يقصد بسعر إعادة الخصم سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية أو مالية مقابل ما يقدمه لها من قروض^(١١)، ويؤثر التغير في سعر إعادة الخصم في حجم الائتمان فعند زيادته ينكمش الائتمان والعكس صحيح^(١٢)، ويقلل البعض من أثر سعر الخصم في حجم الائتمان من قبيل أن ارتفاع سعر الفائدة لا يقلل بصورة كبيرة من الطلب على القروض المصرفية خاصة القروض قصيرة الأجل والتي تمثل غالبية القروض الممنوحة من البنوك التجارية^(١٣)، وأن الزيادة والتقص في القروض لا يعتمد على ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة عندما تكون الظروف الاقتصادية العامة هي المسيطر على السلوك الاقتصادي^(١٤).

ففي حالات الكساد لا يفضل رجال الأعمال الاقتراض حتى مع انخفاض أسعار الفائدة، وذلك لانخفاض الأرباح، في حين أنه في حالات التضخم وارتفاع الأرباح يقوم رجال الأعمال بالاقتراض حتى مع ارتفاع أسعار الفائدة، وذلك لتوقع تحقيق المزيد من الأرباح^(١٥).

ويلاحظ تأثير سعر الخصم على حجم الائتمان في الدول المتقدمة والتي يوجد لديها أسواق نقد منظمّة عكس الحال في الدول النامية، ومع ذلك فإن سعر الخصم الذي يعينه البنك المركزي يؤثر معنوياً باعتباره يعطى للبنوك التجارية مؤشراً للسياسة النقدية التي تتبعها الدولة في التوسع، أو التصنيف في منح الائتمان^(٧١).

وبمقارنة سعر إعادة الخصم بأسعار الفائدة قصيرة الأجل نجد أن هناك دولاً تحدده بأقل من أسعار الفائدة قصيرة الأجل مثل الولايات المتحدة الأمريكية وهناك دول أخرى تحدده بأعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل مثل بريطانيا وفي مصر يحدد سعر إعادة الخصم بأعلى من أسعار الفائدة قصيرة الأجل^(٧٢).

١-٢ عمليات السوق المفتوحة

يقصد بعمليات السوق المفتوحة قيام البنك المركزي ببيع أو شراء السندات وأذون الخزنة، والذي يترتب عليه نقص أو زيادة حجم العملة المتداولة، وبالتالي تؤثر تلك العملية بصورة مباشرة على كمية النقود، كما أن سعر الفائدة يتأثر أيضاً بتلك العمليات^(٧٣).

وتتوقف قدرة البنك المركزي على التأثير في حجم الائتمان من خلال تلك السياسة على حجم محفظة الأوراق المالية التي لديه واستعداده لتحمل الخسائر الناتجة عن بيعه الأوراق المالية بأسعار منخفضة بهدف تشجيع شرائها، وكذلك على مدى تقدم الأسواق النقدية واتساعها وقدرتها على تنظيم تلك العمليات، وتؤتي تلك السياسية ثمارها في الدول المتقدمة^(٧٤)، ولذلك نجد أن عمليات السوق المفتوحة من أكثر أدوات السياسة النقدية أهمية في الدول المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية^(٧٥).

وفي مصر منح قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ البنك المركزي حق مزاوله عمليات السوق المفتوحة، ونظراً لجمود سوق الأوراق المالية في مصر منذ بداية الستينات لم يستطع البنك المركزي مزاوله تلك الأداة بشكل فعال، ومع بداية التسعينيات واعتباراً من ٢ يناير ١٩٩٢ تم اللجوء إلى تلك العمليات لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة بإصدار أذون الخزنة والسندات الحكومية ذات الآجال المختلفة وطرحها للاكتتاب، وفي مايو ٢٠٠٤ تم تنشيط عمليات السوق المفتوحة من

خلال استخدام العمليات العكسية لإعادة شراء أذون الخزانة وعمليات البيع النهائي التي تتم بين البنك المركزي والبنوك وفقاً لآليات السوق، وفي يوليو ٢٠٠٤ تقرر العمل بنظام المتعاملين الرئيسيين والذي يزيد الاعتماد على عمليات السوق المفتوحة^(١٢).

١-٣ سياسة تغيير نسب الاحتياطي القانوني

يقصد بها النسبة التي يحددها البنك المركزي ويلزم البنوك التجارية بالاحتفاظ بها كنسبة من خصوم البنك بصورة إجبارية، وتعتبر تلك النسبة عاملاً مهماً يحد من قدرة البنوك على الإقراض، وبالتالي التحكم في حجم السيولة^(١٣)، وكان الهدف من فرض تلك النسبة في البداية هو حماية الودائع، ثم أصبحت وسيلة من وسائل ضبط الاقتراض^(١٤).

ويتوقف نجاح تلك السياسة في التأثير على المعروض النقدي على سيولة الجهاز المصرفي مجموعه، وتعتبر تلك الأداة من أكثر أدوات السياسة النقدية استخداماً في الدول النامية لتوجيه الائتمان والرقابة عليه^(١٥).

ويلاحظ أن نسبة الاحتياطيات القانونية في مصر ارتبطت بعجز الموازنة العامة للدولة أكثر من ارتباطها بالتحكم في الائتمان، فقد انخفضت تلك النسبة الفعلية عن النسبة القانونية في سنوات العجز الكبرى في الموازنة^(١٦)، فعلى الرغم من ارتفاع معدلات التضخم في نهاية الثمانينات والتسعينات فقد تم خفض نسبة الاحتياطي القانوني، وبالتالي فإن استخدام أدوات السياسة النقدية في مصر كان لتحقيق أهداف السياسة المالية^(١٧).

ومن حيث أثر تلك السياسة على سوق الأوراق المالية فقد أظهرت دراسة أجريت على مصر أن تخفيض نسبة الاحتياطي والسيولة أدى إلى تحفيز البنوك على الدخول في سوق الأوراق المالية من خلال محافظ أوراقها المالية^(١٨).

٢- الأدوات الكيفية

تنصرف تلك الأدوات للتأثير في هيكل الائتمان وأنماطه ومجالاته^(١٩)، ومن أمثلة تلك الأدوات فرض أسعار خصم تفضيلية من خلال خفض سعر خصم الأوراق التجارية الموجهة إلى بعض النشاطات المراد تشجيعها وتحديد النسب التي تشترك بها البنوك التجارية في الشركات المساهمة، وكذلك تحديد حجم القروض على حسب

نوع الأصول المقدمة كضمانة لتلك القروض^(١٢)، وتحديد آجال مختلفة لاستحقاق القروض حسب الأغراض المستخدمة فيها، ويتم اللجوء إلى تلك الأدوات إما لعدم كفاية الأدوات الكمية لتحقيق الأهداف المطلوبة أو لتعزيز مفعولها^(١٣).

٣- الأساليب المباشرة

من خلال هذا الأسلوب يتدخل البنك المركزي مباشرة للرقابة على سياسات منح الائتمان من خلال أسلوبيين. أحدهما، الإقناع الأدبي. والآخر، هو إصدار الأوامر والتعليمات الملزمة للبنوك^(١٤)، وتستخدم تلك الأساليب إما لتعزيز الأدوات الأخرى أو كبديل عنها في حالة عدم نجاحها في تحقيق الأثر المطلوب.

٤- الأساليب المستحدثة للرقابة على الائتمان^(١٥).

ظهرت تلك الأساليب من ممارسات الأعمال المصرفية، ومن تلك الأساليب: تحديد نسبة رأس المال المدفوع إلى الودائع، وتحديد نسبة القروض إلى رأس المال، وتحديد حصة لإعادة خصم الأوراق التجارية، أو الاقتراض في حدودها، واستخدام سياسة الودائع الحكومية لمراقبة عملية الائتمان من خلال تغيير حجم الودائع، واشتراك البنك المركزي في أسواق الائتمان مثل البنوك التجارية بالإضافة إلى معايير لجنة بازل للحد من مخاطر الائتمان.

ومن تلك الأساليب في مصر ضبط العلاقة بين الأصول والخصوم بالعملية الأجنبية، وذلك في ١٩٩١/٣/٢١ بحيث تحافظ البنوك على أن لا تزيد النسبة بينهما عن ١٥٪، كما تقرر في ١٩٩١/١/١٧ إلزام البنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري ما عدا فروع البنوك الأجنبية بتحقيق المعايير الدولية لكفاية رأس المال بما يتفق مع معايير لجنة بازل.

ويتوقف تأثير تلك الأساليب على سوق الأوراق المالية على حسب الأداة المستخدمة مثال ذلك: تحديد نسبة القروض إلى رأس المال قد يؤدي إلى زيادة إصدار الأوراق المالية للحصول على التمويل اللازم للاستثمار، أما تحديد نسبة لقبول الودائع في حدود رأس المال قد يؤدي ذلك إلى توجيه بعض الأموال للاستثمار في الأوراق المالية بالإضافة إلى التغيير الذي تحدثه تلك الأدوات في أسعار الفائدة وكميات النقود والذي يؤثر بدوره على سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني

أثر التقلبات في متغيرات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية

تؤثر السياسة النقدية في سوق الأوراق المالية من خلال التأثير في متغيرات السياسة النقدية والتي يكون لها تأثير مهم على سوق الأوراق المالية، وتتناول أثر تلك المتغيرات في سوق الأوراق المالية على النحو التالي:-

المطلب الأول

أثر تقلبات سعر الصرف في أداء سوق الأوراق المالية

يواجه المستثمرون الأجانب في سوق الأوراق المالية لبلد ما نوعين من المخاطرة، أولهما: المخاطرة التي يواجهها المستثمرون المحليون والمتعلقة بالتقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم والسندات، وثانيهما: المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون الأجانب فقط والمتعلقة بالتغيرات الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد، حيث إن قيمة الأسهم والأرباح الموزعة الخاصة بها مقومة كلها بعملة هذا البلد داخل أسواقه المالية، وبالتالي فإن التغيرات الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد ستلغي المنافع التي يحصل عليها المستثمر الأجنبي من تغير أسعار الأسهم والسندات في حال انخفاض قيمتها، وسوف نقوم بدراسة العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم من خلال بيان مفهوم سعر الصرف وأنواعه، ثم بيان أثر تغيرات أسعار الصرف في أداء سوق الأسهم، وذلك على النحو التالي:-

أولاً: مفهوم سعر الصرف وأنواعه

توجد في كل دولة في العالم عملة نقدية محلية تستخدمها داخل حدودها، وهذا بدوره سوف يسهل عملية التبادل السلعي داخليا، والنقود هي كل شيء يقبل قبولاً عاماً ويستخدم كمقياس للقيم وكوسيط للتبادل وكمخزن للقيمة، ويسري هذا التعريف على علي الدول أو المناطق التي تتعامل بعملة قانونية واحدة حيث تتم المدفوعات من المدين إلى الدائن إما بنقود معدنية أو بأوراق نقدية، ولكن عند التعامل بين الدول نجد أن هذه الآلية تتوقف عن العمل ولا بد من نظام يقوم بتحويل العملة الوطنية إلى عملات أخرى؛ حيث إن قيام التجارة والتبادل والاستثمار وانتقال رؤوس الأموال بين الدول أظهر الحاجة إلى عملة دولية أخرى غير العملة المحلية، وهذا

يتطلب إيجاد علاقة مشتركة بين هاتين العمليتين،^(٧٦) وبالتالي يعد سعر الصرف الوسيلة الأساسية لتسوية المدفوعات الدولية، إذ أنه يحدد العلاقة بين أسعار السلع والخدمات المحلية وأسعار السلع والخدمات الخارجية.

ويعرف سعر الصرف بأنه ثمن عملة دولة ما مقومة في شكل عملة دولة أخرى، أو هو نسبة مبادلة عمليتين.^(٧٧)

ويعرف بأنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي تعادل وحدة واحدة من العملة المحلية أو عدد الوحدات من العملة المحلية التي تعادل وحدة واحدة من العملة الأجنبية.^(٧٨)

ويعرفه البعض بأنه عبارة عن عدد الوحدات الوطنية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة أجنبية، أو عدد الوحدات الأجنبية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة وطنية.^(٧٩)

وفي ضوء ذلك يمكن النظر لسعر الصرف من زاويتين فإذا ما تم اعتبار عملة الدولة هي الأساس وبالتالي هي عبارة عن سلعة، تكون الوحدات من عملات الدول الأخرى أو أجزائها التي تقابل الوحدة من السلعة الوطنية هي الثمن، أما إذا ما تم اعتبار الوحدة النقدية الأجنبية هي الأساس وبالتالي هي عبارة عن سلعة تكون الوحدة من العملة الوطنية أو أجزائها هي الثمن.^(٨٠)

ولا فرق بين الطريقتين في التعبير عن سعر الصرف من الناحية النظرية، أما من الناحية العملية فإن اعتبار العملة الوطنية كسلعة والعملية الأجنبية كثمن لها يمكن تفسيره بقوة تلك العملة الوطنية واعتبارها من العملات الارتكازية في أسواق النقد العالمية.^(٨١) ويعتبر المفهوم الثاني الأكثر شيوعاً واستخداماً.^(٨٢)

وتوجد عدة أنواع لسعر الصرف نتناولها علي النحو التالي:

١ - سعر الصرف الاسمي

يتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما.^(٨٣) ويؤدي التعادل بين عنصري العرض والطلب في أسواق الصرف الأجنبي إلي وضع أسعار صرف اسمية يتم علي أساسها تبادل العملات.^(٨٤) وبالتالي يمكن تعريف سعر الصرف الاسمي علي أنه مقياس لقيمة عملة إحد

البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر. ^(٧١) لذا فهو يعبر عن سعر العملة الوطنية مقومة بوحدات من العملة الأجنبية، وبالتالي فإن ارتفاع سعر الصرف الإسمي يعتبر مرادفا لانخفاض قيمة العملة الوطنية، بينما نجد أن انخفاض سعر الصرف الإسمي يعني ارتفاع قيمة العملة الوطنية. ^(٧٢) ويعبر سعر الصرف الإسمي عن سعر الصرف بين عملتين دون الأخذ في الاعتبار مدى القدرة الشرائية من سلع وخدمات لهاتين العملتين بين البلدين، حيث إنه يتحدد يوميا في أسواق الصرف وفقا لمجموعة من المحددات. ^(٧٣)

وعلى الرغم من أن سعر الصرف الإسمي لا يعتبر مؤشرا جيدا لقياس التنافسية الخارجية للدولة من قبيل أنه لا يأخذ في اعتباره معدلات التضخم للدول المختلفة؛ إلا أن أهميته تبقى قائمة نظرا للحاجة إليه للتعرف على موقف ديون الدولة الخارجية وحجمها في المستقبل. ^(٧٤)

وينقسم سعر الصرف الإسمي إلى نوعين:- ^(٧٥)

- سعر الصرف الرسمي؛ وهو السعر المعمول به في المبادلات الجارية الرسمية ويستند على أسعار معلنة بالفعل رسمية، ويتم التعامل عليها وفقا لما هو معلن بالفعل وكلما كان هذا السعر عادلا كلما كان السوق متوازنا متوازنا فعلا.

- سعر الصرف الموازي؛ وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية ويخضع لقوى المساومة بين الطرفين وهو سعر متغير من عملة إلى أخرى، ومن عميل لآخر، كما أنه غير ثابت وغير معلن رسميا بل يتم إعلانه بشكل شخصي مما يعني إمكانية وجود أكثر من سعر في نفس الوقت لنفس العملة في البلاد، وفي الواقع فإن المتعاملين والاقتصاديين لا يهتمهم مستوى سعر الصرف الإسمي بقدر ما يحويه من قوة شرائية، أي كمية السلع التي يمكن اقتناؤها بنفس المبلغ من العملة المحلية وهو ما يعرف بسعر الصرف الحقيقي.

٢ - سعر الصرف الحقيقي

بخضوع أسعار الفائدة ومستويات الأسعار لمجموعة من التغيرات في مختلف الدول بالإضافة إلى سلوك المتعاملين في سوق الصرف فإن سعر الصرف الإسمي لا يعبر عن سعر الصرف الحقيقي، ^(٧٦) لذا تم اللجوء إلى أسعار الصرف الحقيقية في التحليل

الاقتصادي، بحيث يعمل هذا السعر علي تصحيح سعر الصرف الاسمي بما يعادل معدلات التضخم، أو بحيث يشير إلي سعر الصرف الاسمي مع دلا بحسب الأسعار النسبية بين الدول وشركائها التجاريين.^(٨٤)

ويعرف سعر الصرف الحقيقي علي أنه نسبة مستوى السعر العالمي للسلع المتاجر بها إلي الأسعار المحلية مقاسا بعملة مشتركة، أو هو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يعد مؤشرا مناسباً يقيس لنا القدرة التنافسية الدولية.^(٨٥)

لذا فإن اتجاه وميل مؤشر سعر الصرف الحقيقي نحو الارتفاع يؤدي إلي ضعف وتقلص التنافسية للسلع المصدرة من حيث الأسعار، وبالمقابل فإن انخفاض هذا المؤشر يعتبر عاملاً إيجابياً يؤدي إلي رفع القدرة التنافسية، وبالتالي تشجيع الصادرات.^(٨٥) حيث إن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ينطوي علي أنه يتطلب أكثر من وحدات من سلع أجنبية لشراء وحده من السلع المحلية وعليه فهو نوع من فقدان القدرة علي المنافسة والعكس صحيح،^(٨٦) لأن ارتفاع مداخيل الصادرات بالتزامن مع ارتفاع تكاليف إنتاج المواد المصدرة بنفس المعدل لا يدفع إلي التفكير في زيادة الصادرات لأن هذا الارتفاع في العوائد لا يؤدي إلي تغيير في أرباح المصدرين وإن ارتفعت مداخيلهم الاسمية بنسبة عالية.^(٨٧) وبالتالي نجد أن سعر الصرف الحقيقي يساعد كثيراً في دراسة تطورات سعر الصرف، كما أن له أهمية كبيرة بالنسبة لميزان المدفوعات وكذا لتطورات ونمو الأسواق السلعية والنقدية والمالية خاصة في الدول الناشئة.

٣ - سعر الصرف التوازني

تؤثر الصدمات المؤقتة علي سعر الصرف الحقيقي وتبعده عن مستواه التوازني، بالإضافة إلي أن الصدمات الحقيقية تؤثر علي المستوى التوازني، ولهذا فإنه من الضروري تحديد هذا المستوى التوازني ومن ثم تفسير مجراه، ويعتمد تحديد سعر الصرف التوازني علي معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي (الأساسيات)، وبالتالي كيفية تأثير هذه الأساسيات علي سعر الصرف ومنه تكون مؤشرات لسعر الصرف التوازني.^(٨٨)

وبالتالي يمكن تعريف سعر الصرف التوازني بأنه هو الذي يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب بعيداً تدخل السلطات الحكومية لتحقيق توازن داخلي وخارجي،

لكن هذا السعر يتطلب سوق صرف فعال ومنظم. ^(٥٥) حيث تقترب تسمية سعر الصرف هذا مع التوازن الاقتصادي الكلي، أي أن سعر الصرف التوازني يعبر عن توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي. ^(٥٥)

ويعرف بأنه السعر الذي يتوازن عنده الكمية المطلوبة والكمية المعروضة من إحدى العملات، وبالتالي نجد أن سعر الصرف التوازني مثل السعر التوازني لأي سلعة من السلع المتداولة في الأسواق الحرة في حالة المنافسة الكاملة، لذا فإن السعر التوازني عبارة عن فكرة خيالية لا وجود لها كثيرا في الواقع الفعلي للعملات النقد الأجنبية، نظرا لديناميكية العلاقات الاقتصادية وهو ما يؤدي إلي ندرة حدوث التساوي بين العرض والطلب علي النقد الاجنبي، حيث يتغير السعر يوميا نتيجة تغير قوي العرض والطلب، ومن هنا لا يمكن تحديد أيا من سعر الصرف أو سعر الفائدة أو مستوى الطلب الفعال أو مستوى الأجور بمنأى عن الآخر حيث كل من هذه المتغيرات ويؤثر علي الآخر. ^(٥٥)

٤ - سعر الصرف الفعال

يعبر هذا النوع من سعر الصرف عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر الصرف لعملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية معينة، فسعر الصرف الفعلي هو عدد وحدات العملة المدفوعة فعليا أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة، وعليه فمن أجل تقييم تطور قيمة العملة دوليا نقوم بحساب سعر الصرف الفعلي. ^(٥٥)

ويتم حساب هذا السعر كرقم قياسي، حيث يتم تطبيق وزن محدد يمثل الأهمية النسبية لكل دولة، ونظرا لأن هذه الحسابات تنطوي علي تغيرات في سعر الصرف خلال الزمن، فإنه يتم حسابها نسبة إلي فترة الأساس، ويتم التفرقة بين مؤشرين عند قياس سعر الصرف، هما: سعر الصرف الحقيقي الفعال والذي يأخذ في اعتباره تباين مستويات الأسعار بين الدولة محل الدراسة وشركائها التجاريين، وبالتالي يعكس تنافسية صادرات الدولة محل الدراسة في الأسواق الخارجية، وسعر الصرف الاسمي الفعال والذي يعطي صورة كاملة عن أداء القطاع الخارجي لتلك الدولة مع مجموعة شركائها التجاريين. ^(٥٥)

ثانياً: أثر تغيرات سعر الصرف في أداء سوق الأوراق المالية

تتعدد أنظمة الصرف الأجنبي، فهناك نظام سعر الصرف الثابت، ونظام سعر الصرف المرن، ونظام الرقابة على الصرف، ولكل نظام منها مميزات وعيوبه، ويختلف أثر سعر الصرف بحسب النظام المطبق، وكذلك حسب ظروف كل دولة؛ إلا أنه في ظل العولة المالية نجد أن نظام سعر الصرف المرن هو الأكثر هيمنة.^(٩٥)

حيث لوحظ أن الدول التي انتهجت سياسة الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية. ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور الملائد الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية؛ حيث إن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدوث أزمة سيولة، ويتمخض عن أزمة السيولة ظهور العجز في ميزان المدفوعات، ومن ثم النقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية. مما يزيد من الضغوط وتفاقم الأزمة حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي، وفي المقابل عند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة السيولة سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة والزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.^(٩٦)

ويمكن القول أن تبني نظام صرف ثابت يؤدي إلى حدوث الأزمات، فضرورة التدخل من أجل استقرار سعر الصرف يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات الأجنبية ويفجر الأزمة، كما أن سعر الصرف الثابت من شأنه أن يرفع من قيمة العملة وهو ما يؤدي إلى الإضرار بتنافسية البلد، ومن شأن هذا النظام أيضاً أن يؤدي إلى تقدير أقل لمخاطر الصرف، مما يدفع المتعاملين إلى الاقتراض بالعملية الصعبة ويزيد من الأزمات المصرفية، أما بالنسبة للدول الناشئة فإن أغلب الأزمات التي تتعرض لها ترتبط بالتراجع الشديد لتدفقات رؤوس الأموال، وتبين الدراسات التجريبية أن هذا الانعكاس في حركية رؤوس الأموال يحدث في ظل نظام سعر الصرف الثابت أكثر منه في نظام سعر الصرف المرن.^(٩٧)

فقد أجريت دراسة على سبع دول من دول شرق آسيا خلال الفترة من ١٩٨٨-١٩٩٨ وبينت نتائجها وجود ومعنوية علاقة سببية من أسعار الصرف إلى أسعار الأسهم في كلا من هونج كونج واليابان وماليزيا وتايلاند قبل الأزمة الآسيوية عام

١٩٩٧م، وتم ملاحظة وجود علاقة سببية من أسعار الصرف لأسعار الأسهم لجميع البلدان باستثناء ماليزيا، كما بينت الدراسة أن العلاقة تختلف باختلاف خصائص الاقتصادات فيما يتعلق بنظم أسعار الصرف وحجم التجارة ودرجة الرقابة علي رأس المال وحجم سوق الأسهم^(٣).

وأجريت دراسة لاختبار أثر التحرير المالي علي العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأسهم في الصين وتبين أن هناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشر شنغهاي للأسهم وسعر صرف الرنمينبي مقابل الدولار الأمريكي ودولار هونج كونج منذ عام ٢٠٠٥، عند اعتماد نظام سعر الصرف المرن المدار في الصين، كما تبين أن سعر الصرف أثر بشكل ايجابي علي أسعار الأسهم^(٣).

ويؤثر سعر الصرف في سوق الأوراق المالية بشكل مباشر، وغير مباشر^(٤). فقد يؤثر التغير في سعر الصرف بشكل مباشر من خلال تحول الطلب تجاه الأوراق المحلية، حيث إن انخفاض قيمة العملة الوطنية يؤدي إلى أن تصبح أسعار الأوراق المالية المحلية أرخص بالنسبة للمستثمر الأجنبي (مع ثبات العوامل الأخرى)، وهو ما قد يشجع على الاستثمار فيها، وبالتالي يرفع أسعارها. هذا فضلاً عن أن المستثمرين المحليين قد يحاولون التخلص من الأرصدة النقدية بالعملة الوطنية والتحول للاستثمار في الأصول مثل الأسهم والسندات، وبالتالي يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية، كذلك فإن انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لتكاليف المشروعات، وبالتالي يشجع المستثمر الأجنبي على زيادة الاستثمارات المباشرة من خلال تأسيس شركات جديدة أو الأسهم في شركات قائمة مما يزيد المعروض من الأوراق المالية خاصة إذا كانت تلك الشركات تصدر أوراق مالية، وقد يؤدي ذلك أيضاً إلى تشجيع رؤوس الأموال الوطنية على الاستثمار في الداخل، وكذلك عودة الأموال والذي يترتب عليه زيادة الاستثمارات، والذي قد يؤدي إلى زيادة إصدار الأوراق المالية، ويحدث العكس في حالة ارتفاع قيمة العملة إلا أن استمرار انخفاض قيمة العملة يؤثر سلباً على الاستثمار الأجنبي وعلى نشاط سوق الأوراق المالية حيث يؤدي ذلك إلى انخفاض العائد واهتزاز الثقة بالعملة، والذي يؤثر سلباً على نشاط السوق، وهذا ما حدث في دول جنوب شرق آسيا فقد أدى انخفاض سعر صرف العملات الوطنية لتلك الدول إلى انهيار أسواقها المالية.

ويؤثر سعر الصرف في سوق الأوراق المالية بصورة غير مباشرة عبر السوق السلعية، ويظهر ذلك التأثير في الأجل الطويل، حيث إن انخفاض قيمة العملة الوطنية يعني انخفاض في أسعار الصادرات الوطنية مقارنة بأسعار السلع الأجنبية المشابهة وذلك بافتراض ثبات العوامل الأخرى ويساعد ذلك على زيادة القدرة التنافسية للصادرات، وبالتالي زيادة الدخل القومي، والذي يؤدي إلى زيادة المدخرات وزيادة الطلب على الأوراق المالية، كما قد تؤدي زيادة الصادرات إلى زيادة فرص تحقيق الشركات التصديرية للأرباح مما يزيد من الطلب على الأوراق المالية التي تصدرها، كذلك يؤدي انخفاض قيمة العملة الوطنية إلى ارتفاع أسعار الواردات عن السلع الأجنبية وبالتالي يؤدي انخفاض الطلب على الواردات، ويترتب على ذلك تحسن في الدخل القومي، وبالتالي تحسن الطلب على الأوراق المالية، إلا أن تحقق ذلك سواء أكان زيادة الصادرات أو انخفاض الواردات يتوقف على مدى مرونة الصادرات والواردات وبالتالي استجابتها للتغير في سعر الصرف.^(٦١)

ويختلف تأثير تغيرات أسعار الصرف على الأسواق المالية علي حسب اختلاف طبيعة العملات ومكانتها في سلة المدفوعات الدولية، وكذلك حسب طبيعة الأسواق المالية وكثافتها كما سيتبين لنا من الدراسة، إلا أن قناة انتقال هذا التأثير هي نفسها بالنسبة لمعظم الأسواق، ويمكن النظر إلى آلية انتقال هذا التأثير من خلال الشركات أو من خلال المستثمرين الأجانب.^(٦٢)

من خلال الشركات، حيث تتأثر معظم الشركات بالتغيرات التي تطرأ على أسعار صرف العملة إيجاباً أو سلباً، ويختلف بحسب ما إذا كانت شركة مصدرة أو مستوردة فإذا كانت الشركة مصدرة فإن انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية سوف يرفع من عوائدها بسبب ارتفاع متحصلاتها عند تحويل العملة الأجنبية للعملة المحلية، وهذا يشجع المستثمرين على شراء أسهم تلك الشركة، وهو ما يؤدي إلى تحسن قيمة الورقة المالية وبالتالي تصبح العلاقة عكسية أما إذا كانت الشركة تستورد المواد الأولية فإن انخفاض قيمة العملة المحلية يمكن أن يلغي الأرباح المحققة نتيجة الاستيراد، وبالتالي فإن الأثر يختلف من شركة لأخرى. فقد أدي تدهور أسعار البترول خلال منتصف الثمانينات إلى زيادة أرباح الشركات الصناعية الغربية ومن ثم ارتفاع عوائد أسهمها وبالتالي أسعار هذه الأسهم في الأسواق، فقد توصلت دراسة إلى أن ارتفاع قيمة العملة يؤثر سلباً على سوق الأسهم المحلية للدول التي تمتاز بهيمنة الصادرات وإيجابياً على سوق الأسهم للدول التي تمتاز بهيمنة الواردات.^(٦٣)

من خلال المستثمر الأجنبي، حيث إن المستثمر الأجنبي يكون أكثر عرضة لمخاطر تقلبات العملة المحلية، وقد يؤثر التغير في العملة المحلية بالإيجاب أو بالسلب علي المستثمر الأجنبي، فبالنسبة للمستثمرين الذين استثمروا فإن انخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلي تحمل المستثمر الأجنبي خسارة في عائد السهم بالعملة الأجنبية، وقد يترتب علي ذلك تخلص المستثمر الأجنبي من الأوراق المالية والتوجه لأسواق أخرى وبالتالي زيادة المعروض من الأوراق المالية وهو ما يؤدي إلي انخفاض قيمتها، أما بالنسبة للمستثمرين الذين لم يستثمروا بعد فقد يتجهون للاستثمار في الأسهم في ظل التوقع بارتفاع قيمة العملة وهو ما يترتب عليه ارتفاع العوائد، وبالتالي فإن العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية تختلف حسب توقعات المستثمرين بشأن التغيرات المستقبلية لسعر الصرف.

وعلي الرغم من أنه يتضح من التحليل النظري أن سعر الصرف يعد أحد العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية كونه أحد محددات النشاط الاقتصادي، وأن أي تقلب في سعر الصرف سيجد صده في سوق الأوراق المالية إلا أن نتائج الدراسات تبينت ولم يتم التوصل إلي نتيجة حاسمة بشأن السببية، حيث إن تأثير أسعار الصرف علي أسواق الأوراق المالية يتباين من بلد لآخر نظرا لاختلاف تطور أنظمة الصرف وكذلك درجة التطور الاقتصادي والمالي بين البلدان. وداخل نفس البلد بين قطاع وآخر وأيضا من شركة لأخرى داخل نفس القطاع، وبالتالي لا يمكن القول بصورة مطلقة أنه يوجد هناك علاقة إيجابية أو سلبية بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية.

فقد بينت نتائج دراسات أن التأثير يبدأ من سوق الصرف باتجاه سوق الأسهم، في حين بينت نتائج دراسات أخرى أن اتجاه العلاقة يبدأ من سوق الأسهم باتجاه سوق الأوراق المالية، وبينت دراسات أخرى أن العلاقة تبادلية بين سوق الصرف وسوق الأسهم، وأظهرت نتائج دراسات أن اتجاه العلاقة قد يتغير من وقت لآخر حسب الظروف الاقتصادية، وعلي الاتجاه الآخر نجد أن هناك دراسات تبين أنه لا توجد علاقة بين سوق الصرف وسوق الأسهم.

فقد أجريت دراسة لبيان العلاقة بين تقلب سعر السهم والتغيرات في أسعار الصرف في أربعة بلدان ناشئة خلال الفترة ١٩٩٤ - ٢٠٠٩م، وبينت نتائج الدراسة العلاقة القوية بين أسعار الأسهم وأسواق الصرف، حيث تستجيب أسعار الأسهم بشكل غير متماثل إلي الأحداث في سوق الصرف الأجنبي^(٨١). وبينت نتائج دراسة أخرى

أن سعر الصرف أحد المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم في سنغافورة. ^(١١) فقد بينت نتائج دراسة أجريت لاختبار تأثير سعر الصرف على مؤشرات سوق الأسهم الأمريكية خلال الفترة من ١٩٧٤ - ١٩٧٨ م، أن أسعار الأسهم ترتبط ايجابيا بسعر صرف الدولار، حيث إن انخفاض قيمة الدولار ترتبط بانخفاض في أسعار الأسهم والعكس بالعكس، ^(١٢) وهنا نجد الدراسات تبين أن التأثير يأتي من سوق الصرف باتجاه سوق الأسهم.

وقد أجريت دراسة لبيان العلاقة بين تقلبات أسواق الصرف وأسواق الأسهم، وبينت نتائجها أن العلاقة أحادية الاتجاه من سوق الأسهم الهندي إلى سوق الصرف. ^(١٣) وبينت نتائج دراسة أجريت على بعض الأسواق الناشئة الآسيوية خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٩٤ م، أن أسعار الصرف في كل من الهند وكوريا وباكستان تؤثر في أسعار الأسهم، ولكن في الفلبين أسعار الأسهم تقود أسعار الصرف. ^(١٤) وأجريت دراسة لقياس العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف وتقلبات عوائد الأسهم في ثلاث دول متقدمة وهي المملكة المتحدة واليابان وكندا، وبينت نتائجها وجود ارتباط بين تقلبات أسواق الأسهم وتغيرات أسعار الصرف، وأن هناك اتجاهات مختلفة لهذه العلاقات في الحالات المدروسة، حيث وجد تأثير معنوي إيجابي لتقلبات أسعار صرف الجنيه الاسترليني والين الياباني على تقلبات عوائد الأسهم في المملكة المتحدة واليابان، أي أن التقلبات كانت في نفس الاتجاه، بخلاف ما تم ملاحظته بالنسبة لتأثير الدولار الكندي على عوائد سوق الأسهم في كندا فقد كان اتجاه العلاقة سلبيا، إلا أن نتائج تلك الدراسة أشارت إلى حساسية أسعار وعوائد الأسهم لتغيرات أسعار الصرف في الحالات الثلاثة، ^(١٥) وتبين تلك الدراسات أن اتجاه العلاقة يختلف حسب الدولة نتيجة لاختلاف ظروف كل دولة، كما أن اتجاه العلاقة يمكن أن يختلف داخل الدولة الواحدة من فترة لأخرى كما في حالة الهند.

وتأكيدا لما سبق فقد بينت نتائج دراسة أجريت لدراسة العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم في بعض الأسواق الأوروبية الناشئة قبل وبعد اعتماد اليورو، أن العلاقة كانت أحادية الاتجاه من أسعار الأسهم باتجاه أسعار الصرف في المجر، في حين كانت العلاقة ثنائية الاتجاه في بولندا والتشيك، وذلك قبل اعتماد اليورو، أما بعد اعتماد اليورو فقد كان اتجاه العلاقة من أسعار الصرف إلى أسعار الأسهم في كل البلدان المدروسة. ^(١٦) أيضا فقد أجريت دراسة لبيان طبيعة العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف في ستة اقتصادات متقدمة (الولايات المتحدة - المملكة المتحدة -

اليابان - كندا - سويسرا - منطقة اليورو)، وذلك أثناء الأزمة المالية العالمية بين عامي ٢٠٠٧-٢٠١٠م، وقد بينت نتائجها وجود آثار أحادية الاتجاه من عوائد الأسهم إلى التغيرات في أسعار الصرف في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، وفي الاتجاه المعاكس في كندا، وأثار غير مباشرة في سويسرا ومنطقة اليورو. (٥٧)

ونجد أن هناك دراسات تبين أن العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم علاقة تبادلية، فقد بينت نتائج دراسة أجريت علي أسواق ثمانية بلدان متقدمة اقتصاديا خلال الفترة من ١٩٨٥-١٩٩١، أن الزيادة في إجمالي أسعار الأسهم المحلية له تأثير سلبي في المدى القصير وتأثير إيجابي في المدى الطويل علي قيمة العملة المحلية، كما بينت أن انخفاض قيمة العملة له تأثير سلبي في المدى القصير والطويل علي سوق الأسهم. (٥٧)

وهناك دراسات تبين أنه لا توجد علاقة بين سوق الصرف وسوق الأسهم، فقد أجريت دراسة بهدف تحليل تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية ومنها سعر الصرف علي أسعار الأسهم لتسع دول صناعية متقدمة خلال الفترة من ١٩٧٢-١٩٨٢م، وبينت نتائجها عدم معنوية تأثير سعر الصرف علي تطورات أسعار الأسهم. (٥٨) وبينت نتائج دراسة أن تغيرات أسعار الصرف لا تسبب تغيرات أسعار وعوائد الأسهم في سوق كولومبيا. (٥٩)

وفي ضوء ما تقدم يمكننا القول بضرورة أخذ خطر سعر الصرف بالحسبان في إدارة المخاطر المالية، خاصة في الدول الناشئة التي تتميز بارتفاع حدة تقلبات أسعار الصرف بها، وبالتالي يجب علي مدراء المحافظ والمستثمرين، إدراك حقيقة تلك العلاقة للوصول لاستراتيجية مناسبة لإدارة خطر سعر الصرف خاصة أثناء الأزمات المالية، فالتدهور الذي يحدث في أسعار العملة يسبق الأزمة التي تحدث في سوق الأوراق المالية، وهو ما حدث قبل الأزمة الآسيوية.

وبدراسة العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي، وأثر ذلك على قيمة الأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٨٧م وحتى ١٩٩٩م تبين أنه خلال الفترة من يونيو ١٩٨٧م إلى يونيو ١٩٩١م تم تخفيض سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي بنسبة ٢٢,٨٪، وقابل ذلك ارتفاع في قيمة الأوراق المتداولة وخلال الفترة من يونيو ١٩٩٢م وحتى يونيو ١٩٩٩م بتمتع سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار

الأمريكي بالاستقرار النسبي فلم تتعد نسبة الانخفاض في قيمة الجنيه أمام الدولار ٤٢,٠٠% كمتوسط سنوي، وترتب على ذلك حدوث نشاط كبير في سوق الأوراق المالية فقد بلغ معدل النمو السنوي في قيمة الأوراق المالية المتداولة ٨٩,٢% خلال الفترة من ١٩٩١ / ١٩٩٢م إلى ١٩٩٨ / ١٩٩٩م، وهو ما يؤكد أهمية الاستقرار النسبي لسعر الصرف الذي يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية^(٩٧).

وكان لتحرير سعر الصرف في مصر في ٢٩/١/٢٠٠٣م أثر فعال على سوق التداول في مصر؛ فقد أدى إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية في البورصة المصرية، وكذلك ارتفعت أسعار الأسهم وارتفع رأس المال السوقي لمعظم القطاعات، وتبين ذلك من خلال مقارنة البيانات قبل تحرير سعر الصرف (ديسمبر ٢٠٠٠م) وبعد التحرير (أغسطس ٢٠٠٣م)^(٩٨).

المطلب الثاني

أثر التغير في عرض النقود في أداء سوق الأوراق المالية

بعد العرض النقدي أحد أهم مكونات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي، وتتناول بالعرض لمفهوم العروض النقدي، ثم نقوم ببيان أثر التغير في عرض النقود في أداء سوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:-

أولاً: مفهوم العروض النقدي

هناك عدة مفاهيم لعرض النقود: أحدها ضيق، ويقصد به وسائل الدفع الجارية، والمتمثلة في النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي والودائع الجارية بالعملة المحلية، وثانيهما: واسع، ويقصد به السيولة المحلية، ويشمل وسائل الدفع الجارية وأشباه النقود،^(٩٩) وثالثهما: عرض النقود بالمفهوم الأوسع ويقصد به السيولة المحلية مضافاً إليها الادخارات المؤدعة خارج الجهاز المصرفي، ومن الجدير بالذكر أن أغلب الاقتصاديين والباحثين يفضل التعامل مع المفهوم الضيق لعرض النقود لأنه يعمل على قصر صفة النقود على العملة والودائع الجارية لدى البنوك التجارية، كما أن العرف الإحصائي لصندوق النقد الدولي والجداول الإحصائية لعدد كبير من البنوك المركزية في العالم يتبع تحديد عرض النقود على أساس المفهوم الضيق.^(١٠٠) ويتحكم البنك المركزي في العروض النقدي من خلال أدوات الكمية والنوعية وأدواته المستحدثة.

ثانياً: أثر التغير في العروض النقدي في أداء سوق الأوراق المالية

تباينت الدراسات في بيان آلية انتقال تأثير عرض النقود في أسعار الأسهم وفقاً لمنهجين، الأول، وهو المنهج الكينزي، ووفقاً له فإن التأثير يتحقق بطريقة غير مباشرة من خلال مقارنة العوائد النسبية المكونة للمحفظة الاستثمارية، والثاني، وهو المنهج النقدي ووفقاً له فإن التأثير يتحقق بطريقة مباشرة، حيث تؤدي زيادة عرض النقود إلى وجود فائض سيولة يحفز الأفراد والشركات لتغيير محافظهم الاستثمارية تجاه الأصول الأقل سيولة ومنها الأسهم، وبالتالي يزيد الطلب عليها وترتفع أسعارها. (٣٨)

ويذهب البعض إلى أن التغير في عرض النقد يمكن أن يسبب تغيراً في أسعار الأسهم والسندات بشكل مباشر وغير مباشر علي النحو التالي: (٣٩)

- يؤثر بشكل مباشر عن طريق قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقود، ومع ثبات الطلب علي النقود فإن الأفراد سيجدون أنفسهم أمام سيولة أكثر مما يحتاجون إليه لأغراض المعاملات المالية، فيقومون بإنفاق بعضاً من هذه الأموال الزائدة في شراء الأوراق المالية، وبما أن عرض الأسهم في الأمد القصير يكون ثابتاً، فإن الطلب الفائض علي الأسهم يولد حجم تداول كثيف يؤدي إلي ارتفاع أسعار الأسهم.

- ويؤثر بشكل غير مباشر من خلال قنواتين الأولى تتم عبر سوق السندات، حيث إن زيادة عرض النقود تؤدي إلي انخفاض أسعار الفائدة وبما أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات علاقة عكسية، فإن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلي ارتفاع أسعار السندات وهو ما يؤدي إلي انخفاض عوائدها مباشرة، وعندما يكون العائد علي السندات أقل من العائد علي الأسهم، فقد يؤدي ذلك إلي انخفاض الإقبال علي شراء السندات والتحول لسوق الأسهم وبالتالي يزداد حجم التداول بسوق الأسهم وترتفع أسعارها، وقد يؤدي زيادة العروض النقدي إلي انخفاض معدل الفائدة مما يؤدي إلي زيادة الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي، والذي يؤدي بدوره إلي زيادة الإنتاج وزيادة الدخل، مما يؤدي إلي زيادة الطلب علي منتجات الشركة وزيادة أرباحها، وبالتالي ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة علي المساهمين وهو ما يؤدي إلي تحفيز المستثمرين علي شراء الأسهم مما يؤدي بدوره إلي زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم، ونجد أن النتيجة في كل ما سبق واحدة، وتتمثل في أن الزيادة في عرض النقود تقود إلي زيادة الطلب علي الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها.

أما عن أثر انتقال الصدمات النقدية إلى سوق الأوراق المالية، فقد أثار جدلاً واسعاً بين العديد من المدارس الاقتصادية، والتي تركزت حول نوع العلاقة التي تربط عرض النقد بأسعار الأوراق المالية، ونجد أن أول من تصدى لبيان تلك العلاقة هو الاقتصادي فريدمان وشوارتز، فقد توصلا بعد إجراء عدد من الدراسات القياسية والإحصائية إلى وجود علاقة طردية موجبة تربط الكمية المعروضة من النقود بمستوى النشاط الاقتصادي، حيث إن زيادة كمية النقود المعروضة سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، وبالتالي تشجيع المناخ الاستثماري وسيؤدي ذلك بالضرورة إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة وبالتالي خلق الدخول التي تنعكس بالتالي على زيادة الطلب، وهو ما يؤثر إيجابياً في الأرباح لمتنشات الأعمال وهو ما يؤدي إلى ارتفاع مستوى أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم العادية، وقد شكك بعض الاقتصاديين في الدراسة السابقة ففي دراسة للاقتصادي كيران لاحظ وجود علاقة عكسية بين المعروض النقدي وأسعار الأوراق المالية، حيث إن لزيادة عرض النقود تأثيراً إيجابياً في أرباح المتنشات، كما أن له تأثيراً سلبياً على حدوث التضخم والذي يؤدي في النهاية لزيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها، وقد أكدت الدراسات اللاحقة على صحة كلتا النتيجةين السابقتين، فقد أوضحت تلك الدراسات أن زيادة عرض النقود يمكن أن تؤثر بصورة إيجابية على أسعار الأسهم تفوق التأثير السلبي الناجم عن ارتفاع معدل العائد على الاستثمار بسبب التضخم، وبالتالي فإن المعروض النقدي يرتبط بعلاقة طردية مع أسعار الأسهم، وهو ما يتفق مع ما توصل إليه كل من فريدمان وشوارتز، أما إذا كان الأثر السلبي للمعروض النقدي على عائد الاستثمار يفوق الأثر الإيجابي فنكون أمام نتيجة تتفق مع ما توصل إليه كيران. (٥٨)

فقد بحثت دراسة العلاقة بين حجم التداول وأسعار الأسهم وتوصلت إلى أن أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة موجبة مع تغير عرض النقود، (٥٩) وبحث دراسة أخرى العلاقة بين عرض النقود وحجم التداول وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية بين عرض النقود وأسعار الأسهم، حيث تؤدي زيادة معدل نمو عرض النقود إلى ارتفاع معدل التضخم وانخفاض قيمة العملة ويؤدي ذلك إلى انخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وانخفاض أسعار الأسهم. (٦٠)

ويمكن أن يختلف تأثير التغيرات المتوقعة وغير المتوقعة في العرض النقدي في سوق الأسهم، فقد أجريت دراسة لقياس تأثير النقود على أسعار الأسهم مع إعطاء اهتمام خاص للتغيرات المتوقعة وغير المتوقعة في العرض النقدي، وتوصلت إلى أن التغيرات غير المتوقعة في العرض النقدي لها تأثير أكبر في سوق الأسهم من التغيرات المتوقعة. (٨٨)

ونجد العديد من الدراسات تناولت العلاقة بين المعروض النقدي وأسعار الأسهم، بينت نتائج دراسات منها أن اتجاه العلاقة تبدأ من أسعار الأسهم؛ حيث إن التغيير في أسعار الأسهم يسبق التغيير في المعروض النقدي، (٨٩) في حين أن دراسات أخرى بينت أن اتجاه العلاقة يبدأ من المعروض النقدي؛ حيث إن التغيير في المعروض النقدي هو الذي يسبق التغيير في أسعار الأسهم. (٩٠)

وقد أجريت دراسة لبيان العلاقة بين حركة أسعار الأسهم وحجم التداول، وتوصلت إلى أن التغيير في عرض النقود يؤدي إلى تغير أسعار الأسهم خلال شهر إلى شهرين، وأن أسعار الأسهم تواكب عرض النقود. (٩١)

وتأكيداً لما سبق فيما يتعلق بطبيعة العلاقة فقد بينت دراسات أن العلاقة بين المعروض النقدي ومؤشر أسعار الأسهم علاقة طردية، (٩٢) في حين بينت نتائج دراسات أخرى أن العلاقة بينهما عكسية. (٩٣)

وذهبت دراسة إلى عدم وجود علاقة، فقد قامت دراسة لبيان العلاقة بين المعروض النقدي وأسعار السوق للأسهم خلال الفترة (١٩٥٤-١٩٧٢) في بريطانيا، وبينت عدم وجود علاقة بين النقود وأسعار الأسهم. (٩٤)

وتم دراسة أثر المعروض النقدي على سوق الأوراق المالية في مصر وتبين أن لعرض النقود أثراً إيجابياً على سوق الأوراق المالية بشقيه الأولي والثانوي (٩٥)، وبينت دراسة أخرى أن معدل نمو السيولة المحلية في مصر له تأثير معنوي إيجابي على السوق الأولي، ولكن لم يظهر لها أثر على مؤشرات السوق الثانوي (٩٦)، واستقرت كلتا الدراستين على ضرورة توفير الاستقلالية الكافية للبنك المركزي تحديد معدل نمو عرض النقود والسيولة المحلية بما يتفق مع معدلات النمو المستهدفة مع تجنب حدوث ضغوط تضخمية، وقرى أيضاً ضرورة التنسيق الفعلي بين البنك المركزي والجهات المسؤولة عن سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث

أثر التضخم في أداء سوق الأوراق المالية

يعتبر التضخم من أهم الظواهر التي تعاني منها بلدان العالم خاصة في الوقت الراهن، ولعل من الحقيقة أنه لا توجد ظاهرة اقتصادية يعايشها الإنسان بكل ضغوطها الثقيلة مع عجزه عن الإحاطة بطبيعتها وإدراك أبعادها مثل ظاهرة التضخم، وتتناول في هذا المطلب ماهية التضخم من خلال تعريفه والتعرف على أنواعه، ثم تتناول بالبيان أثر التضخم في أداء سوق الأوراق المالية كونه أحد أهم المتغيرات النقدية وذلك على النحو التالي:

أولاً: ماهية التضخم

١ - مفهوم التضخم

يتفق معظم الاقتصاديين على أن التضخم يعبر عنه بأنه وجود اتجاه نحو الارتفاع العام والمستمر في المستوى العام للأسعار^(٨)، ويعرف بأنه هو كل زيادة في كمية النقد المتداول تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار^(٩)، ويعرفه البعض بأنه حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض^(١٠)، ونلاحظ أن تعريف التضخم يعتمد على فكرتين رئيسيتين وهما: الزيادة في كمية النقود بالنسبة لكمية السلع، وأن حدوث الارتفاع في المستوى العام للأسعار ما هو إلا تعبير عن زيادة في كمية النقود بالنسبة لكمية الإنتاج^(١١).

٢ - أنواع التضخم

تتعدد أنواع وصور التضخم بحسب الزاوية التي يتم النظر منها إليه، فإذا ما تم النظر إلى مدى الوقوف عليه نجد التضخم الظاهر والتضخم المستتر، وإذا نظرنا إلى حجمه نجد التضخم الكلي والتضخم الجزئي، وإذا نظرنا إلى مصدره نجد التضخم المحلي والتضخم المستورد، وإذا نظرنا إلى حدته نجد التضخم الجامح والتضخم الزاحف، وإذا نظرنا إلى ارتباطه بالعلاقات الاقتصادية نجد التضخم الاستهلاكي أو السلعي والتضخم الرأسمالي، وإذا نظرنا إلى ارتباطه ببعض الظواهر الأخرى نجد التضخم الركودي، ونستعرض تلك الأنواع بإيجاز على النحو التالي:-^(١٢)

١-٢- التضخم الظاهر والتضخم المستتر

التضخم الظاهر أو المكشوف أو الطليق وفيه تتحرك الأسعار بحرية دون أية عوائق، ودون أن تتدخل السلطات، والمفروض أن يكون التضخم علي هذه الصورة حتي يسهل اتخاذ الإجراءات الملائمة لعلاجها، كما أن هذه الصورة عندما تحدث أسبابا للتضخم بنسبة معينة فإنها في الغالب تنعكس هذه الأسباب علي الأسعار بنسبة معينة.

أما التضخم المكبوت وفي هذا النوع لا يسمح للأسعار بالارتفاع من خلال عدة أنظمة حكومية مثل التسعير الجبري ونظام البطاقات؛ إلا أن هذه الإجراءات الحكومية التقييدية لا يمكن أن تستمر طويلا في مواجهة ارتفاع الأسعار.

٢-٢- التضخم الكلي والتضخم الجزئي

التضخم الكلي ويحدث عندما تصل عوامل الإنتاج إلي مرحلة التشغيل الكامل، بحيث تبدأ مرونة عوامل الإنتاج صفر، وبالتالي فإن أي زيادة في كمية النقود أو زيادة الطلب لا يقابلها زيادة في الإنتاج، وذلك لأن عوامل الإنتاج تعمل بكامل طاقتها، وفي هذه الحالة نجد أن الزيادة في كمية النقود تنعكس علي الأسعار بالزيادة بنسبة تتناسب معها، ويحدث هذا النوع من التضخم عندما يشمل جميع قطاعات الاقتصاد، أو عندما يشمل إقليم الدولة بالكامل.

أما التضخم الجزئي فيحدث في فترات الانتعاش وقبل أن يصل الاقتصاد إلي مرحلة التشغيل الكامل، ويحدث عندما يقتصر علي أحد قطاعات الاقتصاد فقط، أو عندما يقتصر علي إقليم من أقاليم الدولة.

٢-٣- التضخم المحلي والتضخم المستورد

التضخم المحلي ويحدث عندما تكون الأسباب المؤدية إلي التضخم مصدرها الاقتصاد الوطني أي أسباب داخلية.

أما التضخم المستورد فيحدث عندما تكون الأسباب المؤدية إليه مصدرها عوامل خارجية عن الدولة وعن الاقتصاد الوطني، ويظهر هذا النوع في الدول الصغيرة والنامية، والتي تستورد معظم السلع والخدمات من الخارج ونتيجة لارتفاع أسعار تلك السلع، ينتقل التضخم في هذه الحالة مع السلع والخدمات المستوردة إلي البلاد المستوردة.

٢-٤- التضخم الجامح والتضخم الزاحف

التضخم الجامح ويحدث هذا النوع عندما ترتفع الأسعار ارتفاعا كبيرا تتبعها زيادة مماثلة في الأجور، وهو ما يؤدي إلي زيادة نفقات الإنتاج، وانخفاض معدل الربح، وهو ما يتحتم معه زيادة الأسعار والأجور مرة أخرى، ويعتبر التضخم الجامح من أخطر الأنواع وأشدها ضررا علي الاقتصاد الوطني، ويصعب علي السلطات التحكم فيه حيث تتوالي الارتفاعات الشديدة للأسعار دون توقف وتزداد سرعة دوران النقود، وتفقد النقود قوتها الشرائية، وقيمتها كوسيط للتبادل وكمخزون للقيمة.

أما التضخم الزاحف فهو تضخم تدريجي ويطيء، وتتميز الأسعار في ظلّه بارتفاعات متتالية ومستمرة، لكنها غير عنيفة، حيث ترتفع بمعدلات صغيرة في حدود ٢٪.

٢-٥- التضخم الاستهلاكي والتضخم الرأسمالي

التضخم الاستهلاكي أو السلي هو الذي يحدث في القطاعات الاستهلاكية، وبالتالي يمنح منتجي السلع الاستهلاكية فرض تحقيق أرباح مؤقتة بصورة كبيرة.

التضخم الرأسمالي والذي يصيب جانب السلع الرأسمالية وبالتالي يؤثر علي مستويات الاستثمار والإنتاج.

٥-٦- التضخم الركودي

التضخم الركودي والذي يعبر عن التعايش الذي حدث بين التضخم والبطالة لفترة طويلة.

ثانياً: أثر التضخم في أداء سوق الأوراق المالية

يؤثر التضخم في سوق الأوراق المالية بشكل مباشر وغير مباشر^(٢١)؛ فقد يؤثر التضخم بصورة مباشرة على جانب الطلب لسوق الأوراق المالية من خلال التأثير في القيمة الحقيقية للأصول المالية وعائد الاستثمار حيث ارتفاع معدل التضخم يعني انخفاض القوة الشرائية للنقود، وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية للأصول المالية والدخل المتولد عنها الذي يؤدي بدوره إلى تفضيل المستثمر الاستهلاك الحالي

والاستثمار في الأصول المادية عن الاستثمار في الأصول المالية، وبالتالي ينخفض الطلب على الأوراق المالية، ولكن يختلف أثر التضخم حسب نوع الورقة المالية حيث تتأثر السندات طويلة الأجل ذات العائد الثابت نتيجة انخفاض القيمة الحقيقية للسند، وكذلك العائد المتولد عنه بسبب ارتفاع معدل التضخم، والذي قد يؤدي إلى جعل أسعار الفائدة الحقيقية سالبة، وبالتالي يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى انخفاض الطلب على تلك السندات، أما الأسهم فيختلف تأثير التضخم بحسب ما إذا كانت أسهم منشأة تمتلك موارد مادية كبيرة يؤدي التضخم إلى ارتفاع أسعارها وتعظيم قيم أصولها، وبالتالي يزيد الطلب عليها أو أسهم منشأة تفتقر إلى أصول مادية يمكن أن ترتفع أسعارها، وبالتالي يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى انخفاض الطلب عليها.

كما قد يؤدي زيادة الإنفاق الحكومي الناتج عن التضخم إلى زيادة إصدار الأوراق المالية الحكومية في ظل عدم استجابة الإيرادات الضريبية في الأجل القصير للزيادة في الإنفاق، وبالتالي يزيد المعروض من الأوراق المالية الحكومية، كذلك قد يؤدي التضخم إلى زيادة فرص تحقيق الأرباح، وبالتالي يزيد الاستثمار، وكذلك الزيادة في النفقات الناتجة عن التضخم مع الأخذ في الاعتبار أن التضخم قد يصاحب بإتباع سياسة انكماشية، وبالتالي يقل منح الائتمان، ويزداد إصدار الأوراق المالية بهدف التمويل.

ويؤثر التضخم بصورة غير مباشرة في سوق الأوراق المالية حيث يؤدي التضخم إلى انخفاض القيمة الحقيقية للدخل، وبالتالي يزيد نصيب الاستهلاك، ويقل الادخار، والذي قد يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية، أيضاً يؤثر التضخم سلباً على الميزان التجاري للدولة نتيجة لارتفاع أسعار السلع المصدرة، والتي تزيد المنافسة في غير صالحها كذلك قد يؤدي التضخم إلى زيادة الواردات نتيجة ارتفاع بعض الدخول النقدية المصاحبة للتضخم، مما يؤثر على سوق الأوراق المالية.

ويمكن أن تكون أمام عدة سيناريوهات مختلفة للتغيرات في معدلات التضخم (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة) والتي قد تؤدي إلى تغيرات في أسعار الأسهم، (٢٠١).

- قد يؤدي تزايد معدلات التضخم إلى ارتفاع العوائد الإجمالية للشركات، في حين أن التكاليف لن تزداد بنفس المقدار لفترة من الزمن نتيجة لانخفاض الأجور

والتي سوف تظل لمدة علي حاليها، حيث إن عقود العمال تكون في العادة عقود طويلة الأجل، وهو ما يؤدي إلي ازدياد القيمة الحقيقية للأسهم، وبالتالي تكون العلاقة إيجابية نتيجة من التضخم إلي أسعار الأسهم.

قد يؤدي تزايد معدل التضخم إلي تزايد معدلات الفائدة الاسمية، وعند تزايد معدل التضخم ومعدلات الفائدة فإن تكاليف الاقتراض سترتفع، وستكون أكثر ارتفاعاً بالنسبة للشركات ذات المديونية المرتفعة، وهو ما يؤدي إلي انخفاض صافي الدخل وبالتالي انخفاض في أسعار الأسهم، وبالتالي تكون العلاقة سلبية.

- إذا كان التضخم ناتجاً عن زيادة في الطلب، فقد يؤدي إلي ارتفاع أسعار المخرجات بنسبة أكبر وأسرع من أسعار المدخلات، وبالتالي ارتفاع العوائد الإجمالية وصافي الدخل نتيجة لزيادة أسعار المخرجات، وبالتالي تكون العلاقة إيجابية.

- إذا كان التضخم ناتجاً عن ارتفاع في التكاليف، فبقا باقي العوائد الإجمالية للشركات دون تغير وقد تنخفض إذا ارتفعت تكاليف الإنتاج، وبالتالي سينخفض صافي الدخل وأسعار الأسهم، وبالتالي تكون العلاقة سلبية.

- إذا كانت المرونة السعري للطلب علي منتجات الشركة منخفضة، فإن ارتفاع معدلات التضخم قد يسبب زيادة في مبيعات الشركة وصافي الدخل وبالتالي أسعارها، ويحدث العكس إذا كانت المرونة السعري للمنتجات التي تنتجها الشركة مرتفعة.

وتعتمد الدراسات الاقتصادية لتحليل العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم علي اتجاهين أساسيين: (١١)

الأول: فرضية «فيشر» والتي تفترض أن معدلات العوائد الاسمية للأسهم تساوي معدلات العوائد الحقيقية بالإضافة إلي معدل التضخم المتوقع، وبالتالي فإن العلاقة إيجابية بين عوائد الأسهم والتضخم؛ حيث إن أسعار الأسهم ترتفع مع ارتفاع المستوى العام للأسعار، لذا يمكن استخدام الأسهم كأداة للتحوط التام والجزئي من مخاطر التضخم للأجل الطويل، ولكنها ليست فعالة للأجل القصير.

الثاني: فرضية «فاما» والتي تفترض وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، فالعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الحقيقية مثل: الناتج المحلي، والانفاق الاستثماري، ومعدل العائد الحقيقي علي رأس المال، وبين عوائد الأسهم علاقة

طردية، أما العلاقة بين هذه المتغيرات والتضخم فهي علاقة عكسية، وبالتالي تكون العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم علاقة عكسية.

ونجد أن تلك الدراسات بعضها يؤيد فرضية «فاما» والبعض الآخر يؤيد فرضية «فيشر» فقد بحثت دراسة العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في اليونان خلال الفترة (١٩٨٥-٢٠٠٠) وبينت نتائجها وجود علاقة سالبة في الأجل الطويل بين معدل التضخم وعوائد الأسهم بما يتفق مع فرضية فاما،^(٥١) وبحثت دراسة أخرى العلاقة بين التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم، وتوصلت إلي وجود علاقة سالبة بين التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم وفقاً لفرضية فاما، وأن العلاقة تكون أقوى في أوقات الكساد منها في أوقات الزواج.^(٥٢) وأجريت دراسة لبحث العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في الهند خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠٠٤)، واختبار كون سوق الأسهم وسيلة تحوط ضد التضخم أم لا، وبينت نتائجها وجود علاقة عكسية بين التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم، وأن سوق الأسهم تسبق النشاط الاقتصادي في الهند،^(٥٣) وبحثت دراسة العلاقة بين التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم في كل من مصر والبحرين والأردن وعمان والسعودية، وتوصلت إلي أن التضخم غير المتوقع له تأثير سالب في عوائد الأسهم في كل الدول محل الدراسة،^(٥٤) وأجريت دراسة لبحث العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم في أسواق الاقتصادات الصناعية المتقدمة بالتطبيق علي البرازيل، وبينت نتائجها وجود علاقة سالبة بين التضخم وعوائد الأسهم، حيث يؤدي التضخم إلي خفض القيمة الحالية للأرباح في المستقبل والتأثير في عوائد الأسهم،^(٥٥) وبحثت دراسة العلاقة بين التضخم غير المتوقع وعوائد الأسهم والسندات الدولية، وتوصلت إلي وجود علاقة سلبية بين التضخم وعوائد الأسهم، ووجود علاقة موجبة مع عوائد السندات.^(٥٦) وقامت دراسة ببحث فرضية فيشر بالتطبيق علي تسع أسواق مالية في دول الآسيان، من خلال بيان العلاقة بين معدل التضخم المتوقع ومعدل العائد الحقيقي علي الأسهم، وتوصلت إلي رفض فرضية فيشر في كل الدول محل البحث.^(٥٧)

وعلي الجانب الآخر فقد أجريت دراسة لبحث العلاقة بين معدل التضخم وسوق الأسهم في كل من تركيا وكندا، وبينت النتائج أن العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم تتفق مع فرضية فيشر في تركيا، كما أن معدل التضخم له تأثير قوي في التنبؤ بسوق الأسهم في تركيا وبدرجة أقل في كندا،^(٥٨) وبحثت دراسة أخرى

العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم في جنوب أفريقيا، وتوصلت إلى وجود علاقة موجبة بين التضخم وعوائد الأسهم، بحيث يؤدي ارتفاع التضخم إلى زيادة أسعار الأسهم، كما أن علاقة السببية بينهما ثنائية الاتجاه،^(٣١١) وأجريت دراسة لبحث العلاقة بين معدل التضخم وسوق الأسهم في باكستان، وبينت نتائجها وجود علاقة موجبة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم.^(٣١٢)

ويستتبع تطور معدل التضخم في مصر نجد أنه بلغ ٨,٩% عام ١٩٨٤ / ١٩٨٥م، ثم ارتفع إلى ٢٥,٨% عام ١٩٨٧ / ١٩٨٨م، وجاء تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر في بداية التسعينيات، وكان من الأهداف الأساسية للبرنامج القضاء على مشكلة التضخم، فقد انخفض معدل التضخم من ١٧,٩% عام ١٩٩١م إلى ١٠,١% عام ١٩٩٥ / ١٩٩٦م، ثم انخفض إلى ٢,٤% عام ٢٠٠١م / ٢٠٠٢م، ويسبب تعويم الجنيه المصري ارتفاع إلى ٤% عام ٢٠٠٢ / ٢٠٠٣م، وفي عام ٢٠٠٤م ارتفع معدل التضخم بشكل ملحوظ، حتى وصل إلى ١٧,٣%، إلا أن الحكومة اتخذت إجراءات لاستهدافه فعاد الانخفاض إلى حوالي ٥% عام ٢٠٠٥ / ٢٠٠٦م، ومرة أخرى وبسبب ارتفاع أسعار الغذاء العالمية ومرض أنفلونزا الطيور عاود الارتفاع ليصل إلى ٢٠,٢% في عام ٢٠٠٧م / ٢٠٠٨م، واتخذ البنك المركزي إجراءات لاستهدافه عاود بعدها الانخفاض^(٣١٣)، حيث وصل إلى ٩,٩% في عام ٢٠٠٨ / ٢٠٠٩م وإلى ١٠,١%، ١١,٨%، ٧,٣%، ٩,٨٥% في الأعوام ٢٠٠٩ / ٢٠١٠م، ٢٠١٠ / ٢٠١١م، ٢٠١١ / ٢٠١٢م، ٢٠١٢ / ٢٠١٣م وذلك على التوالي^(٣١٤).

ولتحديد العلاقة بين التضخم وسوق الأوراق المالية في مصر أجريت عدة دراسات، فقد بيّنت نتائج دراسة أن معدل التضخم السنوي خلال الفترة من ١٩٩٠م وحتى عام ١٩٩٧م كان ١٢,٣%، في مقابل ذلك حقق معدل العائد الإجمالي على الأسهم خلال نفس الفترة ٣٩,١% في المتوسط، وفي الفترة من ١٩٩٨م وحتى ٢٠٠٤م حقق معدل التضخم في المتوسط ٥,١% مقابل عائد إجمالي على الأسهم ١٥,٤%، مما يبين أن العلاقة بين معدل العائد على الأسهم ومعدل التضخم علاقة طردية^(٣١٥)، وبيّنت دراسة أخرى أن انخفاض معدلات التضخم في مصر أدى إلى حدوث ارتفاع في معدل النمو في قيمة الأوراق المالية المتداولة: أي أن العلاقة بين معدل التضخم وقيمة الأوراق المالية المتداولة علاقة سلبية^(٣١٦).

المطلب الرابع

أثر تغيرات سعر الفائدة في أداء سوق الأوراق المالية

نال تأثير التغير في سعر الفائدة في أداء سوق الأوراق المالية اهتماما كبيرا من قبل الاقتصاديين، خاصة مع زيادة التجارة الدولية واندماج الأسواق المالية العالمية، وتتناول أولا بيان مفهوم سعر الفائدة، ثم بعد ذلك نقوم بدراسة العلاقة بين سعر الفائدة وسوق الأوراق المالية وأثر تغيرات سعر الفائدة في أداء سوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:

أولا: مفهوم سعر الفائدة

يتباين مفهوم سعر الفائدة باختلاف الجهات المتعاملة فيه؛ فبالنسبة للوحدات المقترضة فهي تعد تكلفة عليها، وبالنسبة للوحدات المقرضة فإن سعر الفائدة يعد عائدا لها، أما بالنسبة للبنوك فإن سعر الفائدة يعد تكلفة عندما يدفع على الودائع، ويعد إيرادا حين تحصل عليه البنوك كضائدة مقابل القروض التي تمنحها، أما الأفراد فإن سعر الفائدة الذي يحصلون عليه نتيجة احتفاظهم بمدخراتهم على شكل أرصدة نقدية فإنه في هذه الحالة يعبر عن كلفة الفرصة البديلة، أي مقدار التضحية التي يتحملها الأفراد نتيجة احتفاظهم بالثروة على شكل أرصدة نقدية. (١١)

ويعرف سعر الفائدة بأنه مبلغ من المال يدفعه مقترض رأس مال نقدي زيادة على المبلغ الأصلي المقترض ويقدر بنسبة مئوية من أصل المبلغ المقترض، (١٢)

ثانيا: أثر تغيرات سعر الفائدة في أداء سوق الأوراق المالية

يؤثر التغير في أسعار الفائدة البنكية على سوق الأوراق المالية إما بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر، (١٣) فقد يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى التأثير بشكل مباشر على عرض الأوراق المالية من خلال رفع تكلفة تمويل الشركات من خلال إصدار سندات جديدة لارتفاع تكلفتها مما يقلل المعروض منها، وكذلك يؤثر على إصدار الأسهم فعلى الرغم من أن ارتفاع أسعار الفائدة يبدو أنه يؤدي إلى تحويل الشركات لإصدار أسهم بهدف التمويل بدلا من السندات؛ إلا أن الشركات قد تنجم عن إصدار الأسهم خشية عدم تغطيتها من قبل المكتتبين، وكذلك ارتفاع العائد المطلوب من قبل المستثمرين. والذي قد لا تستطيع الشركات تحقيقه، وبالتالي يؤدي

ارتفاع سعر الفائدة إلى تقليل المعروض من الأوراق المالية، وقد يحدث العكس في حالة انخفاض أسعار الفائدة. كما قد يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تحول الطلب عن الأوراق المالية لصالح الودائع المصرفية، وقد يؤدي إلى قيام المستثمرين بالتخلص من بعض الأوراق المالية واستثمار حصيلتها في البدائل التي تعطي عائداً أكبر، وبالتالي يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية، ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الفائدة.

ويؤثر التغير في سعر الفائدة في سوق الأوراق المالية بشكل غير مباشر من خلال تأثيره في العوامل المؤثرة في جانب العرض والطلب في تلك السوق فقد يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى اتجاه الشركات إلى احتجاز الأرباح المجمعة واستخدامها في التمويل بدلاً من الاقتراض، ويؤدي ذلك إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية وقد يؤدي إلى انخفاض الطلب الاستهلاكي، وبالتالي تقل مبيعات الشركات، وتقل بالتالي الأرباح ويقل الطلب على الأسهم، وقد يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية في حالة تحقيقها صافي أرباح عند تحويلها للخارج بصورة جيدة، أيضاً قد يؤدي الارتفاع المستمر في أسعار الفائدة إلى تحقيق خسائر رأسمالية في قيمة السندات والأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها، وفي حالة انخفاض أسعار الفائدة فقد يؤدي ذلك إلى حدوث عكس ذلك.

كذلك قد يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض الاستثمار بصفة عامة، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض المعروض من الأوراق المالية، ويحدث العكس في حالة انخفاض أسعار الفائدة، والذي قد يؤدي إلى زيادة الاستثمار بصفة عامة، وبالتالي يزيد المعروض من الأوراق المالية.

وأوضحت الدراسات التجريبية عموماً بوجود تأثير سلبي كبير لتغيرات أسعار الفائدة على عوائد الأسهم في كل من الشركات المالية وغير المالية، وتشير دراسات أخرى إلى انخفاض التعرض إلى مخاطر تقلبات أسعار الفائدة على مر الزمن ويرجع ذلك إلى زيادة توافر مشتقات أسعار الفائدة والتوسع في أسواق سندات الشركات، وأوضحت بعض الدراسات أن حساسية عوائد الأسهم لتحركات أسعار الفائدة طويلة الأجل أكبر بكثير من حساسيتها لتحركات أسعار الفائدة قصيرة الأجل. (٣٣)

واتجه البعض ^(٣١) إلى عدم وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وتغيرات أسعار الأوراق المالية؛ بل على العكس من ذلك فإن التغير في أسعار الأسهم هو الذى يؤثر على المتغيرات النقدية ومنها أسعار الفائدة، واتجه البعض الآخر إلى إنكار وجود تلك العلاقة؛ واعتبر أن أسعار الفائدة لا يمكن اعتبارها عاملاً وحيداً في تغيرات الأسعار وإنما تعتبر العوامل النقدية بصفة عامة واحدة من عوامل عدة تؤثر في السوق.

وبدراسة أثر التغيرات في سعر الفائدة في مصر على مؤشرات سوق الأوراق المالية بشقيه الأولى والثانوى تبين وجود أثر سلبى ومعنوى، كما تبين أن أسعار الفائدة الحقيقية في مصر تقترب من معدلات سالبة في معظم الفترات ^(٣٢).

لذا نرى من الضرورى لتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر أن تعمل الدولة على خفض معدلات التضخم لكي تستطيع القيام بتخفيض أسعار الفائدة، وكذلك تجنب حدوث تقلبات في أسعار الفائدة حتى لا يتسبب ذلك في وجود حالة عدم التأكد بشأن الاستثمار في الأوراق المالية.

الخاتمة

أولاً: النتائج:-

- علي الرغم من أنه يتضح من التحليل النظري أن سعر الصرف يعد أحد العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية كونه أحد محددات النشاط الاقتصادي، وأن أي تقلب في سعر الصرف سيجد صده في سوق الأوراق المالية إلا أن نتائج الدراسات تباينت ولم يتم التوصل إلي نتيجة حاسمة بشأن السببية؛ حيث إن تأثير أسعار الصرف علي أسواق الأوراق المالية يتباين من بلد لآخر نظراً لاختلاف تطور أنظمة الصرف وكذلك درجة التطور الاقتصادي والمالي بين البلدان ودخل نفس البلد بين قطاع وآخر وأيضاً من شركة لأخرى داخل نفس القطاع، وبالتالي لا يمكن القول بصورة مطلقة أنه يوجد هناك علاقة إيجابية أو سلبية بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية.

- تباينت الدراسات في بيان آلية انتقال تأثير عرض النقود في أسعار الأسهم وفقاً لمنهجين: الأول، وهو المنهج الكينزي، ووفقاً له فإن التأثير يتحقق بطريقة غير مباشرة من خلال مقارنة العوائد النسبية المكونة للمحفظة الاستثمارية، والثاني، وهو المنهج النقدي ووفقاً له فإن التأثير يتحقق بطريقة مباشرة، حيث تؤدي زيادة عرض النقود إلي وجود فائض سيولة يحفز الأفراد والشركات لتغيير محافظهم الاستثمارية تجاه الأصول الأقل سيولة ومنها الأسهم، وبالتالي يزيد الطلب عليها وترتفع أسعارها، ونجد العديد من الدراسات تناولت العلاقة بين المعروض النقدي وأسعار الأسهم، بينت نتائج دراسات منها أن اتجاه العلاقة تبدأ من أسعار الأسهم؛ حيث إن التغيير في أسعار الأسهم يسبق التغيير في المعروض النقدي، في حين أن دراسات أخرى بينت أن اتجاه العلاقة يبدأ من المعروض النقدي؛ حيث إن التغيير في المعروض النقدي هو الذي يسبق التغيير في أسعار الأسهم.

- يؤثر التضخم في سوق الأوراق المالية بشكل مباشر وغير مباشر فقد يؤثر التضخم بصورة مباشرة على جانب الطلب لسوق الأوراق المالية من خلال التأثير في القيمة الحقيقية للأصول المالية وعائد الاستثمار ويؤثر التضخم بصورة غير مباشرة في سوق الأوراق المالية؛ حيث يؤدي التضخم إلى انخفاض القيمة الحقيقية للدخل، وبالتالي يزيد نصيب الاستهلاك، وينقل الادخار، والذي قد يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية، أيضاً يؤثر التضخم سلباً على الميزان التجاري

للدولة نتيجة لارتفاع أسعار السلع المصدرة، والتيتزيد المنافسة فى غير صالحها كذلك قد يؤدى التضخم إلى زيادة الواردات نتيجة ارتفاع بعض الدخول النقدية المصاحبة للتضخم، مما يؤثر على سوق الأوراق المالية.

- يمكن أن تكون أمام عدة سيناريوهات مختلفة للتغيرات فى معدلات التضخم (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة) والتي قد تؤدي إلى تغيرات فى أسعار الأسهم، وتعتمد الدراسات الاقتصادية لتحليل العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم على اتجاهين أساسيين: الأول، فرضية «فيشر» والتي تفترض أن معدلات العوائد الاسمية للأسهم تساوي معدلات العوائد الحقيقية بالإضافة إلى معدل التضخم المتوقع، وبالتالي فإن العلاقة ايجابية بين عوائد الأسهم والتضخم؛ حيث إن أسعار الأسهم ترتفع مع ارتفاع المستوى العام للأسعار، لذا يمكن استخدام الأسهم كأداة للتحوط التام والجزئي من مخاطر التضخم للأجل الطويل ولكنها ليست فعالة للأجل القصير، الثاني: فرضية «فاما» والتي تفترض وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، فالعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الحقيقية مثل الناتج المحلي والانفاق الاستثماري ومعدل العائد الحقيقي على رأس المال وبين عوائد الأسهم علاقة طردية، أما العلاقة بين هذه المتغيرات والتضخم فهي علاقة عكسية، وبالتالي تكون العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم علاقة عكسية، ونجد أن تلك الدراسات بعضها يؤيد فرضية «فاما» والبعض الآخر يؤيد فرضية «فيشر».

- يؤثر التغيير فى أسعار الفائدة البنكية على سوق الأوراق المالية إما بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر، فقد يؤدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى التأثير بشكل مباشر على عرض الأوراق المالية، كما قد يؤدى ارتفاع سعر الفائدة إلى تحول الطلب عن الأوراق المالية، ويؤثر التغير فى سعر الفائدة فى سوق الأوراق المالية بشكل غير مباشر من خلال تأثيره فى العوامل المؤثرة في جانب العرض والطلب فى تلك السوق، وأوضحت الدراسات التجريبية عموماً بوجود تأثير سلبي كبير لتغيرات أسعار الفائدة على عوائد الأسهم فى كل من الشركات المالية وغير المالية، وعن اتجاه العلاقة فقد اتجه البعض إلى عدم وجود علاقة عكسية بين تغيرات أسعار الفائدة وتغيرات أسعار الأوراق المالية؛ بل على العكس من ذلك فإن التغيير فى أسعار الأسهم هو الذى يؤثر على المتغيرات النقدية ومنها أسعار الفائدة، واتجه البعض الآخر إلى إنكار وجود تلك العلاقة

ثانيا التوصيات:-

- ضرورة أخذ خطر الصرف بالحسبان في إدارة المخاطر المالية وتقييم الأصول المالية، خاصة في الأسواق الناشئة التي تتميز بارتفاع حدة تقلبات أسعار الصرف بها، لذا يجب علي مدراء المحافظ المالية والمتحويين ضد المخاطر المالية فهم العلاقة الديناميكية بين هذه الأسواق وإدارة أفضل للاستثمارات المالية، وصياغة استراتيجيات مناسبة لإدارة خطر الصرف وخاصة أثناء الأزمات المالية.

- ضرورة متابعة المستثمرين عن قرب لأثار تطورات قرارات السياسة النقدية علي استثماراتهم لاتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب؛ نظرا لكون سعر الصرف إحدى القنوات المهمة لصانعي السياسة في نقل آثار السياسة النقدية إلي الجانب المالي والحقيقي للاقتصاد.

- ضرورة توافر الاستقلالية الكافية للبنك المركزي في تحديد معدل نمو عرض النقود والسيولة المحلية بما يتفق مع معدلات النمو المستهدفة مع تجنب حدوث ضغوط تضخمية، مع التنسيق الفعلي بين البنك المركزي والجهات المسؤولة عن سوق الأوراق المالية.

- يجب أن تعمل الدولة على خفض معدلات التضخم لكي تستطيع القيام بتخفيض أسعار الفائدة، وكذلك تجنب حدوث تقلبات في أسعار الفائدة حتى لا يتسبب ذلك في وجود حالة عدم التأكد بشأن الاستثمار في الأوراق المالية.

المراجع

- ١ - ممدوح عبد المولى محمد: " دور السياسة النقدية فى تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية للحالة المصرية خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٠٨) " رسالة ماجستير - كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة عام ٢٠١٠ ص ١١، ١٢.
- ٢ - د. أحمد شعبان محمد: " انعكاسات التغيرات المعاصرة فى القطاع المصرفى ودور البنوك المركزية " الدار الجامعية عام ٢٠٠٧ ص ١٥.
- ٣ - د. صقر أحمد صقر: " النظرية الاقتصادية الكلية " وكالة المطبوعات، الطبعة الثانية عام ١٩٨٢ الكويت ص ٢٤٤.
- ٤ - ماهر أحمد صلاح الدين: " السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية " مرجع سابق ص ٧٧. لم يسبق ذكر لهذا المرجع ؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟
- ٥ - محمد أمين سعيد خاطر: " نموذج إحصائى لقياس قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بتغيرات الاقتصاد الكلى " رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس عام ٢٠١٠ ص ٤٩.
- ٦ - ممدوح عبد المولى محمد: " دور السياسة النقدية فى تنشيط سوق الأوراق المالية " مرجع سابق ص ١٩.
- ٧ - ممدوح عبد المولى محمد: " دور السياسة النقدية فى تنشيط سوق الأوراق المالية " مرجع سابق ص ١٤.
- ٨ - William E. Alexendar et al, " the adoption of indirect instrument of monetary policy " IMF occasional papers no. 126, july 1995, P126.
- ٩ - ماهر أحمد صلاح الدين: " السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية " مرجع سابق ص ٧٨.
- ١٠ - د. شوقي أحمد دنيا: " محاضرات فى النقود والبنوك من المنظور الوضعى والمنظور الإسلامى " عام ٢٠٠٤ بدون ناشر ص ١٢٢.
- د. رمضان صديق: " النقود والبنوك والسياسة النقدية " الطبعة الثانية عام ٢٠٠٨ - دار النهضة العربية ص ١٦٥.
- ١١ - د. شوقي أحمد دنيا: " محاضرات فى النقود والبنوك من المنظور الوضعى والمنظور الإسلامى " مرجع سابق ص ١٣٣.
- ١٢ - د. رمضان صديق: مرجع سابق ص ١٦٦.
- ١٣ - د. محى الدين الغريب: " اقتصاديات النقود والبنوك " القاهرة عام ١٩٨٠ ص ٥٧ - ٥٨.
- ١٤ - د. على حافظ منصور: " النظم النقدية المصرفية " القاهرة عام ١٩٩٥ ص ١٢٩.
- ١٥ - د. رمضان صديق: مرجع سابق ص ٧٦.

- ١٦ - د. رمضان صديق، مرجع سابق ص ١٦٧ - ١٦٨.
- ١٧ - محمد أمين: نموذج إحصائي لقياس قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بتغيرات الاقتصاد الكلي "مرجع سابق ص ٥٢.
- ١٨ - د. شوقي أحمد دنيا، « محاضرات في النقود والبنوك من المنظور الوضعي والمنظور الإسلامي » مرجع سابق ص ١٢٢.
- ١٩ - د. رمضان صديق، "النقود والبنوك والسياسة النقدية" مرجع سابق ص ١٦٨ - ١٦٩.
- ٢٠ - هاله سعيد أحمد الوكيل، « السياسات الاقتصادية تجاه سوق الأوراق المالية في مصر وتأثيرها على الاقتصاد القومي » رسالة ماجستير - كلية التجارة - جامعة عين شمس عام ٢٠٠٥ ص ١٠٥.
- ٢١ - ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ١٨٠ - ١٨١.
- 22 - R. Glenn Hubbard " money, the Financial System, and the economy " thd Ed, Adisonwelsey, 2000 , P. 527
- ٢٢ - د. رمضان صديق، "النقود والبنوك والسياسة النقدية" مرجع سابق ص ١٦٩.
- ٢٤ - معدوح عبد المولى محمد، " دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية " مرجع سابق ص ١٥.
- ٢٥ - لبنى محمد عبد اللطيف، " العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية وأثرها على الأداء الاقتصادي دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري " رسالة دكتوراه غير منشورة - كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلون عام ١٩٩٠ ص ١٣٦.
- ٢٦ - ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ١٨٢.
- ٢٧ - إخلاص محمد بركات، " دور الاحتياطي القانوني والسيولة في تنمية الاستثمارات غير المباشرة في مصر " رسالة ماجستير غير منشورة. كلية التجارة، جامعة عين شمس عام ١٩٩٨ ص ٢٧٨.
- ٢٨ - د. شوقي أحمد دنيا، « محاضرات في النقود والبنوك من المنظور الوضعي والمنظور الإسلامي » مرجع سابق ص ١٢٢.
- ٢٩ - معدوح عبد المولى محمد، " دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية " مرجع سابق ص ٢٨.
- ٣٠ - ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ١٨٤.
- ٣١ - ماهر أحمد صلاح الدين، المرجع السابق ص ١٨٢ - ١٨٤.

- ٢٢ - ماهر أحمد صلاح الدين: «السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية» مرجع سابق ص ٨٢-٨٣، (١٨٤-١٨٥).
- ٢٣ - راجع: د. عبد الحسين الغالبي: «سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات) عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ٢٠١٠، ص ٢١-٢٢.
- محمد ياسر زيدان: «أثر تقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي للبنوك المدرجة ببورصة فلسطين للأوراق المالية» رسالو ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، ٢٠١٦، ص ٢٨.
- د. صبحي حسون الساعدي، أياد حماد عباد: «أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد ٤، العدد ٧، عام ٢٠١١م، ص ٨٨.
- ٢٤ - د. زينب حسن عوض الله: «العلاقات الاقتصادية الدولية» دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ٢٠٠٨م، ص ٤٤.
- 35 - William J Boumol, Economice principle policy, seventh The Dry den press, New York university, 1988, p 821.
- ٣٦ - د. أحمد فريد مصطفى: «الاقتصاد النقدي والمصري» مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، ٢٠٠٩، ص ٢٧٥.
- ٣٧ - راجع:
- د. السيد جاهين: «العلاقات الاقتصادية الدولية» الطبعة الثانية ٢٠٠٢، ص ١٢٨-١٢٩.
- peijiewang, the economics of foreign Exchange Rate and Global finance, springer Berlin, Heidelberg, 2005, p 2.
- ٣٨ - آيات صلاح دكروري: «تغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف (بين النظرية والتطبيق)». رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلوان، ٢٠١٤م، ص ٨.
- ٣٩ - راجع:
- د. السيد جاهين: «العلاقات الاقتصادية الدولية» الطبعة الثانية ٢٠٠٢، ص ١٢٨-١٢٩.
- هاله سعيد أحمد الوكيل: «السياسة الاقتصادية تجاه سوق الأوراق المالية في مصر» مرجع سابق ص ١١.
- ٤٠ - محمد البشير بن عمر: «دراسة أثر بعض التغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم» حالة بورصة الأردن، رسالة ماجستير - جامعة ورقلة، الجزائر، ٢٠٠٩-٢٠١٠م، ص ٤.
- ٤١ - منية خرياش: «أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية (دراسة حالة يورستي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠)، رسالة ماجستير - كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح - ورقلة، ٢٠١١-٢٠١٢م، ص ٣٢.

- ٤٢ - د. عبد المجيد قدرى، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، ٢٠٠٥، ص ١٠٣.
- ٤٣ - آيات صلاح دكروزي، «تغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف (بين النظرية والتطبيق)». رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلوان، ٢٠١٤م، ص ٩.
- ٤٤ - بغداد زيان، «تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية» رسالة ماجستير، جامعة وهران، ٢٠١٢-٢٠١٣، ص ١٥-١٦.
- ٤٥ - مصطفى عثمان، «أثر تغيرات سعر الصرف على مصادر تمويل عجز الموازنة العامة» رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة عين شمس، ٢٠٠٦م، ص ٧.
- ٤٦ - بغداد زيان، «تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مرجع سابق، ص ١٥-١٦.
- منية خريباش، «أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية (دراسة حالة بورستي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠، ص ٣٢.
- ٤٧ - بغداد زيان، «تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مرجع سابق، ص ١٦-١٨.
- ٤٨ - آيات صلاح دكروزي، «تأثير مخاطر تقلبات أسعار الصرف (بين النظرية والتطبيق)». مرجع سابق، ص ١٠.
- ٤٩ - د. عبد الحسين جليل عبد الحسن، «سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ٢٠١١، ص ٢٧.
- ٥٠ - د. غازي عبد الرزاق النقاش، «التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية» دار وائل للنشر، عمان - الأردن، ١٩٩٦، ص ١٣٠.
- ٥١ - بغداد زيان، «تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مرجع سابق، ص ١٦-١٨.
- ٥٢ - بلحشر عائشة، «سعر الصرف الحقيقي التوازني» دراسة حالة الدينار الجزائري، رسالة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ٢٠١٣-٢٠١٤، ص ٢٠٢.
- ٥٣ - بلقاسم العباس، «سياسات أسعار الصرف، المعهد العربي للتخطيط، العدد ٢٠٠٣، ص ٧.
- ٥٤ - حنان لعروق، «مرجع سابق، ص ٦٣.
- ٥٥ - بغداد زيان، «تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مرجع سابق، ص ٢٠.
- ٥٦ - د. حمدي عبد العظيم، «الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة» دراسة نظرية وتطبيقية على الدول العربية خاصة دول الخليج العربي، دار زهراء الشرق، ١٩٩٨، ص ٣٩.

- يلحشر عائشة، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دراسة حالة الدينار الجزائري، رسالة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ٢٠١٢-٢٠١٤، ص ٢٠٢.
- ٥٧ - بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مرجع سابق، ص ١٨-١٩.
- ٥٨ - - آيات صلاح دكروري، « تغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف (بين النظرية والتطبيق) ». مرجع سابق، ص ١١-١٢.
- ٥٩ - راجع،
- د. السيد جاهين، "العلاقات الاقتصادية الدولية" مرجع سابق ص ١٣٤-١٣٥.
- ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ١٠١.
- ٦٠ - نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وآثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٨" رسالة ماجستير، جامعة محمد بوقرة عام ٢٠٠٨-٢٠٠٩، ص ٤٨-٤٩.
- ٦١ - نادية العقوب، "العولة الاقتصادية والازمات المالية، الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" رسالة دكتوراه- كلية العلوم الاقتصادية. جامعة الحاج لخضر- باتنة- الجزائر عام ٢٠١٢-٢٠١٣، ص ٦٦-٧٠.
- 62 - ming s pan, et al, dynamic linkages between exchange rates and stock prices: evidence from East Asian market, International review of economics & finance, vol 2007, (4)16, pp520-503.
- 63 - Gary G Tain & Shiguang Ma, The relationship between stock returns and the foreign exchange rate: The ARDL approach. Jornal of the Asia pacific Economy, 2010, (4)15, pp 508 -490.
- ٦٤ - راجع في ذلك: - د. فاخر عبد الستار حيدر، مرجع سابق ص ١٥٤-١٦٠.
- ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ١٠١.
- ممدوح عبد المولى، " دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية " مرجع سابق ص ٢٣-٢٤.
- محمد أمين، " نموذج إحصائي لقياس قدرة مؤشر البورصة المصرية " مرجع سابق ص ٥٥.
- ٦٥ - للمزيد من التفصيل حول شروط نجاح تخفيض سعر الصرف بالنسبة للتصدير والواردات راجع،
- أستاذنا الدكتور السيد جاهين، « العلاقات الاقتصادية الدولية » مرجع سابق ص ٢٤٢-٣٧٩.

٦٦ - راجع في ذلك كلام من:

- د. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني، مشكلات البورصات وانعكاساتها علي البلدان النامية. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ١٩٩٣، ص ٦٧، ٢٩٧.

- يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات علي مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بو علي، ٢٠١١-٢٠١٢، ص ١٢٨-١٣٣.

- د. بسيع عبد القادر، قياس أثر تغيرات أسعار الصرف علي تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH، بحث منشور بمجلة دراسات وأبحاث العدد ٢٦ مارس ٢٠١٧ السنة التاسعة، ص ٢٠١.

67 - Christopher K. Ma, and G Wenchí Kào, on Exchange Rate changes and stock price reactions, Journal of Business Finance & Accounting, vol. 1990, (3)17, pp449-441.

68 - Chkili Walid et al, stock market volatility and exchange rates in emerging countries: A Markov- state switching approach, Emerging Markets Review, vol. 12, 2011, pp 292-272.

69 - Ramin c. Maysami, & Tiong s. Koh, A vector error correction model of the Singapore stock market, International Review of Economics and Finance, Vol (1)9 2000, pp 96-79.

70 - Raj Aggrawal, Exchange rate and stock prices: A study of the US capital markets under floating exchange rate, Akorn Business and Economi Review, 1981, pp 12-7.

71 - Rabia Najaf & Khakan Najaf, A study of exchange Rates Movement and Stock Market Volatility, Asian Journal of Management, Engineering & computer Sciences, Vol. 2016, (1)1, pp 38-32.

72 - Issam Abdalla & Victor Murinde, Exchange rate and stock price interactions in emerging financial markets: evidence on Indian, Korea, Pakistan and the Philippines. Applied financial Economics, vol. 1997, (1)7, pp35-25.

٧٣ - د. بسيع عبد القادر، قياس أثر تغيرات أسعار الصرف علي تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH، بحث منشور بمجلة دراسات وأبحاث العدد ٢٦ مارس ٢٠١٧ السنة التاسعة، ص ١٤.

74 - Victor Murinde & Sunil poshakwale, Exchange Rate and stock price Interactions in European Emerging Financial Markets Before and After the Euro, SSRN Electronic Journal, 2004. Passim.

75 - Guglielmo M Caporale et al, on the linkages between stock prices and exchange rates: Evidence from the banking crisis of 2010-2007, Economics and finance working paper series, No 2013 ,07-13. Passim.

76 - Richard A Ajayi & MbodjaMougoue, on the Dynamic Relation Between Stock prices and Exchange Rate, Journal of financial Research, vol. 1996 , (2)19, pp 207 -193.

77 - Bruno H Solnik, Using Financial prices to Test Exchange Rate Models: A Note, The Journal of finance, vol. 1987 , (1)42, pp 149-141.

78 - Julio S. Sabogal, et al, Atest of the efficient market hypothesis with regard to the exchange rates and the yield to maturity in colombia, WSEAS interactions on Business and Economics, vol 2016 ,13, pp 329-321.

٧٩ - هاله سعيد أحمد الوكيل: « السياسة الاقتصادية تجاه سوق الأوراق المالية في مصر » مرجع سابق ص ١١٣ - ١١٤.

٨٠ - إسلام عبد العظيم عزام: « دراسة عن أثر تحرير سعر الصرف على سوق التداول » دراسة داخلية غير منشورة الهيئة العامة لسوق المال بالقاهرة: ٢٠٠٣م، مواضع مختلفة.

٨١ - يقصد بأشياء النقود الودائع غير الجارية بالعملة المحلية والودائع الجارية وغير الجارية بالعملة الأجنبية.

راجع، ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ١٨٧.

٨٢ - محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية- مع الإشارة لسوق العراق، مجلة دياي / العدد الرابع والخمسون، ٢٠١٢، ص ٤.

٨٣ - د. حاتم أحمد عدليه، تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي، رؤى إستراتيجية، أكتوبر ٢٠١٤م، ص ١٣.

84 - Lawrence, and Ritter and William, L, silber, principles of money banking and Financial Market, Basic Book, Inc, Publishers, NY1989, pp 546-542.

٨٥ - د. منير إبراهيم هندي، « الأوراق المالية وأسواق رأس المال » منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٢٩١-٢٩٢.

86 - Jonathan M. Karpoff , "The Relation between price changes and Trading volume: A survey," Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol, 22, No.,1 1987, pp.126-109.

87 - Danish Jatio and shehryarmalik, " The relationship of mony supply(m2) and Trading volume of KSE 100- Index" Journal of Business strategies, vol. 6; No: 2, December 2012, pp 11-1.

- 88 - Sorensen, Eric H. "Relation, Expectations and the Impact of Money upon stock prices" Journal of financial and Quantitive Analysis 1982(17.5): pp 662-649.
- ٨٩ - د. السعيد ليد، "قدرة مؤشر سوق المال المصري على التنبؤ بالجالاة الاقتصادية" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني عام ١٩٩٦م ص ٢٨٧ - ٢٠٨.
- 90 -- Bernanke, B.S and Blinder, A. S. " the Federal Funds Rate and the Channels of monetary Transmission ", American Economic Review, September, 1992 PP (.921-901
- Fuhrer, J. C. Andmoore, G. R. " monetary Policy trade offs and the correlation between Nominal interest Rates and real output " American Economic Review, march. . 1995PP (239 - 219
- 91 - A. Roland Gallant, peter E. Rossi, George Tauchen, " stock prices and volume," The Review of financial studies, vol. 5, No. 1992 , 1 , pp.242 -199.
- ٩٢ - راجع،
- French, D. and Dubofsky, D. " Implied Stock Price volatility Changes Following Stock Splits ", Journal of Portfolio Management Vol.1986 , 12 .P 55
- Schwert, W. " Stock Return and Real Activity: Acentury of Evidence ", journal of Finance, Vol. 45, September 1990 PP 1257 - 1236
- 93 - Blumash, S. and trivoli, G. " Time - lagged interactions between Stock prices and Selected Economic variables ", Journal of portfolio management, Vol 17 1991 PP ((67 - 61
- Geske, R. and Roll, R. " the Fiscal and monetary linkages. Between stock returns and Inflation" Journal of financial economics, march 1983 PP ((33 - 1
- 94 - D.H Gowland, the money supply and stock Market prices, Michael parkin and A.R.Noby, current Economic problems, pp.224-221.
- ٩٥ - ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ٢٢٥.
- ٩٦ - ممدوح عبد المولى محمد، « دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية. مرجع سابق ص ٩١.
- ٩٧ - د. صقر أحمد صقر، « النظرية الاقتصادية الكلية » مرجع سابق ص ٤٢٠.
- فاطمة صالح، " أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة " رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠١٥م. ص ٤٠.

- ٩٨ - د. عناية غازي حسين، "التضخم المالي" الاسكندرية. مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٠م، ص ١٤.
- ٩٩ - كلثوم سامي، "أثر التضخم علي عوائد الأسهم- دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للفترة ٢٠٠٠-٢٠١٢" رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، ٢٠١٥، ص ٣.
- ١٠٠ - فاطمة صالح، "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة" مرجع سابق، ص ٤١.
- ١٠١ - راجع في ذلك، - أستاذنا الدكتور السيد جاهين، "العلاقات الاقتصادية الدولية" مرجع سابق ص ٣٤٢ - ٣٧٩.
- فاطمة صالح، "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة" مرجع سابق، ص ٤١-٤٤.
- ١٠٢ - د. شوق دنيا، "محاضرات في النقود والبنوك من المنظور الوضعي والمنظور الاسلامي" القاهرة ٢٠٠٤م، ص ٨٦-٨٨.
- ١٠٣ - ماهر أحمد صلاح الدين، "السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية" مرجع سابق ص ٩٧ - ١٠٠.
- ١٠٤ - فاطمة صالح، "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة" مرجع سابق، ص ٥١-٥٣.
- ١٠٥ - راجع في ذلك، - د. خاتم عدلية، "تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي" رؤى استراتيجية، أكتوبر ٢٠١٤م، ص ١٠-١١.
- فاطمة صالح، "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة" مرجع سابق، ص ٦٦.
- شهرزاد حويي، "أثر التضخم علي عوائد الأسهم - حالة بورصة السعودية للفترة ٢٠١٢-٢٠١٥م، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ٢٠١٥-٢٠١٦م، ص ٧.
- 105 - Ioannides, D, Katrakilidis, C, and lake, A, "The relationship between stock Markets Returns and Inflation : An Investigation Using Greek Data" paper presented at the International symposium on Applied Stochastic Models and Data Analysis, Brest- Finance, 20-17 May 2005.
- 106 - Chao Wei, C. "Does the stock market React to Unexpected Inflation Differently Across the Business Cycle? George Washington University, Vol 19, No 2009, 24, pp 1974 - 1959.
- 107 - K.R.Shanmugam, BiswaSwarupMisra, "stock returns- inflation relation in india" madras School of Economics, working paper, 38(october2008), p14.

- 108 - samer A, M, Al-Rjoub, "The adjustments of stock prices to information about Inflation: Evidence from MENA countries," Applied Economics Letters, vol 12, Issue, 2005 ,14,pp879-871.
 - 109 - BahramAdrangi, ArjunChatrath, and Antonio Z, sanvicente, " Inflation, output and stock prices: Evidence from Barazil," The Journal of Applied Business Research, vol, 18, No2002 ,1,pp 72-61.
 - 110 - Moon K. Kim, Ravi shukla, " Inflation and Bond- stock characteristics of International security returns," International Journal of Managerial finance, vol.2, No.2005 ,3,pp. 251 -241.
 - 111 - osama Al-khazali, " The Generalized Fisher Hepothesis in Asian Markets" Journal of Economic studies, vol.31, No.2004 ,2, pp. 157-144.
 - 112 - Fatmasonmezsaryal, " Does Inflation have an Impact on conditional stock market volatility? Evidence from Turkey and Canada" International Research Journal of finance and Economics, No.2007 ,11,pp. 16-1.
 - 113 - Joel Hinaunya Elta, "Inflation and stock market Reterens in south Africa," International Business Economics Research Journal, vol. 11, No.6,(June 2012),p677, p.684.
 - 114 - Muhammad Tahir Rashid, Khalil Ahmed, pervaiAzim and Hafeez Ur Rehman, " Measuring the Impact of Inflation on conditional stock Market volatility in pakistan: An Application of GARCH Model," Middle Eastern finance and Economices, Issue. 2011 ,13, pp.40-36.
- ١١٥ - راجع:
- السيد أحمد الصادق: « العلاقة بين التضخم ومعدل العائد على الأسهم في سوق الأسهم المصرية رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، عام ٢٠٠٥ ص ١١٨ - ١١٩.
- ماهر أحمد صلاح الدين: « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية مرجع سابق ص ١٩٠.
- ممدوح عبد المولى محمد: « دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٣٣-٣٤.
- ١١٦ - البنك الأهلي المصري: الاقتصاد المصري في أرقام - أعوام مختلفة
- ١١٧ - السيد أحمد الصادق: مرجع سابق ص ١٢٠ - ١٢٢.
- ١١٨ - أشرف محمد السيد: « قياس تأثير سياسة تحرير سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية مرجع سابق ص ٩٠.

- ١١٩ - محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية- مع الإشارة لسوق العراق، مرجع سابق، ص ١٢.
- ١٢٠ - د. ربيع الروبي، د. عشاوى على، مبادئ الاقتصاد، الجزء الثانى، كلية التجارة جامعة الأزهر عام ٢٠٠١م ص ١٥٩.
- ١٢١ - راجع فى ذلك: - ماهر أحمد صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ٨٥ - ٨٨.
- ممدوح عبد المولى محمد، « دور السياسة النقدية فى تنشيط سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٢٩ - ٣٠.
- فاطمة صالح، أثر المتغيرات النقدية فى عوائد الأسهم فى الأسواق الناشئة، مرجع سابق، ص ٨٦ - ٨٧.
- محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة فى سوق الأوراق المالية- مع الإشارة لسوق العراق، مرجع سابق، مواضع مختلفة.
- ١٢٢ - راجع تفصيلات ذلك: - فاطمة صالح، أثر المتغيرات النقدية فى عوائد الأسهم فى الأسواق الناشئة، مرجع سابق، ص ٨٢ - ٨٧.
- ١٢٣ - د. فاخر عبد الستار حيدر، " التحليل الاقتصادى لتغيرات أسعار الأسهم- منهج الاقتصاد الكلى " دار المريخ للنشر عام ٢٠٠٢م ص ١١٨ - ١١٩.
- ١٢٤ - راجع،
- ماهر صلاح الدين، « السياسات الاقتصادية الكلية واستقرار وتنمية سوق الأوراق المالية » مرجع سابق ص ٢٣٤.
- ممدوح عبد المولى محمد، « دور السياسة النقدية فى تنشيط سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٩٠.

Effect of monetary variables in the performance of the stock market

Dr. Mohamed El Sayed Youssef Ahmed Kamar

Assistant Professor, Shaqra University, Saudi Arabia

Abstract

The attempt to understand and explain the volatility of securities prices and their relationship to monetary variables is important in order to reach the reality of the relationship that governs the mutual effects between the status of these markets and the policies applied, which eventually enable us to achieve a state of stability in those markets.

This study shows that monetary variables have an impact on stock market performance indicators. However, the degree of influence of these variables in general and the degree of impact of each variable in particular vary from one country to another and within the same country according to the level of economic activity and from one period to another. It varies from one country to another and within one state from one period to another.

Key words:-

(Stock markets -monetary policies- exchange rate- interest rate- money supply- inflation)