

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية
(أثر السياسة النقدية في الأسواق المالية الناشئة)

مقدمة إلى

مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء
وهي جزء من متطلبات درجة الماجستير في العلوم المالية
والمصرفية

من قبل

حسن محمد جواد رزاق

إشراف

الأستاذ الدكتور

حاكم محسن محمد

2011 م

1432 هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

❖ وَإِذَا سَأَلَكَ عِبَادِي عَنِّي فَإِنِّي قَرِيبٌ
أُجِيبُ دَعْوَةَ الدَّاعِ إِذَا دَعَانِ
فَلَيْسَ تَجِيؤُا لِي وَلِيؤْمِنُوا بِي لَعَلَّهُمْ
يُرْشَدُونَ ❖

صدق الله العلي العظيم

سورة البقرة- الآية (186)

المستخلص

((أثر السياسة النقدية في الأسواق المالية الناشئة))

تظهر الغاية من البحث في معرفة اثر السياسة النقدية في مؤشرات أداء الاسواق المالية الناشئة لأن السوق المالية تمثل مجالاً لتطبيق وتفعيل السياسة النقدية من خلال ممارسة ادواتها الكمية (غير المباشرة). للسيطرة على حجم الكتلة النقد والمحافظة على قيمة العملة.لذا تسعى الدول النامية لأقامة مثل هذه الأسواق لما لها من دور فعال في التنمية الاقتصادية. إذ يعتمد نشاط كل سوق على تجميع رؤوس الاموال وتوجيهها صوب الاستثمارات بما يحقق خطط التنمية الاقتصادية وبالتالي عن طريق هذه الاسواق يمكن تحقيق اهداف السياسات الاقتصادية العامة للدولة ومن ضمنها اهداف السياسة النقدية . لذلك تم تقسيم البحث الى خمس فصول تضمن الفصل الاول منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة . وتضمن الفصل الثاني أهمية السياسة النقدية في السياسات الاقتصادية العامة للدولة. كونها المؤثر الرئيسي في عرض النقد والتغير في عرض النقد يؤثر في الاستثمار والادخار وهما المكونان الاساسيان في تنشيط الاقتصاد الوطني. وفائدة الاسواق الناشئة في الدول لما لها من دور فاعل في التنمية الاقتصادية. والعلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات الاسواق المالية الناشئة. اما الفصل الثالث تناول تحليل مكونات السياسة النقدية في ماليزيا واندونيسيا وكوريا الجنوبية وما رافقتها من تطورات واحداث اقتصادية من اجل الوقوف على واقع السياسة النقدية وتحليل مكوناتها. كذلك تحليل تطور مؤشرات اداء الاسواق المالية الناشئة للاسواق المختارة خلال الفترة من (1995-2009). وبيان مدى إستجابتها للتغيرات في متغيرات السياسة النقدية في العينة المختارة. اما الفصل الرابع أقتصر على قياس أثر المتغيرات النقدية(عرض النقد ,سعر الفائدة, سعر الصرف, الرقم القياسي للأسعار المستهلك)في مؤشرات اداء الاسواق المالية الناشئة (المؤشر العام للأسعار الاسهم,القيمة السوقية,حجم التداول).وقد تم تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمعتمدة وبناء النماذج الرياضية واختبار افضل الدوال وفقا للمعايير الاحصائية

والقياسية وتم استخدام اسلوب الانحدارالخطي المتعدد المراحل .إما الفصل الخامس تضمن الأستنتاجات والتوصيات وكان أهم أستنتاج توصل اليه البحث ضعف رقابة واشراف البنك المركزي في عينة البحث على الشركات المالية والجهاز المصرفي . وكذلك عدم فاعلية السياسة النقدية بسبب عدم وجود اسواق مالية متطورة وقلة المتداول فيها وضعف ادارة الاسواق المالية . ويوصي الباحث بتفعيل الدور الرقابي والاشرافي للبنك المركزي على الجهاز المصرفي والاستثمار الاجنبي والموازنة بين الاثار الايجابية والاثار السلبية لقرارات السلطة النقدية بما يتلائم مع طبيعة كل سوق مالية بما يحقق اهداف السياسة النقدية.

فهرست المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	الإهداء
ب	الشكر والتقدير
ت	المستخلص
ج	فهرست المحتويات
د	فهرست الجداول
ر	فهرست الأشكال
س	فهرست الملاحق
1	المقدمة
22 -2	الفصل الاول: منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة
2	المبحث الاول: منهجية البحث
10	المبحث الثاني: بعض الدراسات السابقة
64-22	الفصل الثاني: الخلفية النظرية للبحث
22	المبحث الاول: السياسة النقدية (أطار مفاهيمي)
22	اولا:تطور مفهوم السياسة النقدية
24	ثانيا:أهداف السياسة النقدية
26	ثالثا: دور البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية
35	رابعا:طبيعة السياسة النقدية في الدول النامية
37	المبحث الثاني: الأطار المفاهيمي والتاريخي للأسواق المالية الناشئة
37	اولا:مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها
41	ثانيا: التميز بين الأسواق الناشئة والمتطورة
44	ثالثا: الأزمة الأسيوية

رقم الصفحة	الموضوع
50	رابعاً: تصنيف الاسواق المالية والادوات المالية
55	المبحث الثالث: العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية
55	أولاً: علاقة عرض النقد في سوق الاوراق المالية
58	ثانياً: العلاقة بين سعر الفائدة وسوق الأوراق المالية
61	ثالثاً: العلاقة بين سعر الصرف وسوق الاوراق المالية
63	رابعاً : العلاقة بين التضخم وسوق الأوراق المالية
92 - 65	الفصل الثالث:تحليل السياسة النقدية ومؤشرات أداء الاسواق المالية الناشئة.
65	المبحث الاول:تحليل السياسة النقدية
65	أولاً: عرض النقد
69	ثانياً: سعر الفائدة
73	ثالثاً:سعر الصرف
77	رابعاً: معدل التضخم
81	المبحث الثاني: تحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة
81	أولاً: المؤشر العام للأسعار الأسهم
85	ثانياً: مؤشر القيمة السوقية
89	ثالثاً: مؤشر أحجام التداول
112 - 93	الفصل الرابع: قياس أثر السياسة النقدية في مؤشرات أداء الاسواق المالية الناشئة
93	المبحث الأول: قياس أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء أسواق كوالالمبور ,جاكارتا, سيئول
105	المبحث الثاني: نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء أسواق كوالالمبور ,جاكارتا, سيئول (دراسة مقارنة)

رقم الصفحة	الموضوع
116-113	الفصل الخامس : الأستنتاجات والتوصيات
114	المبحث الأول: الاستنتاجات
116	المبحث الثاني: التوصيات
117	المصادر والمراجع
129	الملاحق

فهرست الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
46	مقدار الأنخفاض في قيمة العملات الاسيوية وتغيرات أسعار الأسهم في الأقتصاديات الاسيوية للمدة (1997-1998)	1-2
68	تطور عرض النقد بالمعنى الواسع في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية للسنوات (1995-2009)	1-3
72	تطور أسعار الفائدة المصرفية في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية للسنوات (1995-2009)	2-3
76	تطور أسعار الصرف في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية للسنوات (1995-2009)	3-3
80	تطور الرقم القياسي للأسعار المستهلك في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية للسنوات (1995-2009)	4-3
84	تطور المؤشر العام للأسعار الاسهم في أسواق كوالالمبور وجاكارتا وسيئول للأوراق المالية (1995-2009)	5-3
88	تطور مؤشر القيمة السوقية في أسواق كوالالمبور وجاكارتا وسيئول للسنوات (1995-2009)	6-3
92	تطور مؤشر حجم التداول في أسواق كوالالمبور وجاكارتا وسيئول للسنوات (1995-2009)	7-3
94	تقدير أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام للأسعار الاسهم لسوق كوالالمبور	1-4
96	تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق كوالالمبور	2-4
97	تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشر أحجام التداول لسوق كوالالمبور	3-4

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
99	تقدير أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام للأسعار الاسهم لسوق جاكرتا	4-4
99	تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق جاكرتا	5-4
101	تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشر أحجام التداول لسوق جاكرتا	6-4
102	تقدير أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام للأسعار الاسهم لسوق سيئول	7-4
103	تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق سيئول	8-4
104	تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشر أحجام التداول لسوق سيئول	9-4
106	نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق كوالالمبور	10-4
107	نتائج تحليل المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق كوالالمبور المالي.	11-4
108	نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق جاكرتا	12-4
109	نتائج تحليل المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق جاكرتا المالي.	13-4
110	نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق سيئول	14-4
111	نتائج تحليل المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق سيئول المالي.	15-2
112	مقارنة نتائج تحليل أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء الأسواق المختارة	16-4

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	الهيكل العام للنماذج القياسية	1-1
28	ألية تأثير عمليات السوق المفتوحة	1-2
30	ألية تأثير سعر اعادة الخصم في المعروض النقدي	2-2
32	ألية تأثير نسبة الأحتياطي القانوني	3-2
42	حصصة الاسواق الناشئة من رسملة السوق العالمية لسنة 2009	4-2
54	التمويل المباشر والغير مباشر	5-2
56	ألية أنتقال أثر السياسة النقدية الى السوق المالية والتحكم بحجم السيولة الكلية	6-2
66	تطور عرض النقد في ماليزيا للمدة (1995- 2009)	1-3
67	تطور عرض النقد في أندونيسيا للمدة (1995- 2009)	2-3
67	تطور عرض النقد في كوريا الجنوبية للمدة (1995- 2009)	3-3
70	تطور اسعار الفائدة على الودائع الثابتة في ماليزيا للمدة (1995-2009)	4-3
71	تطور اسعار الفائدة على الودائع الثابتة في كوريا الجنوبية للمدة (1995-2009)	5-3
71	تطور اسعار الفائدة على الودائع الثابتة في اندونيسيا للمدة (1995-2009)	6-3
74	سعر الصرف في ماليزيا للمدة (1995-2009)	7-3
75	سعر الصرف في أندونيسيا للمدة (1995-2009)	8-3
75	سعر الصرف في كوريا الجنوبية للمدة (1995-2009)	9-3

رقم	عنوان الشكل	رقم الشكل
-----	-------------	-----------

الصفحة		
78	الرقم القياسي لأسعار المستهلك في ماليزيا للمدة (2009-1995)	10-3
79	تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في اندونيسيا للمدة (2009-1995)	11-3
79	تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في كوريا للمدة (2009-1995)	12-3
82	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في ماليزيا للمدة (2009-1995)	13-3
83	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في اندونيسيا للمدة (2009-1995)	14-3
83	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في كوريا للمدة (2009-1995)	15-3
86	تطور مؤشر القيمة السوقية في ماليزيا للمدة (2009-1995)	16-3
87	تطور مؤشر القيمة السوقية في أندونيسيا للمدة (2009-1995)	17-3
87	تطور مؤشر القيمة السوقية في كوريا الجنوبية للمدة (200-1995)	18-3
90	تطور مؤشر حجم التداول في ماليزيا للمدة (2009-1995)	19-3
90	تطور مؤشر حجم التداول في اندونيسيا للمدة (2009-1995)	20-3
91	تطور مؤشر احجام التداول في كوريا الجنوبية للمدة (2009-1995)	21-3

فهرست الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
129	متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق كوالالمبور للاوراق المالية للمدة (1995-2009)	1
130	متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق جاكرتا للاوراق المالية للمدة (1995-2009)	2
131	متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق سينول للاوراق المالية للمدة (1995-2009)	3
132	المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشرات أداء سوق ماليزيا للاوراق المالية	4
133	المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشرات أداء سوق جاكرتا للاوراق المالية	5
134	المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشرات أداء سوق سينول للاوراق المالية .	6
135	نتائج الطريقة الخطية لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق ماليزيا للاوراق المالية	7
136	نتائج الطريقة الخطية لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق أندونيسيا للاوراق المالية	8
137	نتائج الطريقة الخطية لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق كوريا الجنوبية للاوراق المالية	9

Introduction . المقدمة

تعد الأسواق المالية من المرتكزات الاقتصادية المهمة لما تسهم به من تعبئة المدخرات الوطنية من المدخرين حيث تعمل على تقديمها للمستثمرين لتمويل استثماراتهم لذا تعد الأسواق المالية أحد أهم قنوات التمويل الاستثماري . وكذلك تعد أهم القنوات التي تمول الشركات في مختلف القطاعات كما ان الأسواق المالية تعمل على تنشيط الاقتصاد الوطني من خلال ما توفره من السيولة النقدية إذ تتيح فرصة الحصول على تمويل الموجودات الرأسمالية واستثمارها بسرعة وسهولة والحصول على رؤس الأموال المطلوبة بما يعزز آفاق النمو الاقتصادي . ولذلك أحتلت الأسواق المالية أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية للدول كونها تمثل المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي وتتأثر الأسواق المالية ولاسيما الأسواق الناشئة بالسياسة النقدية من خلال أدواتها الكمية والنوعية وبالارتباط مع السياسة العامة للدولة . إذ إن السياسة النقدية تؤثر في الأسواق المالية من خلال توافر أو عدم توافر السيولة النقدية ولذلك جاء هذا البحث ليتناول الموضوع من خلال خمس فصول إذ ضم الفصل الأول مبحثين ركز الأول على منهجية البحث والثاني تناول الدراسات السابقة . وتضمن الفصل الثاني ثلاثة مباحث تناول الأول .السياسة النقدية(تطور مفهوما-اهدافها- ادواتها) اما الثاني .تضمن الاطار المفاهيمي والتاريخي للأسواق المالية الناشئة واقتصر الثالث . على العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء اسواق الأوراق المالية. أما الفصل الثالث فقد قسم الى مبحثين ركز الأول على تحليل السياسة النقدية (مكوناتها) . وتناول الثاني تحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة . أما الفصل الرابع فقد قسم الى مبحثين أشتمل الأول على . قياس أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء أسواق (كوالالمبور,جاكارتا, سيئول) للأوراق المالية. وتناول الثاني . نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات اسواق كوالالمبور,جاكارتا,سيئول. (دراسة مقارنة).إما الفصل الخامس فقد تناول الأستنتاجات والتوصيات بمبحثين تناول الأول الأستنتاجات التي خرجت بها الباحث والثاني خصص للتوصيات .

الفصل الأول:

منهجية البحث

وبعض الدراسات السابقة

المبحث الأول

منهجية البحث

المبحث الثاني

الدراسات السابقة

المبحث الأول : منهجية البحث

أولاً : مشكلة البحث. (Research problem)

(تتلخص مشكلة البحث بعدم وضوح أثر السياسة النقدية في بعض الاقتصاديات وما تتركه من آثار اقتصادية ومالية على الأسواق المالية ولاسيما الأسواق الناشئة)

ثانياً: أهداف البحث: (Research Objectives)

يهدف البحث الى تحقيق ماياتي:

- 1- دراسة واقع السياسة النقدية في الدول المختارة من خلال بحث مكوناتها الأساسية.
- 2- دراسة واقع الأسواق المالية الناشئة من خلال دراسة مؤشراتنا الأساسية.
- 3- تحليل العلاقة بين السياسة النقدية والأسواق المالية الناشئة من خلال العلاقة بين مكونات كل منهما.
- 4- المساهمة في الجانب المعرفي في حقل الأختصاص.

ثالثاً: فرضية البحث: (Research Hypothesis)

يقوم البحث على فرضية رئيسة مفادها.

(توجد علاقة ايجابية ومعنوية بين متغيرات السياسة النقدية) عرض النقد , سعر الفائدة, سعر الصرف, الرقم القياسي لأسعار المستهلك) ومؤشرات الاسواق المالية الناشئة (المؤشر العام لأسعار الاسهم , مؤشر القيمة السوقية , مؤشر حجم التداول). وتتفرع عنها فرضيتين فرعيتين هما.

- 1- توجد علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين مكونات السياسة النقدية ومؤشرات الاسواق المالية الناشئة
- 2- توجد علاقة تأثير إيجابية ومعنوية بين مكونات السياسة النقدية ومؤشرات الاسواق المالية الناشئة.

رابعاً: أهمية البحث (Research Importance)

تعد السياسة النقدية واحدة من أعمدة الاقتصاد الوطني. لما لها من أثر واضح على سياسات الأستثمار والإدخار هذين المكونين الأساسيين للاقتصاديات الوطنية. فالاستثمار هو الواجهة البارزة والمعبرة عن تطور الاقتصاد الوطني وانعكاس المستوى الاقتصادي للدولة من خلال زيادة فرص العمل و انعكاس ذلك إيجابياً على الاقتصاد الوطني .بشكل عام ويعد الادخار واحد من أهم العناصر المهمة في الاقتصاديات الوطنية والذي يعتمد أساساً على حجم الدخل القومي وعدالة توزيعه إذان الادخار يعتمد اساساً على دخل الافراد والمستوى المعاشي بشكل يمكن من استهلاك جزء والاحتفاظ بالمتبقي كادخار لاعادة استثماره في المستقبل من اجل زيادة العائد وتميمته ولذلك فان دراسة السياسة النقدية والبحث فيها يعد خطوة مهمة على سبيل دراسة وتحليل الية عمل وأثر السياسة النقدية في الاسواق المالية لاسيما الناشئة منها.

خامساً: هيكل النموذج : (model structure)

هناك عوامل وخارجية تؤثر في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية ولما كانت متغيرات السياسة النقدية من العوامل الخارجية المهمة المؤثرة في مؤشرات الاداء للاسواق المالية فضلاً عن قابليتها للقياس وهذه العوامل هي (عرض النقد ، سعر الفائدة ، سعر الصرف ، الرقم القياسي للاسعارالمستهلك) .لذا يكون من المهم قياس اثر هذه العوامل في مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية او بشكل منفرد بحسب الدول وذلك بالاهمية التي تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري ويتضمن الهيكل العام للنماذج القياسية نوعين من المتغيرات وفيما يأتي توضيح لهذه المتغيرات :

1- المتغيرات المستقلة (متغيرات السياسة النقدية) Variables Independent

وتتضمن المتغيرات الخارجية المستقلة مؤشرات السياسة النقدية التي تؤثر في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية . إذ إن النموذج يتضمن أربع متغيرات تعبر عن متغيرات السياسات النقدية في البلدان المختار عينة البحث وكالاتي :

أ- عرض النقد : اعتمدت الدراسة مؤشر عرض النقد في المعنى الواسع (MSI) ويتضمن النقد لدى الجمهور + احتياطات البنوك + الودائع تحت الطلب وسيتمثل لعرض النقد بالرمز (X1) في البلدان البحث.

ب- سعر الفائدة (IR) : تمت الاستعانة على أسعار الفائدة على الودائع الثابتة كونها تمثل بديل عن الأوراق المالية في حالة ارتفاعها بسبب عدم تعرض الودائع الثابتة لمخاطر الارتفاع او الانخفاض او مخاطر عدم السداد سيتمثل لسعر الفائدة بالرمز (X2) في بلدان البحث .

ج- سعر الصرف (EX) : تم الاعتماد على سعر صرف الدولار الامريكي مقابل العملة المحلية في اندونيسيا وماليزيا وكوريا الجنوبية على اساس ان الدولار الامريكي من اهم العملات المتداولة والمطلوبة على نحو رئيسي في جميع البلدان ويرمز لها بالرمز (X3) في بلدان البحث .

د- معدل التضخم (INF): ويستخرج من الرقم القياسي لاسعار المستهلك (Index Consumer price) الشائع الاستخدام في الدراسات والبحوث التطبيقية ويرمز لهذا المتغير بالرمز (X4).

2- المتغيرات التابعة. Dependent Variables.

وتتمثل بمؤشرات اداء سوق الاوراق المالية وتمثل المتغيرات (المعتمدة) وتشمل كل من :-

أ- المؤشر العام لاسعار الاسهم (SP)

تم الاستعانة بالمؤشر المحلي لاسعار الاسهم في كوريا الجنوبية واندونيسيا وماليزيا التي تقوم ادارة كل سوق باحتسابه حيث يستخدم لقياس الاداء الكلي للسوق والذي يتمثل بمعدل اسعار الاسهم المصدرة من الشركات المدرجة في السوق (الشبلي ومحمد ، 2000: 148) وسيرمز له (y1).

ب- مؤشر القيمة السوقية (mv)

يمثل هذا المؤشر القيمة السوقية للاسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية (Levinex & zervos, 1996:8) ويرمز له (y2) .

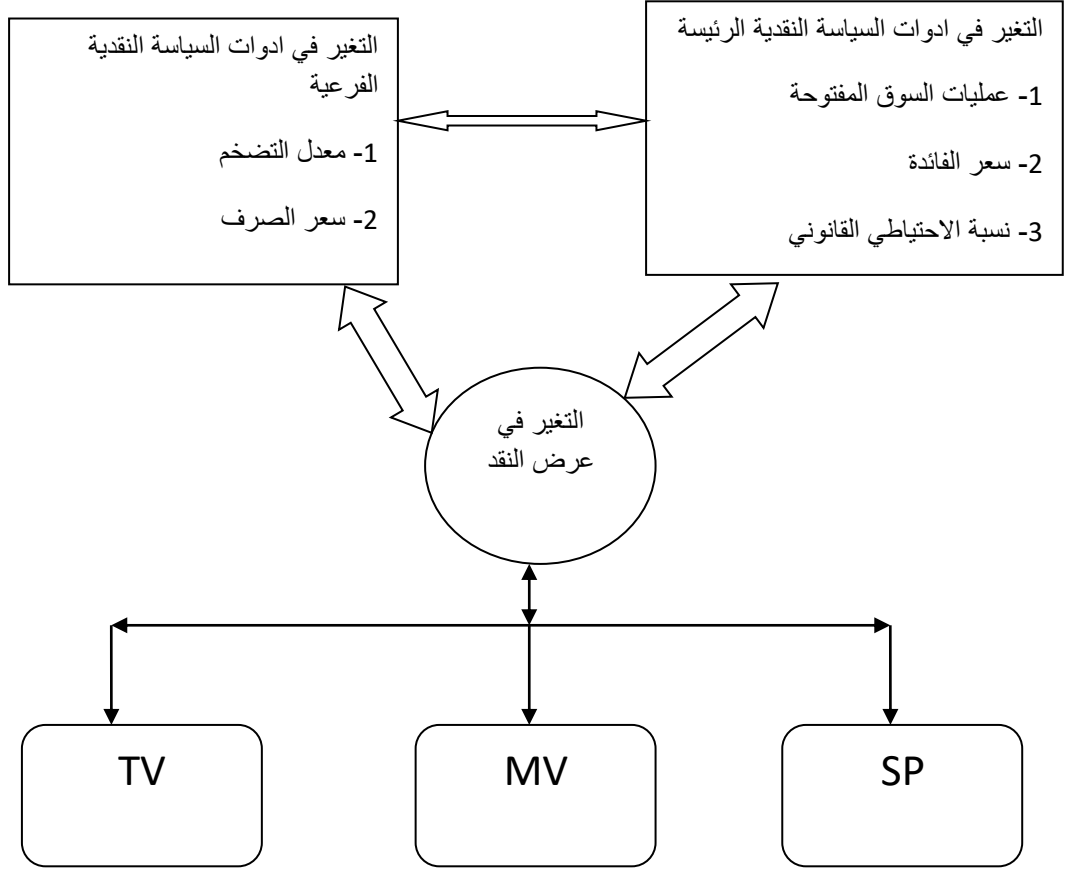
ج- مؤشر حجم التداول (TV)

يمثل القيمة الكلية للأسهم المتعامل بها بالسوق خلال مدة زمنية معينة بمختلف الأسعار ويستخدم لقياس سيولة السوق كمقياس مكمل للقيمة السوقية (العاني ، 2002: 54) ويرمز له (y3) .

ان علاقة تأثير متغيرات السياسة النقدية تنتقل الى الاسواق المالية عن طريق متغير وسط مهم وهو عرض النقد تؤثر فيه ادوات السياسة النقدية الرئيسية عمليات السوق المفتوحة ونسبة اعادة الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني عن طريق سعر الفائدة وكذلك تؤثر ادوات السياسة النقدية الفرعية سعر الصرف والتضخم في عرض النقد الذي يتحول الى متغير مستقل يؤثر في المتغيرات التابعة مؤشرات الاسواق المالية الناشئة . وعليه عرض النقد يتأثر بالعوامل الخمسة اعلاه (وغيرها سواء اكانت نقدية او مالية ام اخرى) والشكل (1-1) يظهر العلاقة

الشكل (1-1)

الهيكل العام للنماذج القياسية



المصدر : من إعداد الباحث

سادسا:أساليب البحث (Research Styles)

تم استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد المراحل و أشتمل على المتغيرات المستقلة (عرض النقد ، سعر الفائدة, سعر الصرف ،الرقم القياسية لأسعار المستهلك ،) وقد جرى تطبيق صيغتان داليتان للوصول الى افضل التقديرات لنماذج الانحدار الخطي المتعدد هما:

1- الصيغة الخطية (linear formation)

وقد أعتمدت المعادلة الأتية لتقدير الصيغة الخطية :

$$y_{ij} = B_0 + B_1X_{1i} + B_2X_{2i} + B_3X_{3i} + B_4X_{4i} + u_i \dots \dots \dots (1)$$

إذ أن:

$$y_{ij} = f(x_{ij})$$

إذ أن:

y_{ij} = تمثل المتغيرات التابعة للنموذج القياسي والمتمثلة بمؤشرات اداء سوق الاوراق المالية وسوق يتم التركيز على ثلاث متغيرات فقط وكالاتي :

$$(j = 1, 2, 3, \dots, 15)$$

$$(i = 1, 2, 3)$$

أما (x_{ij}) = تمثل المتغيرات المستقلة للنموذج والمتمثلة بمتغيرات السياسة النقدية وحدده حسب النموذج المختار أربعة متغيرات.

$$(i = 1, 2, 3, 4)$$

$$(j = 1, 2, 3, \dots, 15)$$

2- الصيغة اللوغاريتمية (logarithmic Formation)

وقد تم أعتماد المعادلة الأتية لتقدير العلاقة اللاخطية :-

$$y_{ij}=AX_{ij}^B$$

y_i = تمثل المتغيرات التابعة

X_{ij} = تمثل المتغيرات المستقلة

ويمكن وضع النموذج القياسي اعلاء بالصيغة اللاخطية وعلى النحو التالي:

$$\ln y_{ij} = B_0 + B_1 \ln X_{1i} - B_2 X_{2i} + B_3 \ln X_{3i} + B_4 \ln X_{4i} + u_i \dots 2$$

اذ ان u_i في المعادلتين اعلاه تشير الى المتغير العشوائي Random Variable وهو يتضمن تأثير المتغيرات التي لم ترد في النموذج .

وقد تم استخدام في البحث المعايير الاقتصادية والأحصائية والقياسية وهي كالآتي.

1-المعيار الاقتصادي : (Economic Criterion)

وفقاً لهذا المعيار تجري مقارنة إشارات وقيم المعلمات مع منطق النظرية الاقتصادية وفي ضوء ذلك تتحدد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

2-المعيار الاحصائي: (Statistical Criterion)

وهو المعيار الذي بموجبه يجري الكشف عن مدى إمكانية الاعتماد على المعلمات التي تم تقديرها في النموذج القياسي ومن هذه الاساليب الاحصائية المستخدمة :

أ: اختبار t :

ويكشف هذا الاختبار عن معنوية المعلمات التي تم تقديرها للمتغيرات الاقتصادية في النموذج فاذا كانت قيمة t المحتسبة أكبر من قيمة t الجدولية، دل ذلك على معنوية المعلمة المقدر، أي وجود علاقة تأثير معنوية المتغير المستقل والمتغير التابع.

ب: اختبار F (Fisher Test):

ووفقاً لهذا الاختبار فاذا كانت قيمة F المحتسبة أكبر من قيمة F الجدولية فهذا يدل على معنوية المعادلة ككل مقبولة. أي وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير المستقل والتابع.

ج: اختبار معامل التحديد R^2 (Coefficient of Determination)

تجري من خلاله معرفة القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وتتراوح قيمة $0 < R^2 < 1$ وكلما زادت قيمة R^2 دل ذلك على قوة أثر المتغيرات المستقلة في تفسير التغير في المتغير التابع.

3- المعيار القياسي: (Standard Criterion)

* اختبار دورين - واتسون Durbin - Watson:

لمعرفة وجود الارتباط الذاتي بين قيم المتغير العشوائي إذ يشير الارتباط الذاتي (الارتباط التسلسلي) الى الحالة التي يكون فيها حد الخطأ في مدة زمنية على علاقة مع حد الخطأ في أي مدة زمنية أخرى. اذا كان حد الخطأ في مدة زمنية مرتبطاً بحد الخطأ في المدة الزمنية السابقة يكون هناك ارتباطاً ذاتياً من الدرجة الاولى ومعظم التطبيقات في الاقتصاد القياسي تتضمن ارتباطاً ذاتياً من الدرجة الاولى اكثر من الدرجة الثانية بالرغم من انه من الممكن ان يكون هناك ارتباطاً ذاتياً سالباً فإن معظم السلاسل الزمنية الاقتصادية تظهر ارتباطاً ذاتياً موجباً. وتتراوح قيمة D-W بين الصفر و 4 ولا يكون هناك ارتباطاً ذاتياً اذا كانت قيمة D-W قريبة من 2. (المندلاوي, 2004: 90)

سابعاً: مصادر البيانات: (Data Reference)

تم الاعتماد في جمع البيانات على التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي في الحصول على المؤشرات النقدية للبلدان عينة الدراسة كذلك تم الاعتماد على الإحصائيات السنوية للبنوك المركزية لتلك الدول كذلك تم الاعتماد في إعداد البيانات الخاصة في الأسواق المالية على مواقع الانترنت الخاصة بأسواق أندونيسيا وماليزيا وكوريا الجنوبية كذلك على نشرات مؤسسة التمويل الدولية الخاصة بالأسواق المالية الناشئة ولقد تم استخراج البيانات المطلوب تبويبها في جداول لتسهيل عملية احتساب المؤشرات النقدية وكذلك مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لبلدان العينة

ثامناً: حدود البحث: Limitations Research

تحقيقاً لهدف الدراسة واختبار فرضياتها، تم اختيار سوق ماليزيا للأوراق المالية وسوق أندونيسيا للأوراق المالية وسوق كوريا الجنوبية للأوراق المالية لتمثيل الأسواق المالية الناشئة، كونها من أكثر الأسواق المالية الناشئة استقراراً ونموً وكذلك حالة الاستقرار السياسي وكذلك أندونيسيا وماليزيا تعد دولاً إسلامية. وقد اشتملت الحدود الزمانية للبحث، على مؤشرات أداء

الاسواق المالية الناشئة ومتغيرات السياسة النقدية في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية للمدة (1995 – 2009) بيانات سنوية.

المبحث الثاني :

بعض الدراسات السابقة.

يقتصر هذا المبحث على الدراسات والابحاث السابقة التي اطلع عليها الباحث من خلال عملية البحث عن المراجع العلمية وتهدف الدراسات السابقة الى اظهار بعض جوانب البحث الحالي التي تم التطرق اليها من قبل باحثين اخرين وبيان التشابه والاختلاف بين البحث الحالي والدراسات السابقة وفيما يلي اهم تلك الدراسات .

2- دراسة . المولى . 2004	
1- دراسة . المندلاوي . 2004	
عنوان الدراسة	تأثير السياسة النقدية في اسواق راس المال في مجموعة من الدول العربية للمدة (1994-2001)
عنوان الدراسة	مكانات السياسة النقدية في تشجيع الاستثمار المحلي في العراق (1980-2003)
هدف الدراسة	الكشف عن الآثار التي تتركها مؤشرات السياسة النقدية على الاداء في اسواق راس
هدف الدراسة	المال وبلغ عدد من غليلي للتحديد لولا الاستثمار باستخدام التقديرات في الدال الاقتصادي لستوخيصوصهم وتغيراتهم للانحطاطية التخفي وتبسيط ليهي مؤشر التمال الختلا لاشوق وتغيرتة السياسة النقدية .
عين الدراسة	سوق مصر, بورصة عمان, سوق الكويت, سوق الاسهم السعودية, بورصة
عينه الدراسة	جميع القطاعات الاقتصادية. تونس, بورصة الدار البيضاء في المغرب.
اسلوب البحث	المنهج الوصفي - التحليلي - والمنهج الكمي - القياسي الاستقوب الوصفي - التخفي, الاستقوب الكمي القياسي
الاستنتاجات	استنتجة الدراسة ان تأثير السياسة النقدية يتباين في اداء اسواق راس المال العربية لكمية المباشرة بشكل كبير اكثر مما هي عليه في اعتماد الادوات غير المباشرة وبتبعها للتباين في السياسة النقدية التي تتبعها الدول. فضلا عن طبيعة كل سوق ودرجة جحت في التأثير على موازنة المصارف وموازنة البنك المركزي في امتصاص جانب استجابة المستثمرين للسياسة النقدية. كذلك وجود علاقات احصائية واقتصادية بين من فائض الكتلة النقدية والحد من تسارع معدلات التضخم . كذلك استنتجت الدراسة ان بعض المتغيرات النقدية ومؤشرات الاداء في الدول المختارة. لزيادة في عرض النقد وانخفاض سعر الفائدة أدى الى انخفاض سعر صرف الدينار
مدى الافادة منها	للعراق استفادة منها في الجانب النظري وكدراسة سابقة
مدى الافادة منها	الاستفادة منها في الجانب النظري, وكدراسة سابقة في اعداد هيكل البحث.

أولا- الدراسات العراقية:

3- دراسة. الجنابي. 2005	
عنوان الدراسة	العلاقة بين تقلبات اسعار الاسهم والتضخم والتوقعات في اسواق اسهم ناشئة مختارة (1980-2004)
هدف الدراسة	تفسير تقلبات اسعار الاسهم وبيان مدى الاختلاف في الاستجابة لتاثير التوقعات التضخمية في اسواق عينة الدراسة.
عينة الدراسة	سوق كوالالمبور وسوق جاكرتا وسوق كوريا الجنوبية وسوق ساوباولو وسوق الأرجنتين وسوق الاسهم المكسيكية للاوراق المالية.
اسلوب الدراسة	المنهج الاستنباطي المنهج الاستقرائي
الاستنتاجات	قبول فرضية مستوى الكفاءة شبه القوي في اسواق العينة اي الاسعار الجارية للاسهم لاتعكس فقط المعلومات السابقة عن التضخم .ولكنها تعكس ايضاً كل المعلومات المتوفرة للعامه عنه.كذلك توصلت الدراسة الى وجود علاقة سببية مباشرة بين التضخم و تقلبات اسعار الاسهم للاسواق العينة.

مدى الافادة منها	تم الاستفادة من الدراسة كدراسة سابقة . وفي تنظيم البحث
------------------	--

4- دراسة. آل طعمة. 2007.	
عنوان الدراسة	تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الاوراق المالية (مصر حالة دراسية) للمدة (1991-2005)
هدف الدراسة	تفسير تقلبات اسعار الاوراق المالية وبيان مدى تاثير العوامل الخارجية (الاقتصادية) فيها والتوصل الى افضل النماذج لقياس تاثير العوامل الاقتصادية في اسعار الاسهم .
عينة الدراسة	سوق مصر للاوراق المالية
اسلوب الدراسة	المنهج الوصفي - التحليلي . المنهج الكمي - القياسي .
الاستنتاجات	توصلت الدراسة في التحليل القياسي ان النموذج اللاخطي افضل النماذج تعبيراً عن واقع سوق مصر للاوراق المالية. وقد اظهرت الدراسة ان العوامل الخارجية سواء أكانت سياسية واقتصادية في شكل مباشر أم غير مباشر تؤثر في أداء سوق الاوراق المالية. ويتباين تأثير كل عامل عن الاخر في مؤشرات الاداء فارتفاع عرض النقد وسعر الصرف ينعكس ايجابيا . اما ارتفاع سعر الفائدة و الازمة المالية والسياسية ينعكس سلباً.

مدى الافادة منها	تم الاستفادة من الدراسة في الجانب النظري والعملي وفي إعداد هيكلية البحث
------------------	---

5- دراسة . الدعي . 2008	
عنوان الدراسة	تدور حنزة على وقت بد ... كسب على كسب ... زغب ... دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة للمدة (1990 - 2006)
هدف الدراسة	قياس اثر المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية . واختبار العلاقة في اقتصاد متقدم واخر ناشئة .
عينة الدراسة	سوق نيويورك للاوراق المالية . سوق مصر للاوراق المالية .
اسلوب الدراسة	المنهج الوصفي - التحليلي . المنهج الكمي - القياسي .

<p>اظهرت الدراسة بأن النموذج اللاخطي كان افضل النماذج كذلك تاثير السياسة النقدية كان الأشد في جميع مؤشرات اداء سوق مصر للاوراق المالية. على عكس سوق نيويورك الذي اظهر تاثير السياسة المالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك للاوراق المالية كان اكثر تأثيراً.</p>	<p>الاستنتاجات</p>
<p>تمت الافادة من الدراسة في الجانب النظري والتطبيقي. وفي إعداد منهجية البحث.</p>	<p>مدى الافادة منها</p>
<p>6- دراسة الخيكاني. 2008.</p>	
<p>إمكانات السياستين النقدية والمالية في التأثير على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية - مصر واليابان حالة دراسية.</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>تهدف الدراسة الى بيان فاعلية السياسة النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للاسعار وتحقيق النمو الاقتصادي فضلاعن دورها في تحجيم البطالة ومعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات وذلك في بلدي العينة .سواء بالطريقة الوصفية للتحليل ام بالطريقة القياسية.</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>مصر كبلد ناشئة واليابان كبلد متطور .</p>	<p>عينة الدراسة</p>
<p>المنهج الوصفي - التحليلي . والمنهج الكمي - القياسي.</p>	<p>اسلوب الدراسة</p>
<p>اظهرت نتائج التحليل الوصفي والكمي ان السياسة النقدية في البلد المتقدم اليابان</p>	<p>الاستنتاجات</p>

كانت اكثر فاعلية عنها في مصر في التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية.	
تم الافادة من الدراسة في الجانب التطبيقي .	مدى الافادة منها

1- دراسة . الزغبي . 2000	
عنوان الدراسة	تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق عمان المالي للمدة (1978 - 1998)
هدف الدراسة	معرفة تأثير الازمة النقدية التي مربها الاقتصاد الاردني في مؤشرات اسعار الاسهم في سوق عمان المالي
عينة الدراسة	سوق عمان للاوراق المالية. المؤشر العام لاسعار الاسهم.
اسلوب الدراسة	النموذج الوصفي - التحليلي . النموذج الكمي - القياسي.
النتائج التي توصلت اليها الدراسة	توصلت الدراسة الى ان هناك علاقات ذات دلالة احصائية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (النتاج المحلي الاجمالي , عرض النقد, سعر الفائدة, سعر الصرف , وابطاء مؤشر السوق للمدة سابقة) وكذلك ان هناك علاقة اقتصادية واحصائية بين كل متغير على حدة والمؤشر العام لاسعار الاسهم بأستثناء ابطاء مؤشر السوق للمدة سابقة.
مدى الافادة منها	تم الاستفادة منها في تفسير العلاقة بين المتغيرات النقدية والمؤشر العام وفي قياس الاثر بين المتغيرات.

ثالثاً: الدراسات الاجنبية.

1-STUDY. MUZAFARSHAN & AHMAD 1996	
النشاط الأقتصادي وسوق الأسهم	عنوان الدراسة
تهدف الدراسة الى بيان ماأذاكانت اسعار الاسهم مؤشراً قياسياً للنشاط الاقتصادي المستقبلي في ماليزيا وتحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (عرض النقد , سعر الصرف, الناتج المحلي الاجمالي) واسعار الاسهم .	هدف الدراسة
سوق كوالالمبور للاوراق المالية	عينة الدراسة
استخدمت الدراسة نموذج(Granger) للسببية.	اسلوب الدراسة
استنتجت الدراسة أن اسعار الاسهم لاتعكس التغيرات في المتغيرات الاقتصادية الكلية وهذا يدل على ضعف العلاقة بين اسعار الاسهم في ماليزيا وبعض المتغيرات الاقتصادية مما يبين أن أسعار الاسهم لاتمثل مقياس للنشاط الاقتصادي.	الاستنتاجات
تم الافادة منها في اختبار العلاقة بين عرض النقد وسعر الصرف ومؤشرات سوق ماليزيا المالية.	مدى الافادة منها

2-STUDY.PHILIPPEMULLER&MARKZELMER. 1999

عنوان الدراسة	اثر السياسة النقدية في الاسواق المالية (1996-1999)
هدف الدراسة	تهدف الدراسة الى بيان اذ كانت متغيرات السياسة النقدية (عرض النقد, سعر الفائدة , سعر الصرف) تستخدم للتنبؤ باسعار الاسهم في كندا او اختبار فرضية السوق الكفوة معلوماتيا.
عينة الدراسة	سوق كندا للاوراق المالية
اسلوب الدراسة	النوذج القياسي - الكمي
الاستنتاجات	اظهرت الدراسة بناء على النماذج القياسية دور التوقعات في تفسير تقلبات اسعار الاسهم السوقية .فضلا عن وجود علاقة تأثير بين المتغيرات النقدية واسعار الاسهم السوقية وهذا يدعم فرضية السوق الكفوة.
مدى الافادة منها	تم الافادة منها كدراسة سابقة وفي الجانب التطبيقي.

3-STUDY. AL- BASSAM&JUHAN 2000	
عنوان الدراسة	أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في مؤشر اسعار الاسهم (1985-1994)
هدف الدراسة	بيان مدى تأثير العوامل الاقتصادية (سعر الفائدة , الناتج المحلي الاجمالي , التوقعات) في المؤشر العام للاسعار الاسهم وتحديد العلاقات بين المتغيرات وبيان اي المتغيرات اشد تأثيرا.
عينة الدراسة	سوق الاسهم السعودي
اسلوب الدراسة	النموذج الوصفي التحليلي النموذج الكمي القياسي
الاستنتاجات	توصلت الدراسة الى رفض فرضية العدم والتي تفترض أن المتغيرات الاقتصادية الكلية لاتمارس تأثيراً في سوق الاسهم السعودية وقبول الفرضية البديلة أن للمتغيرات الاقتصادية المقترحة تأثيراً معنوياً في مؤشر سوق الاسهم السعودية فضلا عن دور التقلبات الساسية والتوقعات قصيرة الاجل في المؤشر العام.
مدى الافادة منها	كدراسة سابقة وبيان اهمية سعر الفائدة كمتغير مؤثر في المؤشر العام لاسعار الاسهم.

4-STUDY.MICHAEL.JOYCE& RELLEE JONTHAN .2008	
عنوان الدراسة	الشفافية في السياسة النقدية : تأثيره على الاسواق المالية (1992-2007)
هدف الدراسة	تهدف الدراسة الى استعراض الادوات الرئيسية في السوق المالية ومايرتبط بها من منحنيات العائد التي يمكن استخدامها لقياس توقعات المشاركين في الاسواق المالية نتيجة للتغيرات سعر الفائدة وتوقعاته في المستقبل .
عينة الدراسة	سوق لندن للاوراق المالية
اسلوب الدراسة	المنهج الاستقرائي (Inductive Approach)
الاستنتاجات	تدعم الدراسة فرضية السوق الكفاءة وهو ان توقعات المشاركين في السوق المالية تعكس التغير في سعر الفائدة مما ينعكس على الاسعار في الوقت الحاضر. وتوصلت الدراسة الى أن سعر الفائدة المتوقع متغير اقتصادي مهم ياخذة المشار كين بنظر الاعتبار عند تعاملهم في السوق المالية
مدى الافادة منها	تم الافادة منها في الجانب النظري وبيان تأثير سعر الفائدة. وكدراسة سابقة

الفصل الثاني:

الخلفية النظرية للبحث

المبحث الأول

السياسة النقدية

(أطار مفاهيمي)

المبحث الثاني

الأطار المفاهيمي والتاريخي للأسواق

المالية الناشئة

المبحث الثالث

العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية

ومؤشرات الأسواق المالية

المبحث الأول : السياسة النقدية (أطار مفاهيمي)

أولاً: تطور مفهوم السياسة النقدية

تطور مفهوم السياسة النقدية بتطور الفكر الاقتصادي والذي انعكس على تطور النظريات النقدية وبالتالي مفهوم السياسة النقدية لذا فقد وردت العديد من المفاهيم تبعاً للتطور المذكور .
فقد عرفت السياسة النقدية (الكلاسيك). بأنها مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي للمحافظة على عرض النقد تكفل استقرار الأسعار داخل الاقتصاد الوطني.
(القرشي، 2007:22)

ويتضح إن هذا المفهوم ارتبط بالنظرة الكلاسيكية للأدوات النقدية كالنقود وسعر الفائدة واستمر النظر إلى دور السياسة النقدية حتى أزمة الكساد العظيم عندما عجزت الأدوات النقدية بمعالجة الكساد الكبير في ظل الاقتصاد الكلاسيكي كان الهدف الأساسي للسلطة النقدية هو ثبات المستوى العام للأسعار وذلك من خلال التحكم في كمية النقود والسلع والخدمات في السوق .

لذلك فإن المستوى العام للأسعار يتأثر فقط بالتغيرات في كمية النقود والتوسع فيه يؤدي إلى التضخم التراكمي .معتبرين إن سلوك الوحدات يتكيف تلقائياً مع توقعات استمرار التضخم لعدم مرونة الجهاز الإنتاجي عند الاستخدام الكامل حسب افتراضات الكلاسيك (الشمري ، 1998:29) وهذا ما يؤكد حيادية النقود وبالتالي حيادية السياسة النقدية مادام الاقتصاد يتوازن تلقائياً وليس هناك مشاكل اقتصادية كالتضخم أو البطالة .

وقد طرأ تطور على مفهوم السياسة النقدية يختلف عن النظرة الكلاسيكية نتيجة التطورات التي طرأت عليها من حيث الوظائف والأهداف ويمكن التمييز بين معنيين للسياسة النقدية وهما :-

المعنى الضيق للسياسة النقدية :ينصرف هذا المعنى إلى مراقبة وتنظيم عرض النقد (النقد لدى الجمهور و احتياطات المصارف) بهدف تحقيق أهداف اقتصادية محددة . أو هي إجراءات تهدف إلى التأثير على مستوى الإنفاق الكلي وذلك بالتأثير على كلفة الائتمان (cost of credit) سعر الفائدة . (suraj B, 1996:356)

أما المعنى الواسع للسياسة النقدية . فهو الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بهدف التأثير على النقد والائتمان وحجم وتركيب الدين الحكومي .أو إيجاد الظروف النقدية والائتمانية التي تهدف لخلق بيئة اقتصادية مستقرة من خلال معالجة المشاكل الاقتصادية سواء أكانت

ناجمة عن تغيرات نقدية أم أسباب اقتصادية أخرى كالتضخم أو البطالة والركود الاقتصادي وغيرها (خريس وآخرون، 2002:109).

وحقيقة الامر ان هذا المعنى احد المعاني التي قدمها كينز وذلك لتغيرالنظرة الى النقود فبعد أن كان الكلاسيك ينظر اليها كوسيلة للتبادل فقط اما بعد الازمة فقد نظر الى النقود بأنها وسيلة للتبادل وكأداة للخرن وحفظ القيمة.

وبشأن تطور السياسة النقدية في التحليل الكينزي والذي بدأ بعد أزمة الكساد الكبير (1929-1933) بسبب عجز النظرية النقدية الكلاسيكية عن معالجة هذه الأزمة إذ يقوم التحليل الكلاسيكي بالتركيز على جانبي الدخل والإنفاق وعدهما الحل المناسب لهذه الأزمة من خلال تحقيق توازن يسبق عرض النقد الذي تحدده السلطة النقدية والطلب عليها من خلال المعاملات والاحتياطات والمضاربة (forgen ،1995:278)

ففي الوقت الذي تؤيد فيه النظرية الكلاسيكية حيادية النقود يؤكد التحليل الكينزي على الدور المهم الذي تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي بمعنى أي تغير في كمية النقود يؤثر بالتبعية في المتغيرات الاقتصادية سواء (العملة، الإنتاج، الاستهلاك، الادخار، الاستثمار) وبالتالي على الوضع الاقتصادي ككل (عوض الله والفولي، 2003:230).

ومما سبق يمكن تعريف السياسة النقدية هي (الاجراءات المباشرة التي تنفذها السلطة النقدية من خلال أدواتها بهدف التأثير على النقد المتداول وعمل الجهاز المصرفي بما يتلائم مع تحقيق أهداف السلطة النقدية والمتمثلة في استقراراً كمية عرض النقد والمستوى العام للأسعار وخفض معدلات التضخم والحد من اثارها السلبية في الاقتصاد و المحافظة على القيمة النقدية للعملة الوطنية، وتعرف السياسة النقدية في الاجراءات المباشرة المتمثلة بالادوات النوعية التي تحدد وجهة تقديم القروض إلى بعض القطاعات الاقتصادية التي تعد ضرورية لتنفيذ مشاريع التنمية الاقتصادية وتشجيع الإنتاج فيها).

ثانياً : أهداف السياسة النقدية

تطورت أهداف السياسة النقدية مع تطور الفكر الاقتصادي حتى أصبحت تتفق مع أهداف السياسة الاقتصادية بشكل عام إذ توصل واضعو السياسة النقدية إلى أن الأهداف النهائية في الوقت الراهن في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء قد تمحورت في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وكان من ابرز الأهداف التي سعت إليها النظرية الكلاسيكية وكان الارتفاع في مستوى التشغيل الكامل الذي أضافته النظرية الكينزية بعد أزمة الكساد في ثلاثينيات القرن الماضي .ومن ثم تعزيز معدل النمو الاقتصادي الذي حاز على أهمية كبيرة خلال مدة الستينات إلا أن الاقتصاديين قد أضافوا إلى السياسة النقدية هدفاً آخر وهو التقليل من حالات الاختلال في ميزان المدفوعات ويمكن استعراض تلك الأهداف بشكل موجز وكالاتي:

1- استقرار قيمة العملة :

الهدف من مراقبة الائتمان المصرفي هو العمل على استقرار قيمة العملة الوطنية وذلك من خلال الحد من التوسع المفرط في عرض النقد وأثره على قيمة العملة الوطنية وفي نفس الوقت يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على حجم مناسب من الاحتياطات الدولية وعدم التوسع المفرط في إقراض الحكومة لتحقيق الاستقرار في قيمة العملة الوطنية (Mayer, 1984, 359).

2- استقرار المستوى العام للأسعار :

تعد المحافظة على استقرار المستوى العام من أهم العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي والغاية منه مواجهة التغيرات في المستوى العام للأسعار لما له من تأثير على قيمة العملة وبالتالي أحداث آثار سلبية على مستوى الدخل والثروات وتخصيص الموارد الاقتصادية بين الفروع الإنتاجية و على الأداء الاقتصادي كما إن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى خفض الدخل الحقيقي لأصحاب الدخل الثابتة والى زيادة أرباح رجال الأعمال . لذلك يعد الاستقرار عاملاً مهماً لإنهاء مثل هذه الاختلالات ويمكن من خلال إتباع سياسة انتمائية سليمة تأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية والأهداف الاقتصادية إلى تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار (السامرائي والدوري، 2006:188).

3-زيادة النمو الاقتصادي :

يعبر النمو الاقتصادي عن حدوث زيادة في الكمية المتحققة من إنتاج السلع والخدمات ويقاس النمو الاقتصادي الايجابي بالزيادة في الناتج المحلي مقارنة بالناتج المحلي في سنوات سابقة (Hubbard,2008,480) ويستطيع البنك المركزي التأثير في احتياطات البنوك التجارية وقدرتها على خلق الائتمان فالسياسة التوسعية تستطيع الإبقاء على سعر الفائدة منخفض مما يشجع على زيادة طلب الائتمان ومن ثم الاستثمار وبالتالي نمو اقتصادي (Kumar and Baig ,2006,1-4).

4- تحقيق الاستخدام الكامل:

يقصد بالاستخدام الكامل إن الأفراد المؤهلين الذين يبحثون عن العمل وبمعدلات الأجور السائدة يجدونه بدون تأخير كبير . أي التخلص من البطالة او إبعادها ولكي تصل السلطات إلى مثل هذا الوضع عليها اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتجنيب الاقتصاد البطالة وما يرافقها من انحرافات من شأنها الأضرار بمستوى الدخل والإنتاج او تحقيق مستوى من التشغيل الكامل الذي ينطوي على وجود بطالة فوق الصفر أي تواجد نسبة من العاطلين عن العمل الذين يبحثون عنه باستمرار يطلق عليها بمعدل البطالة الطبيعي . (Natural Rate of unemployment) والتي تتراوح معدلاتها بين (4,5% -6%) وتعمل السلطة على تقليلها من خلال السياسات الحكومية (ابو السعود ,2004:184) .

5- معالجة الاختلالات في ميزان المدفوعات:

للسياسة النقدية دور في معالجة الاختلالات في ميزان المدفوعات وذلك من خلال العمل على رفع معدل الفائدة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية الى داخل البلد وفي الوقت ذاته إتباع نظام صرف أجنبي مناسب يؤدي إلى رفع الصادرات والحد من الواردات فتخفيض سعر الصرف يؤدي إلى تعزيز الميزان التجاري إذ نجح في زيادة صادرات البلد وخفض وارداته (الجنابي وأرسلان ،2009:267) ويكون هذا الميزان لصالح البلد عندما يكون المستلم من العملة الصعبة من العالم الخارجي اكبر من مدفوعاته للعالم الخارجي فالعجز يمكن تغطيته من خلال السحب على الاحتياطات النقدية الأجنبية أو بيع بعض الموجودات أو عن طريق الاقتراض أو الحصول على بعض المنح والإعانات ودور السلطات النقدية هو التدخل للحد من التوسع في حجم الإنفاق الممنوح للوحدات الاقتصادية غير المصرفية لتقليص استيراداتها أما إذا كان السبب في ميزان المدفوعات هو كثرة التوظيفات في الخارج القصيرة والطويلة الأجل فان تقليص حجم الائتمان المصرفي يقلل سيولة هذه الوحدات مما يرغمها على استعادة رؤوس أموالها الموظفة في الخارج (الدليمي ، 1990،587)

ثالثاً : دور البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية

يعتمد البنك المركزي في تنفيذ سياسته النقدية للتأثير على حجم ونوع الائتمان المصرفي على مجموعة من الوسائل والأدوات التي يستخدمها حسب الظروف الاقتصادية والمسموح له باستخدامها بحكم القانون تلك الأدوات التي يمكن من خلالها تنظيم النشاط المصرفي بصورة عامة والتأثير في المسار الاقتصادي القومي وهذه الأدوات هي ما يطلق عليها بأدوات السياسة النقدية وتقسم إلى :

1 : الأدوات الكمية للسياسة النقدية .(Quantitative Tools)

تسعى أدوات السياسة النقدية الكمية الى التأثير على حجم الائتمان المصرفي المقدم من قبل المصارف التجارية دون الاهتمام بالتركيز على نوعية الائتمان المقدم للوحدات الاقتصادية واهم الأدوات هي عمليات السوق المفتوحة وبسعر إعادة الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني (الجنابي وأرسلان، 2009:26).

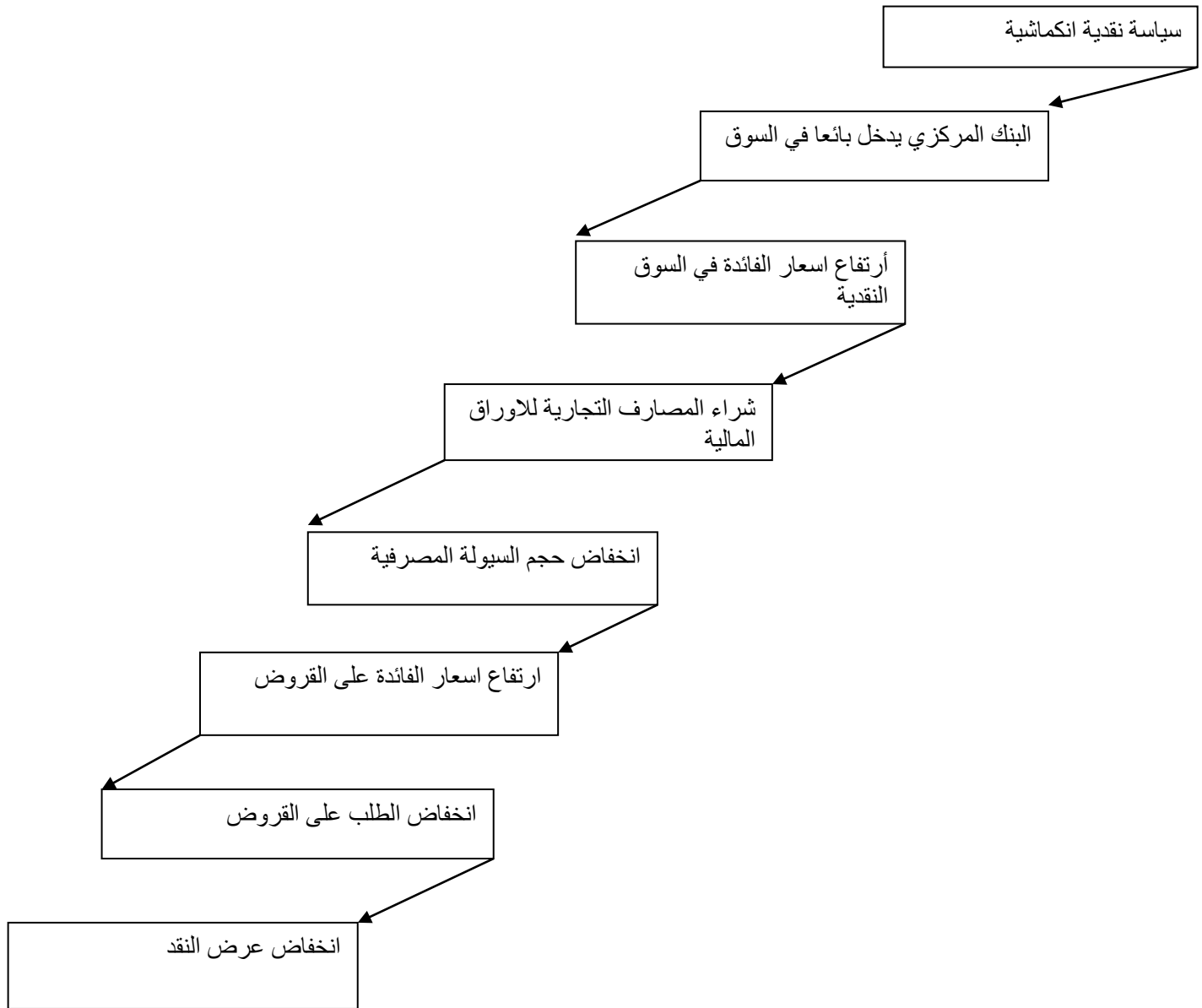
أ- عمليات السوق المفتوحة : (open market operations)

هي عملية قيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية الحكومية في السوق المفتوحة والبنك المركزي لا يصدر أوراقاً جديدة وإنما يقوم بشراء وبيع الأوراق المالية المصدرة أساساً من وزارة المالية (slavin,2002:382) .

بهدف التأثير في الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية كي يمكنها من التقييد او التوسع في حجم الائتمان ومن ثم تغير كمية التداول النقدي بما ينسجم ومستوى النشاط الاقتصادي (Alan and Lwarenec,1998:39).

وتستخدم للتأثير في أسعار الفائدة وعرض النقد فعندما يقوم البنك المركزي بشراء السندات يؤدي إلى زيادة عرض النقد وانخفاض أسعار الفائدة للسندات بسبب زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها السوقية . وعكس ذلك في حالة البيع (Mishkin,2007,478). كما يدخل البنك المركزي كبائع في السوق النقدية لمعالجة الاتجاهات التضخمية من خلال سحب الاحتياطات أو العملة في التداول للتأثير بشكل انكماشى على عرض النقد (Biltie and Straub,2006,1-4) فان البنك المركزي يتبع سياسة بيع السندات في السوق المفتوحة وذلك عندما يكون انكماش الائتمان مرغوباً فيه لاسيما في أوقات الرواج وذلك عندما يصبح استقرار سوق النقود مهدداً بالتوسع الزائد في الائتمان بواسطة المصارف التجارية وبالعكس .

فانه في أوقات الكساد عندما يكون نشاط سوق النقود ضعيفا والتوسع في الائتمان مرغوبا فيه فان البنك المركزي يتبع سياسة شراء السندات من السوق المفتوحة (خليل, 2002: 562). ان نجاح هذه العملية يعتمد على مدى توفر سوق نقدية ومالية متقدمة من شأنها توفير تداول الكميات الملائمة من الأوراق المالية الخاصة والحكومية مما يجعله بحق معبرا عن إمكانيات النقود والائتمان لاقتصاد ما . وهذا يبين ان الاسواق الناشئة تضعف فيها فعالية هذه الاداة. وتتعرض عمليات السوق المفتوحة في اثيرين كلفوي يتعلق بأسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة واثر كمي يتعلق بالاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية (الدليمي ، 1990: 596). ويمكن توضيح تاثير عمليات السوق المفتوحة على المعروض النقدي من خلال الشكل (2-1) :



شكل (1-2)

آلية تاثير سياسة عمليات السوق المفتوحة

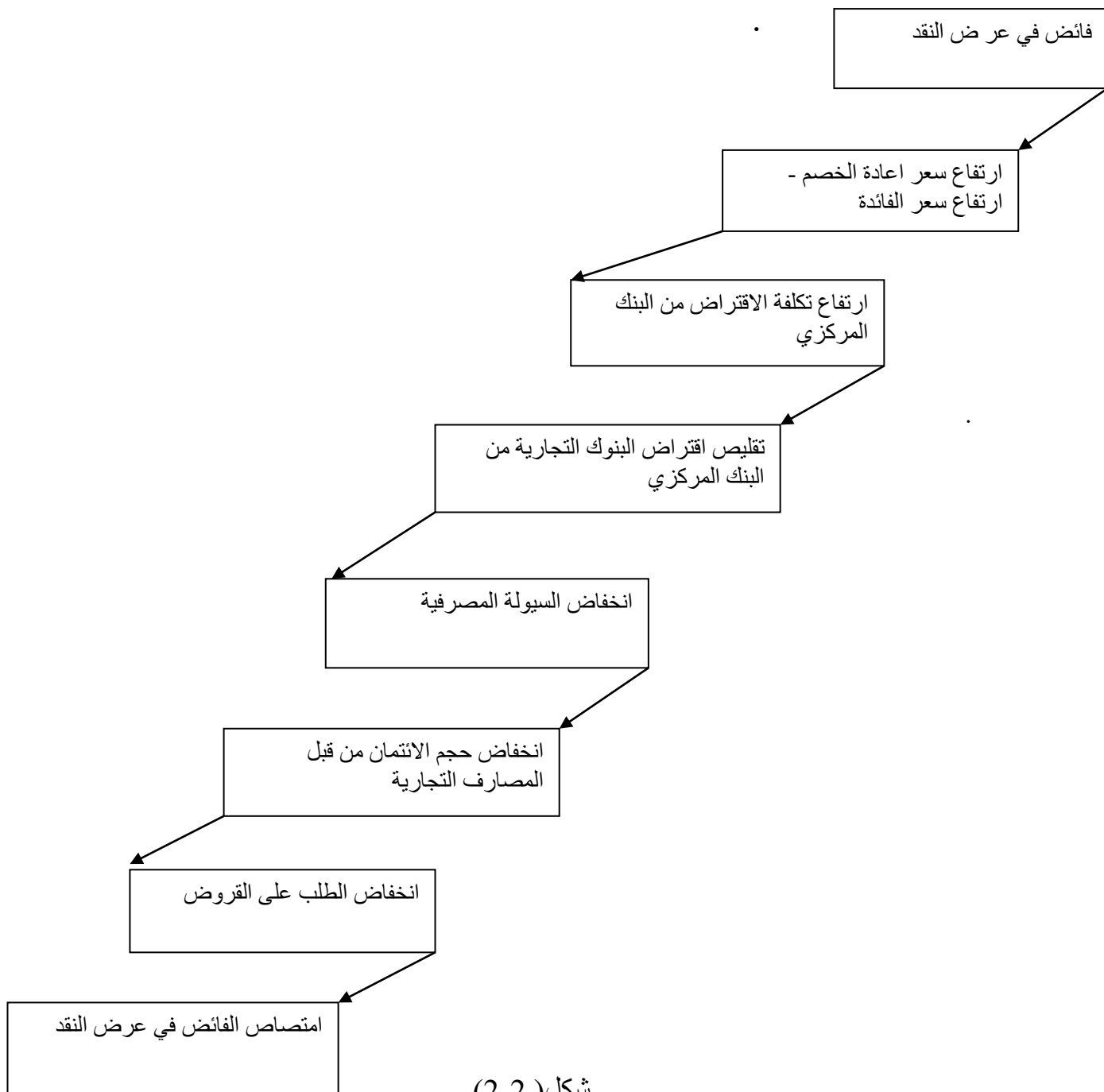
المصدر : من إعداد الباحث

ب- سعر إعادة الخصم (Rediscount Rate)

إن تركيز احتياطات البنوك التجارية لدى البنك المركزي قد زاد من قدرة البنوك المركزية في تقديم الائتمان المصرفي للمصارف التجارية وقد ارتبطت وظيفة الملجأ الأخير للإقراض بسياسة إعادة الخصم (Mayer,1984,379) إن سعر الخصم يتم استخدامه بصفة أساسية للحيلولة دون التقلبات اليومية في أسعار الفائدة عندما تطرأ تقلبات غير متوقعة على الاحتياطات المطلوبة (Samuel son& NorDhaus,2005,537) .

وإن التغيير في سعر الخصم يؤثر على الدورة النقدية أو عرض النقد من خلال تأثيره في سيولة المصارف التجارية حسب مقتضيات الظروف الاقتصادية. فإذا كان البنك المركزي يهدف إلى زيادة العرض النقدي فإنه يعتمد إلى فرض معدلات إعادة خصم منخفضة مما يزيد من حجم اقتراض البنوك التجارية من البنك المركزي ويزيد من كمية السيولة لديها الأمر الذي ينجم عنه انخفاض في معدلات الفائدة والخصم في حين إذ كان الهدف تقليص العرض النقدي فإنه يقوم برفع معدلات إعادة الخصم (Rose,2002,63) .

فيمكن توضيح هذه الوسيلة في إطار السياسة التوسعية والانكماشية إذ عندما يهدف البنك المركزي إلى إتباع سياسة نقدية توسعية لإنعاش الاقتصاد ومعالجة الفجوة الركودية فإنه يخفض معدل الخصم مما يحفز البنوك للاقتراض منه فتزداد الأموال المتاحة لتقديم التسهيلات الائتمانية والمساهمة في دفع عملية التنمية لاسيما عندما توجه تلك الأموال إلى الاستثمارات الإنتاجية وإقامة المشاريع التنموية مما يجنب الاقتصاد حالة الركود أما عند استخدام هذه الأداة بهدف مكافحة التضخم فإن ذلك يتم من خلال سياسة نقدية انكماشية حيث يقوم البنك المركزي برفع سعر الخصم مما يتسبب برفع الفائدة في المصارف التجارية وبالتالي انخفاض مستوى الإقراض (خريس جمال وآخرون ،2002،113) . ويمكن توضيح آلية تأثير سياسة سعر إعادة الخصم من خلال الشكل (2-2) .



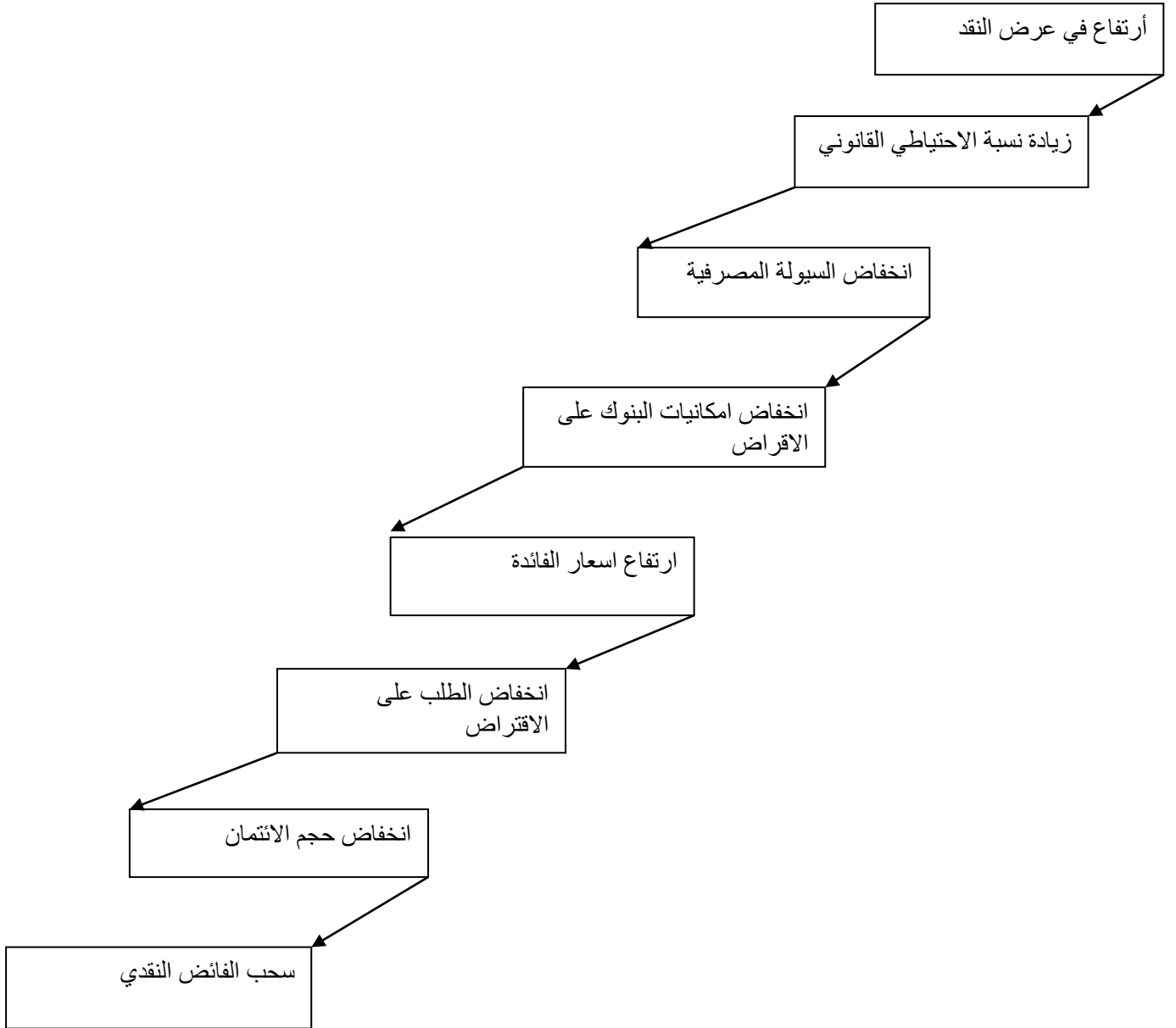
شكل (2-2)

آلية تأثير سعر إعادة الخصم في المعروض النقدي
المصدر: من إعداد الباحث

ج- نسبة الاحتياطي القانوني :- (Required Reserve Ratio)

تفرض التشريعات القانونية في كل دولة على البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع كأحتياطيات نقدية (إلزامية) يحدد نسبتها قانون البنك المركزي أما في خزائنها لغرض مواجهة السحوبات اليومية غيرالمتوقعة من قبل المودعين أو على شكل ودائع (حساب جاري) لدى البنك المركزي لفرض تسوية حسابات المقاصة بين البنوك ولمواجهة النقص في الصندوق وتقديم القروض (ألبياتي، 2009:65) .

ويستخدم البنك المركزي هذه الأداة بحسب الوضع الاقتصادي السائد إذ يعتمد البنك المركزي إلى خفض نسبة الاحتياطي القانوني في إثناء فترات الكساد بهدف تشجيع البنوك التجارية على التوسع في منح الائتمان وبالتالي سياسة نقدية توسعية أما إذا زادت نسبة الاحتياطي فان ذلك يقلل من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان لأنها سوف تمتلك كمية من الودائع اقل وبذلك تزداد أسعار الفائدة ويقل الطلب على الاقتراض من البنوك (Rose,2000:65) وتستخدم خاصة إثناء فترات التضخم بهدف تقليص حجم الائتمان المصرفي وبالتالي كمية ووسائل الدفع في الاقتصاد (مزان، 2009:83) .
ويمكن يوضح الية تأثير نسبة الاحتياطي القانوني من خلال الشكل(2-3) .



شكل (2-3) آلية تأثير نسبة الاحتياطي القانوني .

المصدر :اعداد الباحث

ويتضح ان الوسائل الكمية تتمحور حول امرين اما سحب فائض السيولة من السوق النقدية او تعويض نقص السيولة

2: الأدوات النوعية للسياسة النقدية: (Qualitative Tools)

في هذا النوع من الأدوات تكون مهمة البنك المركزي توجيه الائتمان لنوع معين من النشاطات الاقتصادية في جميع الدول وخاصة النامية منها يكون تأثير وفعالية الأساليب الكمية غير المباشرة محدودة لذا تلجأ إلى الأدوات المباشرة للتأثير في الطلب على الائتمان في الوقت الذي يكون فيه عرض الائتمان هو هدف الأدوات غير المباشرة بحيث يقوم البنك المركزي بدعم وتقليص الائتمان حول النشاطات (عبد الله والطراد، 2006:138).

وبشكل عام فان هدف الوسائل النوعية يتلخص في الحد من التوسع في الائتمان في بعض القطاعات الاقتصادية التي تعدها السلطة النقدية غير مرغوبة فيها . أو تشجيع تقديم القروض إلى بعض القطاعات الاقتصادية التي تعد ضرورية لتنفيذ مشاريع التنمية الاقتصادية وتشجيع الإنتاج فيها . (David,1994:311) .

ومن ابرز الأدوات التي تتخذها السلطة النقدية أكثرها شيوعا هي :

أ- التمييز في أسعار إعادة الخصم للأوراق التجارية :

يتم اللجوء إلى هذه الوسيلة في الدول التي تعاني من تخلف في المؤسسات المالية والنقدية إذ يجري وضع أسعار مختلفة لإعادة خصم الأوراق المالية المقبولة كضمان مقابل القروض ، حيث يوجد عادة سعر أساسي غالبا ما يكون ثابتا والى جانبه مجموعة أسعار أخرى تسري على الأنواع المختلفة من الأوراق المالية قابلة للتغيير والتعديل من حيث القابلية لإعادة الخصم لدى البنك المركزي وأن البنك المركزي يستعمل التمييز في أسعار إعادة الخصم للأوراق التجارية بهدف دعم القطاعات المرغوب في دعمها مثلا يقوم برفع أسعار الخصم للأوراق التجارية للبنوك التي تدعم القطاعات ذات التوجه الاستهلاكي وخفض الأسعار للبنوك التي تدعم القطاعات ذات التوجه الإنتاجي (أشمري، 2008:32).

ب- تنظيم الائتمان .

وهي وسيلة غير اعتيادية لظروف غير اعتيادية تستخدمها السلطة النقدية عند حدوث الأزمات الاقتصادية لتغيير الائتمان الممنوح من قبل البنوك التجارية لتجنب الانهيارات الكبيرة لتلك البنوك وغالبا ما يفرض البنك المركزي نسب قصوى ودنيا محددة لسعر الفائدة وتحديد مدة لسداد الأقساط الواجب دفعها او وضع تعليمات وقواعد من شأنها الحد من عدد مرات ما تلجأ إليه تلك البنوك في الحصول على الائتمان المخصص (الخيكاني، 2008:16).

ج- التأثير المباشر والإقناع الأدبي :

وتعتمد في التأثير بطريقة مباشرة على النشاط الائتماني للبنوك من خلال الأوامر والتعليمات التي يصدرها البنك المركزي للبنوك التجارية على انفراد أو للبنوك التجارية جميعا سواء أكان ذلك بخصوص الحد الأقصى لقرضها او استثماراتها (كامل وحامد، 2006:137).
وتتصدر أهمية تأثير البنك المركزي على البنوك التجارية في إمكانية إقناعها في السياسة المنسجمة مع أهداف السياسة الاقتصادية العامة متبعا في ذلك أسلوب التوجيه والنصح والمشورة وبعد ذلك يصدر التعليمات والتشريعات القانونية او تحديده الحد الأقصى بمعدل الزيادة في قروض البنوك واستثمارها لفترة زمنية معينة .

د- الاقتراض بضمان السندات مع التغيير بهامش الضمان :

يسمح للأفراد الاقتراض من البنوك بضمان السندات بشرط الالتزام بهامش الضمان ويمثل نسبة من قيمة السندات السوقية فإذا اشترى مضارب سندات بقيمة (100الف) دينار وكان هامش الضمان هو (60%) فإن المقترض يستطيع أن يقترض فقط (40الف) دينار فإذا أراد البنك المركزي أن يتبع سياسته الانكماشية للحد من هذا القرض فان البنك المركزي يلجأ إلى رفع نسبة الهامش وبالعكس عند اتباع سياسة توسعية يلجأ إلى تقليل نسبة الهامش (الدوري والسامرائي، 2006:217).

رابعا: طبيعة السياسة النقدية في الدول النامية

يغلب على اقتصاديات الدول النامية البنیان المتخلف المتمثل بغياب الجهاز الإنتاجي المتطور والقادر على استغلال كافة الموارد الطبيعية والبشرية المعطلة ويسد احتياجات الطلب المحلي من السلع الاستهلاكية والاستثمارية والخدمات وهذا يدل على عدم تكامل الاقتصاد الوطني وبالتالي انخفاض الدخل القومي والذي ينعكس بانخفاض نصيب الأفراد منه ومن ثم الادخارات ومن ثم رأس المال الحقيقي وارتفاع الميل الحدي للاستهلاك والميل الحدي للاستيراد والاعتماد على الموارد المعدة للتصدير وتقلب ميزان المدفوعات وعدم ثبات قيمة العملة ، وكذلك ارتفاع نسبة التجارة إلى الدخل القومي واندماج هذه الدول مع الأسواق العالمية وبالتالي خضوعها للتبعية الاقتصادية وهذه أهم مؤشرات التخلف (الدليمي، 1990:618) وهذا يبين ان للاقتصاديات الدول النامية سمات اقتصادية ومصرفية ونقدية تعرف بها فهي اقتصاديات معتمدة على تكوين دخلها القومي من خلال اعتمادها على مصدر أساسي يتم تصديره الى الخارج وهي اقتصاديات تابعة لآخرى متقدمة . ان هذه الحال إنعكست على النظام المالي والأجهزة المصرفية وخاصة النظام المصرفي يربط بين القطاعين المالي والنقدي في الاقتصاد من جهة وبين القطاعات الحقيقية من جهة أخرى فتكون متخلفة (علي والعيسى، 2003:40) . وبسبب ضيق وعدم انتظام المجال المالي والنقدي الذي تعمل فيه المؤسسات المالية الوسيطة (السوق المالية والنقدية) . وبما ان هذه السوق تفنقر إلى الأطر القانونية وقلة المؤسسات المالية التي تستطيع السلطة النقدية أن تمارس نشاطها من خلالها وقلة الأوراق المالية المتداولة فيها مع قلة المعلومات المتوافرة عنها وفي ظروف مثل هذه تعجز السوق عن توفير السيولة للموجودات (الدوري والسامرائي، 2006، 227).

أما أهداف السياسة النقدية في الدول النامية يمكن إجمالها في (الصادق علي، 1996:34):-

- 1- تحقيق نمو اقتصادي متوازن .
- 2- تطوير المؤسسات المالية والنقدية على أسس سليمة .
- 3- دعم السياسة الاقتصادية للدولة .
- 4- تحقيق التوازن الداخلي والخارجي .
- 5- انشاء سوق نقدية ومالية متطورة .

أما بالنسبة لفاعلية ادوات السياسة النقدية في الدول النامية فيعتمد نجاحها وخاصة الأدوات الكمية في الدول النامية على درجة تطور السوق النقدي واتساع نطاقه وتوافر الأدوات المالية ودرجة اعتماد المصارف التجارية على البنك المركزي . ولهذا فهي غير فاعلة في الدول النامية بسبب عدم وجود سوق نقدي ومالي متطور وقلة المتداول من الأوراق المالية كما إن البنوك التجارية تحتفظ باحتياطي نقدي كبير لمواجهة السحوبات المفاجئة ولأسباب أخرى تتعلق

بالتقلب في ميزان المدفوعات وعدم الاستقرار السياسي مما تفقد البنك المركزي وظيفته كملجأ أخير للإقراض وبذلك يفقد البنك المركزي وظيفته بالرقابة على الائتمان وعرض النقد (السيد علي، 1986، 393)

ويتبين ان اداة سعر اعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة غير فعالات في الدول النامية بسبب السيطرة الحكومية على المصارف.

اما اداة تغير نسبة الاحتياطي القانوني .

وهذه الاداة تعتبر من انجح وسائل الرقابة الكمية على الائتمان في البلدان النامية لأنها لا تحتاج إلى سوق نقدية ومالية متطورة كما إن آثارها فورية على حجم الأرصدة النقدية التي تحتفظ بها البنوك التجارية وبذلك يتجاوز نقاط الضعف في سياسة إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة (سامي، 1989:609)

أما وسائل الرقابة النوعية في الدول النامية :-

تستخدم كمكاملة للوسائل الكمية إن هدف هذه الوسائل النوعية توجيه الائتمان المصرفي نحو النشاطات الاقتصادية التي تحظى بأولوية في الاقتصاد القومي وتقليص تدفق الائتمان المصرفي نحو النشاطات غير المرغوب فيها أو تلك التي تساهم في توسيع آثار المشاكل الاقتصادية (يحيى، 2001:142) . وبالنسبة لفاعلية الأدوات النوعية في الدول النامية قسم من الأدوات محدودة في الدول النامية بسبب ضيق الأسواق المالية ومحدودية إصدار الأوراق المالية المتنوعة فضلاً عن احتفاظ البنوك التجارية باحتياطات نقدية ضخمة مما يجعلها لا تلجأ إلى البنك المركزي لغرض الاقتراض منه (الشراح:1999:34) .

أما أسلوب الرقابة المباشرة فإنه ذو أهمية كبيرة في الدول النامية بسبب المكانة التي يتمتع بها البنك المركزي وكملاً أخيراً للإقراض وأحياناً يفرض إجراءات على البنوك المخالفة لتعليماته وقد يصل الأمر إلى شطب تسجيل البنوك المخالفة (سجيل، 1987:276).

وكذلك للاقناع الادبي دوراً فاعلاً لأن انظمة الحكم في الدول النامية حازمة وصارمة وتفرض سيطرتها بالقوة في ظل غياب الديمقراطية.

وبصورة عامة الأدوات الكمية والنوعية للسياسة النقدية لا تعمل ولا تكون فاعلة ما لم تتوفر ثقافته ووعي مصرفي لدى الجماهير وأسواق مالية ونقدية متطورة تعمل بها الأدوات المذكورة بفاعلية ومرونة كبيرين بهدف تحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي.

المبحث الثاني :

الإطار المفاهيمي والتاريخي للأسواق المالية الناشئة

أولاً: مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها.

أ : مدخل تاريخي للأسواق الناشئة:

كادت إن تكون حاجة اقتصاديات البلدان سواء أكانت النامية والضعيفة إلى سوق مالية ناشئة إلزامية للنهوض بأقتصاديتها وذلك لشدة تأثير الأسواق المالية على المشروعات والانجازات الاقتصادية لاسيما الكبرى منها . ولهذا تسعى الدول النامية والضعيفة إلى إقامة مثل هذه الأسواق حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية إن الأسواق الناشئة اليوم تجذب اهتمام الكثير من الاقتصاديين والمتعاملين الدوليين بما تتميز به من خصائص ومميزات جعلتها محط أنظار للجميع والعوائد التي تدرها على المستثمرين الأجانب وخاصة مستثمري المحفظة المالية الذين يبحثون عن عوائد مرتفعة ومخاطرة قليلة. فقد اجتذبت مجموعة النمر الآسيوية (هونك كونغ ، كوريا ، سنغافورة ، ماليزيا ، تايلند ، اندونيسيا ، تايوان ، الفلبين) في بداية ثمانيات القرن الماضي اهتماماً دولياً كبيراً بسبب معدلات النمو الاقتصادي المتسارع فيها كما إن دخول اليونان والبرتغال في السوق الأوروبية المشتركة (European common Market) في منتصف الثمانيات أحدث ازدهاراً مالياً في هذين البلدين . في وقت استعادت فيه بلدان أمريكا اللاتينية سمعتها الدولية من خلال إعادة جدولتها ضمن ما كان يعرف بخطة برادي (Brad Plan) والتي انعكست نتائجها بصورة ايجابية على تنشيط جاذبية هذه الأسواق في بداية التسعينات (Solnik, 2000,299). والتحويلات التي حصلت في شرق أوروبا أدت إلى زيادة قبول فكرة السوق الحرة ورغم إن تاريخ هذه الأسواق يتسم بالحدوث إلى حد ما وإنما تأثرت بعدد من أزمات العملة والأزمات الاقتصادية التي أصابت اقتصاديات هذه البلدان في منتصف التسعينات ونهايتها كالأزمة المكسيكية (1994-1995) والأزمة الآسيوية (نهاية عام 1997) والأزمة الروسية (أواسط عام 1998) والأزمة الأرجنتينية (2001-2002). وان الدول الناشئة عادت إلى حالتها عند انتهاء تلك الأزمات (2: Stulz,1999) وبدأت بمظاهر القوة بسبب حالة النمو الاقتصادي والذي انعكس على عوائد الأسهم المتوقعة وكذلك بسبب الإصلاحات المؤسسية التي قامت بها الدول الناشئة شملت جوانب مهمة تضمنتها (الخفاجي, 2006:47) :

- تحديث أسواق الأسهم.

- إنشاء مؤسسات مركزية للمقاصة والتسوية.
- تأسيس وكالات تنظيم الأوراق المالية.
- تخفيض معدلات العمولات وتكاليف الصفقات .
- الاهتمام بمتطلبات الإفصاح والمعايير المحاسبية والتدقيقية.

ب: مفهوم الأسواق المالية الناشئة:

The concept of emerging financial markets

إن مفهوم الاسواق المالية الناشئة يظهر لأول وهلة وكأنه جديد ولكنه في الواقع ليس كذلك فان سوق اليابان المالي والاقتصاديات الآسيوية المتطورة اليوم كانت تعد في وقتها سوقاً ناشئة ولكن مفهوم الأسواق الناشئة تتباين حسب عوامل عدة إذ كانت المصارف تسعى إلى تحديد الأسواق التي يمكن الاستثمار فيها ولها وضع مالي مقبول و هناك عوامل ممكن من خلالها تحديد طبيعة السوق ناشئة ام غير ناشئة فيجب أن يكون هناك انطلاقة اقتصادية بالفعل وتصنيع متسارع كما يلعب الجانب السياسي دورا مهما في ذلك ومنها قدرة النظم السياسية في الحد من الفساد. إذ أن عبارة ناشئة ترجع في الأصل إلى مصارف الاستثمار الأمريكية والتي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من اجل الاستعادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتتمو ويشمل مصطلح (ناشئة) عدة مفاهيم فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية نمو وتطور بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت بالتطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة التي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق ومن الواضح إن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا تدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مر بها كل سوق مالية في بداية تطورها إذ في بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعد ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني في حين عُدت السوق اليابانية ناشئة في الستينات والسبعينات وتتمثل الأسواق الناشئة حاليا في أسواق الدول الآسيوية التي تتمو في معدلات سريعة وبعض بلدان أمريكا الجنوبية وعموما لا بد من النظر إلى ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية فبعض الأسواق قد برزت فعلا وبعضها في طريق البروز وأخرى ستظهر لاحقا (بلميهوب،2008:5).

ويقصد بالسوق الناشئة (Emerging markets) إنها تلك السوق التي تتصف بمعدل مرتفع في القيمة السوقية أو في حجم التداول ولكن ما تزال نسبة هذين المؤشرين إلى الناتج

المحلي الإجمالي منخفضة ولا سيما عند مقارنتها مع مثيلتها في الأسواق المالية المتطورة (Lawrence , 1993,18). و مصطلح الأسواق الناشئة يستخدم للإشارة إلى البلدان التي هي في مراحل مختلفة من النمو وذات دخل منخفض إذ أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لا يزيد على (9656) دولار سنويا ولذلك نلاحظ أن الأسواق الناشئة لا ترتبط بالدول النامية كما يبدو من الوهلة الأولى فقد يطلق مصطلح الأسواق الناشئة على أسواق مالية تقع في بعض الدول المتقدمة المعروفة مثل اليونان والبرتغال وبشكل عام تعد السوق المالية من الأسواق الناشئة إذا كانت نسبة السيولة المعبر عنها عادة بمعدل الدوران (Velocity Turnover) تشكل أكثر من 30% (العيساوي ، 2008: 173) فمصطلح الأسواق الناشئة يوجي إلى التقدم والنمو والحركة والنشاط (اجتميل ، 2008: 20) وبصورة عامة تتسم هذه الأسواق في مرحلة الزيادة في الحجم والنشاط ومستوى التطور.

ج:مراحل تطور الأسواق الناشئة:

يمكن تمييز مراحل أساسية لتطور السوق الناشئة التي تختلف حسب البلد ومدى تطور السوق في حد ذاتة (بلميهوب ، 2008 ، 9-10) وفي مايلي أهم المراحل:-

1- المرحلة الأولى:

تبدأ مع بداية استخدام السوق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم النمو الاقتصادي للبلد وعموما يرتبط ظهور مثل هذه الأسواق بدرجة الاستقرار الاقتصادي والسياسي للبلد إذ يميل المستثمرون المحليون في التوجه نحو هذا النوع من الاستثمارات بدلا من الودائع المصرفية التقليدية وسندات الخزينة قصيرة الأجل وخلال هذه المرحلة تميل أسعار الأوراق المالية الى الارتفاع بسبب الحجم الصغير الذي تتمتع به هذه الأسواق إذ أن فرص استثماراتها محدودة كما إن هذه الأسواق تتمتع بنمو معتبر في الحجم وفي درجة الرقي والتكلفة الشيء الذي يميزها عن الأسواق البدائية والتي لم تظهر عليها أي علامات تطور (بلدان الاتحاد السوفيتي وبعض البلدان الأفريقية).

2- المرحلة الثانية :

خلال هذه المرحلة تكون السوق المالية أكثر نشاطاً بحيث تواجه ضغوطات من الخارج من أجل الحصول على تسهيلات للدخول ، ومن الداخل للحصول على التمويل وإلى تحرير النظام المالي بصفة عامة، وفي هذه المرحلة النشيطة والمتذبذبة تحسن السوق المالية مجموعة قوانينها المتعلقة بالاستثمارات لاسيما الأجنبية منها وأنظمة المقاصة والتسوية بهدف جذب وزيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق ولكن هنالك عاملاً لا يخدم مصلحة المستخدم بشكل كبير . الحجم الصغير للسوق ، وبقاء بعض القيود التنظيمية (ومن بين هذه الأسواق والتي لا تزال في هذه المرحلة : الصين ، كولومبيا، الهند ، باكستان ، بيرو ، والفلبين الخ) .

3- المرحلة الثالثة :

هي مرحلة التوسع ، إذ تقدم السوق عوائد أكثر ارتفاعا وقل تذبذبا ويحصل المستثمر بسهولة على الإصدارات الجديدة المتزايدة وبشكل أسرع ، ولكن هذا يترجم في الحقيقة احتياجات متزايدة إلى رؤوس أموال لدى مؤسسات كانت مسجلة مما يعبر عن برامج خصخصة ونمو نظام وساطة مالية فعال . وقد وصلت إلى هذه المرحلة كل من أسواق الأرجنتين والبرازيل واندونوسيا ، ماليزيا ، المكسيك وفنزويلا ، كما ظهرت في كثير من الأسواق بعض الآليات التي تغطي المخاطر كالمشتقات.

4- المرحلة الرابعة :

أو المرحلة النهائية والتي تعبر عن نضج السوق واستقرار نموها . إذ تكون علاوات المخاطرة على المستوى الدولي تنافسية ، وتعبر السوق في هذه المرحلة عن الأسواق المالية

مكتملة النضج وفي هذه المرحلة يلاحظ احترام السوق للمعايير الدولية المعروفة وتطور إستراتيجية التسويق والاتصال مما يجعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين الدوليين ومن ناحية أخرى تتميز بحجم كبير يجعلها قابلة للمقارنة بالأسواق المتقدمة .

ثانيا: التمييز بين الأسواق الناشئة والمتطورة:

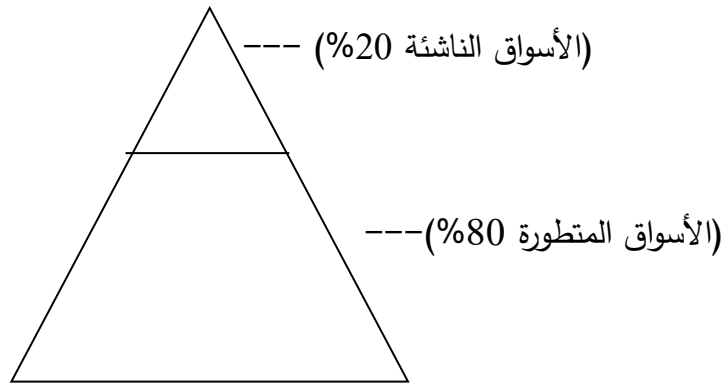
تستخدم مؤسسة التمويل الدولية المرتبطة بالبنك الدولي معيارين للتمييز بين الأسواق الناشئة والمتطورة هما :-

أ : رسملة السوق Market capitalization تمثل القيمة السوقية (Market volume, mv) وهي عبارة عن عدد الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة وتشير إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق أو إنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعا لأسعار السوق المالية (Sutton,1989:62) وهذا المؤشر يعد من المعايير المهمة للتمييز بين أداء الأسواق المالية المختلفة سواء أكانت متطورة أم ناشئة أم بدائية . لأنه يعكس مستوى نشاط السوق وارتفاع قيمتها يدل على ارتفاع مستوى نشاط السوق الذي قد يكون انعكاسا لزيادة عدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم المدرجة في السوق أو ارتفاع أسعار السوق الذي قد يكون سبب زيادة حجم المعاملات المالية في السوق أو كليهما معا يستخدم لقياس الحجم الكلي لسوق الأوراق المالية بوصفها نسبة من الناتج المحلي الإجمالي لذلك هي تمثل احد مؤشرات السيولة التي توفرها السوق المالية . كما يقيس هذا المؤشر مدى انفتاح السوق على الاستثمارات الخارجية ونسبة مساهمة هذه الاستثمارات في الناتج المحلي الإجمالي (Bekaert, 2007: 473). وكذلك حساب متوسط حجم الشركة في كل سوق من خلال (مجموع الرسملة / عدد الشركات المسجلة) عدد الأسهم المتاحة للاستثمارات أي إن هذا المعيار يركز على الخصائص الذاتية للأسواق مثل حجم التداول ومعدل الدوران والأداء التشغيلي والذي يعكس واقع السوق وسلوك الأسعار . وبالرغم من النمو المتسارع في حجم رسملة الأسواق الناشئة لا تزال نسبة رسملة الأسواق الناشئة لا تمثل سوى (11.4%) من مجموع رسملة السوق العالمي بينما احتلت الأسواق المتطورة (88.6%) من السوق العالمي عام 2003 .

أن صغر حجم الرسملة النسبي للسوق الناشئة بالمقارنة مع السوق المتطور يؤدي بشكل عام الى انخفاض نسبة الرسملة الى الناتج المحلي الإجمالي وهي النسبة التي اهتمت بها مؤسسة التمويل الدولي (IFC) في إطار التمييز بين الأسواق الناشئة والمتطورة إذ بلغ متوسط هذه النسبة في سوق نيويورك (NYSE) من 1990-1997 (55%) من الناتج المحلي الإجمالي وكان

متوسطها في الأسواق الناشئة لنفس المدة 1997-1990 لا يتجاوز (18.1%) (الخفاجي ، 2006: 104).

أما الآن نلاحظ ان نسبة رسملة الأسواق الناشئة من السوق العالمي لعام (2009) هي (20%) بينما الأسواق المتطورة فنسبتها كانت (80%) من السوق العالمي (www.russel.com) كما يظهر ذلك في الشكل (2-4) .



شكل (2-4)

حصة الأسواق الناشئة من رسملة السوق العالمية لسنة 2009

الشكل: من إعداد الباحث- في ضوء النسب المذكورة أعلاه

ب : حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي

(GDP Per capital)

يمثل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي للبلد مقدار ما يحصل عليه الفرد من سلع وخدمات أنتجها المجتمع خلال مدة معينة غالباً ما تكون سنة واحدة و يعكس هذا المؤشر النمو الاقتصادي مضافاً إليه التحويلات الخارجية أما الدخل القومي فهو الناتج القومي معبراً عنه بالعملة الوطنية (Kolvu, 2002:4) أما حصة الفرد من الناتج المحلي فيتم حسابها من خلال تقسيم الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان للسنة نفسها. (الربيعي ، 2009 : 114) والصيغة الرياضية له هي كالآتي :

$$\text{Per capital } GDP_{it} = \frac{GDP_{it}}{N_{it}}$$

GDP Per capital: حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي للدولة (i) في السنة (t)
 GDP it: الناتج المحلي الإجمالي للدولة (i) في السنة (t).
 N it: عدد سكان الدولة (i) في السنة (t).

أن الأسواق الناشئة هي أسواق عاملة باقتصاديات تتسم بمعدلات نمو اقتصادي عالية مقاسة بمعدلات النمو بالناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد من GDP فيها يتصف من الدخولات المتوسطة او المنخفضة يمكن عد هذا المعيار الأكثر قبولا في التمييز بين الأسواق الناشئة والمتطورة فقد صنف البنك الدولي من خلال مؤسسة (IFC) بلدان منخفضة الدخل السنوي (اقل من 765 دولار أمريكي سنويا) وبلدان الدخل المتوسط (765- 9656 دولار أمريكي سنويا) ضمن مجموعة البلدان الناشئة (Developing countries) وبالتالي أسواق ناشئة أما البلدان التي يتجاوز فيها دخل الفرد السنوي مبلغ (9959 دولار أمريكي) فقد صنفها ضمن مجموعة البلدان المتطورة (Developed countries) علما ان الناتج المحلي الإجمالي للبلدان الناشئة يمثل (20%) من الناتج العالمي بينما سكانها يمثل نسبة (85%) من سكان العالم (Solnik,2000:301) ونلاحظ إن أعلى حصة للفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الدول المتطورة والتي تعد أسواق ناشئة هي في البرتغال إذ يمثل حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (9045 دولار أمريكي سنويا) بينما اقل حصة للفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الدول المتطورة هي في دولة كندا حيث تمثل حصة الفرد (19149 دولار أمريكي سنويا) (Vishny,2003:1145) .

ثالثا:- الأزمة الآسيوية للمدة (1997-1998) Asian Crises

للسياسة النقدية دوراً في أنهيار أسواق جنوب شرق آسيا (هونك كونك ، اندونيسيا ، ماليزيا ، الفلبين ، سنغافورا ، كوريا الجنوبية ، تايوان ، تايلاند) بوصفها واحدة من المتغيرات الاقتصادية المهمة التي تشترك بالاهمية مع متغيرات اقتصادية اخرى كثيرة الى جانب عوامل سياسية واجتماعية . وكذلك أثر الازمات المالية على الاسواق المالية وماتتركة من اثار سلبية على مؤشرات تلك الاسواق لذلك كان من الاهمية التطرف الى الازمات المالية خلال فترة البحث والوقوف على مسبباتها وماشهدته تلك الاسواق من أظطرابات خلال الازمات. لقد كانت الأزمة الآسيوية سواء (أزمة ثقة ومديونية ، سعر الصرف ، مالية ، سيولة مصرفية) ولكن رغم المسببات الان هناك نتائج لتلك الازمات والتشابه في بعض السلوكيات هي : (Saxton,1998:6)

- فقدان سريع للاحتياطيات المالية.
- هروب لرؤوس الأموال.
- انخفاض مفاجئ لسعر الصرف.
- كساد حاد يعدل الميزان التجاري.

أ- بواذر الأزمة:

رغم ما حققتة الاسواق الناشئة من نمو جاءت الأزمة المالية لتعصف باقتصاديات دول جنوب شرقي آسيا وتشير الشكوك حول حقيقة النجاح الذي أنجزته خلال السنوات السابقة بدأت الأزمة كأزمة عقارية - ارتفاع الأجور - عجز في الموازنة العامة- إختلال في ميزان المدفوعات وازداد الأمر سوءا بسبب ارتفاع قيمة الدولار بالنسبة للعملة الرئيسية ومن المعلوم أن العملات مرتبطة بالدولار مما سبب في انخفاض القدرة التنافسية للصادرات وخلل في ميزان المدفوعات . وهذا الأمر زاد من مخاوف المستثمرين والمضاربين (الجنابي ، 2000 ، 103). وقد تمثلت الأزمة في سلسلة من انهيارات أسعار صرف العملات في هذه الدول مقابل الدولار والتي تراجعت في كل من اندونيسيا وتايلاند وماليزيا والفلبين وكوريا الجنوبية وتايوان وسنغافورة وهونك كونك بالنسب التالية :

83.2% ، 40.1% ، 39.8% ، 36.2% ، 35% ، 19.22% ، 15.4% ، 1% خلال المدة من منتصف عام 1997 حتى بداية 1998 وكانت عملات بعض الدول بالذات كوريا الجنوبية وتايلاند قد انخفضت مقابل الدولار في نهاية عام 1997 وبداية كانون الثاني 1998 إلى ابعد الحدود الأمر الذي تبعه تدهور حاد في مؤشرات أسعار الأسهم في بورصات اندونيسيا وتايلاند وماليزيا والفلبين وكوريا الجنوبية وقد كانت هذه الانخفاضات مصاحبة للانخفاضات التي ضربت أسواق العملات لدول جنوب شرق آسيا والتي أدت إلى انهيار العلاقة الثابتة بين عملاتها والدولار (الخرجي ، 2008 : 80) .

الفصل الثاني الخلفية النظرية للبحث

مقدار الانخفاض في قيمة العملات الآسيوية وتغيرات مؤشر أسعار الأسهم في

الاقتصاديات الآسيوية (1997- 1998).

تغيرات مؤشر أسعار الأسهم نقطة	انخفاض قيمة العملات مقابل الدولار %	
-81.74	231.0	اندونيسيا
-48.37	87.9	تايلاند
-63.06	83.04	كوريا الجنوبية
-49.17	51.37	الفلبين
-58.41	55.43	ماليزيا

المصدر : العاني، عماد محمد علي ، اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته

على الاقتصاد العالمي) ط1 ، بيت الحكمة، 2002: 330.

ب. اسباب الازمة :

كان احد أسباب الأزمة التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال القصيرة الأجل أو الأموال التي اتجهت إلى بلدان الأزمة الآسيوية نتيجة للأداء الاقتصادي المميز لهذه الدول من ناحية . ولتوافر خصائص سيولة عالية لاسيما في اليابان وأوروبا بجانب تراجع العائد على الأموال العالمية من جهة أخرى . ولكن قد يعتقد البعض ان تدفق الأموال إلى دولة ما يكون له اثر ايجابي على تنمية هذا البلد سواء فيما يتعلق بمعدلات العمالة او زيادة الصادرات ويمكن توضيح كيف أثرت التدفقات النقدية بشكل سلبي على دول الأزمة وكمايلي .

1 : الإفراط في الإقراض والاقتراض .

لأغراض غير إنتاجية في عدة دول من دول الأزمة كتايلاند واندونيسيا وهونك كونك رافق ذلك عدم مرونة نظم تحديد أسعار الصرف للعملات المحلية . والإقراض توجهه باتجاه كبير صوب قطاع العقارات والأموال واتخذت العقارات نفسها ضمانات للقروض بذلك أدى انهيار أسعار العقارات إلى حدوث أزمة وتشير بيانات معهد التمويل الدولي إلى زيادة تدفقات الداخلة من 80.4 بليون دولار أمريكي عام 1995 إلى 102.3 بليون دولار أمريكي عام 1996 ثم انخفض انخفاضاً حاداً في عام 1997 إلى الصفر تقريباً ثم تحولت إلى ما في تدفقات نحو الخارج قدره 27.6 بليون دولار عام 1998 (حسون وزهرة ، 2005 : 115) .

2: التحرر المالي .

ويعني تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات وهو أهم متغير لعب دوراً سلبياً في الأزمة إذ يسمح التحرير المالي للمصارف التجارية بتلقى الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج مباشرة كما سمح لها باقراض هذه الأموال في الداخل والخارج . كما يمكن عن طريق التحرر المالي أيضاً لأي وحدة من قطاع الأعمال الإقتراض مباشرة بالعملة الأجنبية وما يجب ذكره ان المصارف كان إلزاماً عليها التحوط لقروضها من العملة الأجنبية أما وحدات قطاع الأعمال فلم تكن ملزمة بذلك ففي كوريا الجنوبية صرحت الحكومة للمؤسسات غير البنكية بالاقتراض من الخارج لحسابها الخاص وتحت مسؤوليتها ودون تنسيق مركزي وبلغ نصيب هذه المؤسسات غير المصرفية حوالي ثلث الدين الخارجي لكوريا الجنوبية وبينما تقع المؤسسات غير المصرفية خارج رقابة البنك المركزي (حسون وزهرة ، 2005 : 115-116) وقد أدى هذا إلى عزم السلطات في الدول الناشئة الآسيوية في السيطرة على اتجاهات وحجوم التدفقات الاستثمارية المباشرة وغير المباشرة في حركتها الداخلية والخارجية وذلك لتهاونها في تطبيق أساليب الرقابة والتنظيم أدى إلى سرعة حدوث أزمات الانتماء الكبير (الجنابي ، 2000 : 102) .

ج.التشابه والاختلاف بين الازمة الآسيوية 1997 والامريكية(العالمية) 2008

Defereential and Similarity

يمكن إيجاز أهم نقاط المقارنة (التشابه والاختلاف) بين الأزميتين العالمية والأسبوية (سعيد ، 2009:16) :-

1- تكتسب أي أزمة صفة العالمية في حالة شمولها دولاً أساسية في الاقتصاد العالمي وهي ليست كذلك عندما تشمل بلدان ذات مكانة اقل . لذا نلاحظ اثر الأزمة الآسيوية على الأسواق العالمية كان اقل من الأثر الذي تركته الأزمة العالمية 2008 إذ كان تقدير النسبة المئوية للخسارة في هذه الأسواق بين الأولى (12.4%) بينما فاقت نسبة الخسائر في الأزمة العالمية هذه النسبة بكثير إذ بلغت نسبة الخسارة في نهاية عام 2008 مقارنة بنهاية عام 2007 مايقارب (44%) .

2- كان الاقتصاد العالمي قبل عام 1997 بوضع أفضل منه قبل عام 2008 إذ شهد في المدة الأولى استقراراً أكثر في معدلات النمو لاسيما في الولايات المتحدة وأوروبا . بينما كان الاقتصاد العالمي قبل عام 2008 متعثراً الخطوات . وهذا حال الاقتصاد الأمريكي فقد عانى الاقتصاد العالمي من تباطؤ معدلات النمو وكساد عام مع ارتفاع في معدل البطالة .

3- الأسباب الأساسية في الأزمة الآسيوية هي اقتصادية وسياسية - كالإسراع في معدلات التنمية بما يفوق طاقتها الإنتاجية ، التوسع في القروض الخارجية ، قصيرة الأجل خاصة بلغ الدين الخارجي لأربع من اكبر الدول الآسيوية 180% من حجم ناتجها المحلي الإجمالي . أما في الأزمة العالمية فأنها بدأت نقدية ثم انتقلت إلى مالية ولم تفلح جهود الدول الغربية ودول آسيا في معالجتها رغم إن هناك أسباباً اقتصادية عامة ترتبط بالسلوك الاقتصادي للولايات المتحدة على وفق المؤشرات الاقتصادية الكلية (العجز ، التضخم ، البطالة ومعدل النمو ... الخ) كما إن المتضرر في الأزميتين أسواق المال (سعيد ، 2009 : 16-17).

4- كان من أهم سماتها عنصر المفاجأة بسبب إن كلتا الأزميتين غير متوقعتين وان كليهما بدأتا بالصدمة وانتقلتا الى المؤسسات والقطاعات والدول الأخرى لذا كان من الصعب التنبؤ بحدوث الأزميتين معا . وهذا ما يطلق عليه بالعدوى المالية (financial contagion) (الجميل ، 2002 : 443) .

5- كان من أسباب انهيار عدد من الشركات في دول النمرور دخول المستثمرين الأجانب (وبالأخص الأمريكيان) كمستثمرين لتلك الأموال الأمر الذي جعل نسبة كبيرة من أسهم تلك الشركات (لا تقل عن 15-30%) مملوكة لأجانب ويكاد ذات الشيء قد حصل في الأزمة المالية العالمية إذ دخل المستثمرون الأجانب لاسيما الصينيون والصناديق السيادية لعرب الخليج وغيرهم من الآسيويين . هذا فضلاً عن أملاكهم ما يكفي من سندات الخزينة الأمريكية للتأثير على الاقتصاد الأمريكي .(سعيد ، 2009 : 17).

6- أظهرت الأزمات ضعف دور المنظمات الاقتصادية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك المركزي) إذ إن تدخلهما لم يكن حاسما ولقد ذهب البعض لتحميل هذا التدخل سبب المشكلة . كذلك الحال بالنسبة للازمة الحالية إذ أن الأداء المختل لهذه المنظمات أبعدها عن أداء أدوارها الحقيقية (محمد ، 2009 : 16) .

7- مست الأزمة المالية بالدرجة الأولى مصالح الأغنياء (المستثمرين الكبار والمضاربين) ومن ثم انتشرت العدوى لتطال مصالح المودعين والمستثمرين الصغار , بينما بدأت الأزمة المالية العالمية بمشكلة الرهن العقاري التي ضربت مصالح الطبقة الفقيرة والمقترضين لأغراض الحصول على سكن فقد أظهرت البيانات المأخوذة من (بنك ماريلاند) إن (54%) من أصحاب قروض الإسكان هم الأفارقة الأمريكيان .

8- أظهرت الأزمات عدم كفاءة السياسة المالية والنقدية في الدول المسببة للازمة وكذلك عدم التنسيق والتوافق فيما بينهما كما إن خلا كبيرا أظهره هيكل أسعار الفائدة في المرحلة التي سبقت الأزميتين (سعيد ، 2009 : 18) .

9- كان أحد أسباب الازمة الاسبوية الافراط في الاقتراض والاقراض لاغراض غير انتاجية وتوجيه الاقتراض باتجاه القطاع العقاري . اما الازمة المالية العالمية فقد كان اساسها الافراط في منح القروض العقارية من قبل المصارف والمؤسسات المالية الاخرى . لشركات وافراد لا يتمتعون بملاءة مالية .مما انعكس على اسعار العقارات وزيادة الانفاق الاستهلاكي وهذا ما ولد ضغوطات تضخمية. ومازاد الامر سوءاً توريق هذا الائتمان (التسديد) مما نتج عنه زيادة عدم الوفاء نتيجة رداءة العديد من تلك الديون ومع حلول النصف الثاني من عام 2007 توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الاقساط المالية المستحقة عليهم مما دفع المؤسسات المالية والمصرفية الى حجز الألاف من المنازل وعرضها للبيع بأسعار منخفضة .فا توجهت اسعار العقارات الى الانخفاض بصورة كبيرة لتسبب أزمة شديدة للاقتصاد الأمريكي انتقلت تبعاتها الى اقتصاديات العالم عن طريقين هما المصارف واسواق المال (Walf,2008:184)

رابعا : تصنيف الأسواق المالية والأدوات المالية.

Classification of financial market and instruments

أ : تصنيف الأسواق المالية :

تصنف الأسواق المالية بشكل تقليدي إلى سوق النقد وسوق رأس المال إذ تمثل سوق النقد (Money Market) سوق تمويل قصير الأجل يجري التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تواريخ استحقاقها تقل عن السنة (Bodie & other , 2008:25) أما سوق رأس المال (capital market) فيمثل سوق تمويل طويل الأجل يتم تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل تلك التي تكون مدة استحقاقها أكثر من الستة (أبو زيد ، 2009 : 256) ولكن هناك عدة تصنيفات أخرى كانت أكثر توسعاً وشمولية من هذا التصنيف بحيث تضمنت عدة تصنيفات للسوق الواحد تبعا لعدة معايير منها (النقد ورأس المال):-

1- حسب نوع الإصدار أو توقيت الإصدار .

أ- سوق أولية primary Market : يقصد بالسوق الأولية بأنها السوق التي يجري فيها بيع وشراء الأوراق المالية المصدرة لأول مرة . فالشركات المصدرة تتسلم مستحقات بيع الاستثمارات مطروح منها تكاليف الإصدار, واغلب الإصدارات تباع أما بالطرح العام (Publicofferin) لعموم المستثمرين او بالطرح الخاص (Private Placement) إلى عدد محدد من المستثمرين (العامري ، 2007 : 74-75) .

ب- سوق ثانوية Secondary Market: يتم التعامل في هذه السوق في أوراق مالية سبق وان تم إصدارها بين المستثمرين أي ان التعامل بين المستثمرين بعضهم مع بعض (peter & keith, 1987:200).

2- حسب نوع الأداة التي يتم التداول بها .

أ- سوق الملكية Equity (stock) Market : وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأسهم التي تمثل الأوراق المالية الخاصة بالملكية من أسهم عادية واسهم ممتازة في الشركات المصدرة لها وتختلف عن السندات في أمرين رئيسيان هما ليس لها تاريخ استحقاق , وأنها تمثل اداة ملكية (الكراسنة ، 2005: 13) .

ب- سوق المديونية Debt Market : هي السوق التي يتم تداول ادوات المديونية فيها وبأنواعها وتحمل السندات إلزاما يدفع فوائد دورية فضلاً عن التزام بتسديد المبلغ المقترض الأصلي في تاريخ استحقاق معين (Ross & Other , 2004: 173) .

3- تصنيف السوق من حيث التنظيم :-

أ- السوق المنظمة Organized Market: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تحدد أسعارها من

خلال التداولات ، التعامل يجري في مكان مادي محدد ومن أمثلتها بورصة نيويورك ولندن وطوكيو وغيرها (جودة ، 2000: 23)

ب- السوق غير المنظمة Un Organized Market : فيقصد بها الأسواق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية خارج حدود البورصة وتسمى سوق الأوراق المالية المطروحة على الطاولة (Over the counter –OTC) تختص بتداول الأوراق المالية غير المسجلة فيها ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة يتحدد سعر الورقة المالية طبقا للتفاوض (الراوي ، 1999 : 10).

وتقسم تلك السوق إلى :-

1 - السوق الثالثة The third market : وهي قطاع من السوق غير المنظمة بمعنى أن صفقات البيع والشراء للأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة) ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم وتتعامل هذه السوق بأي كمية من الأوراق ومن حق أعضائها التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم الحق في تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق المنظمة . ومن أسباب وجودها انخفاض العمولة وسرعة تنفيذ الصفقات (حنفي وقرياقص ، 2005: 39).

2- السوق الرابعة Fourth market : يتم التعامل في هذه السوق بصورة مباشرة ومن دون وساطة بين المؤسسات الكبرى بهدف استبعاد شركات الوساطة في الأوراق المالية . وفي هذه الحالة فإن هذه المؤسسات تبحث عن البائع والمشتري بنفسها. كإستراتيجية لتخفيض النفقات الخاصة بالصفقات الكبيرة ويتم التعامل فيها من خلال شبكة الاتصال الالكترونية في سوق نيويورك وتسمى (Instant) إذ يمكن عن طريقها معرفة حجم ونوع وسعر الأوراق المالية المتداولة فيها (طاهر و خليل، 2004: 378).

4- تصنيف من حيث المتعاملين فيها :

أ- سوق السماسرة (Brokers) بالعمولة : وهم وسطاء السوق (الأولية) وهم وكلاء ينفذون أوامر وكلاتهم (Mishkin,2007,24) .

ب- سوق المتعاملين (Dealers) : وهم وسطاء (السوق الثانوية) الذين يبيعون ويشتررون الأوراق المالية لحسابهم الخاص ويحققون إيرادهم من الهامش الذي يمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع (Gitman,2006,25) .

5- من حيث وقت التنفيذ :-

أ- الأسواق الفورية The spot market

ويتم التعامل فيها بصورة فورية بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية وهذه السوق تشابه السوق الأولية والثانوية (هندي منير ، 2002:481).

ب- الأسواق الآجلة Forward market

هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية حالياً على ان يتم تنفيذ الصفقة في تاريخ آجل في المستقبل (mark&seridan,1998:276).
وتقسم الأسواق الآجلة إلى :-

1- سوق عقود الخيارات Option contracts Market

عقود الخيارات : هي اتفاق ما بين طرفين من السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرفين (Robert, 2001:187) هي حق وليس التزام في بيع وشراء الأصول المالية وتتكون عقود الخيارات من خيار الشراء (Call option) او خيار البيع (Put option) ويطلق على السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد بسعر التنفيذ (Exercise price) (السيسي ، 1998 : 133) .

2- سوق عقود المبادلات Swaps contracts Market :-

هي اتفاق بين طرفين او أكثر يتضمن مبادلة نوع من التدفق النقدي او لأصل معين في السوق الفورية (Spot market) مقابل تدفق أصل آخر في الوقت نفسه في السوق الآجلة (For ward market) بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد وعقد المبادلات ملزم لطرفي العقد ومن اهم أنواع عقود المبادلة ما يأتي (الداغر ، 2005، 138)

- مبادلات الاسهم Stock swap
- عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate swap
- مبادلات السلع Goods Swap
- عقود مبادلة أسعار العملات Currencies swap

3- سوق العقود المستقبلية Future contracts Market :-

والعقود المستقبلية هي اتفاق ملزم بين طرفين يعطي لحاملها الحق في شراء او بيع أصل معين بسعر محدد مسبقاً على ان تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل و يلزم كل من الطرفين

بايداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك لحماية الأطراف المتعاملة في حالة عدم التزام احدهما عند تعرضه للمشاكل (Charles,2000:498).

أما الأصول المتعامل بها فهي هذه العقود هي الأصول المتداولة كأصول الحقيقية (كالسلع الزراعية والمعادن والعملات بأنواعها) أو الأصول المالية كالأسهم والسندات وغيرها (الحناوي والعبد ، 2005 :365).

6 - التصنيف من حيث كفاءة انعكاس المعلومات :-

أ- مستوى الكفاءة القوي Strong form Efficient :-

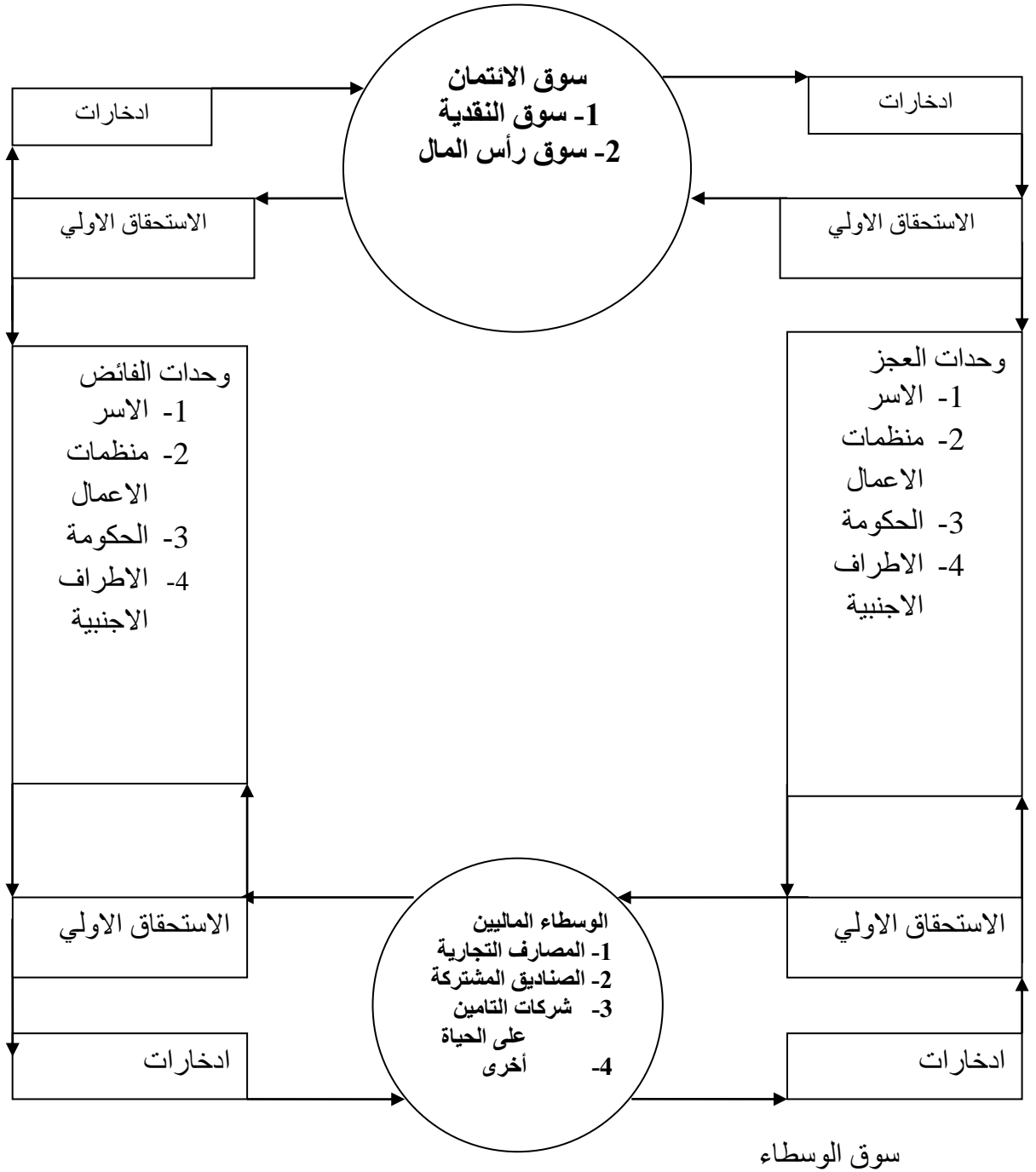
وفي هذه السوق تعكس الأسعار الحالية في السوق كل المعلومات المتوفرة عن الأوراق المدرجة فية سواء أكانت معلومات عامة أم خاصة وفي هذه الحالة تكون العائدات متوقعة ولا يمكن ان تكون غير طبيعية (Thomas , 2006, 92).

ب- مستوى الكفاءة شبه القوي Semi strong- form Efficient :-

في هذه السوق كل المعلومات العامة المتوفرة تنعكس كلياً بشكل سريع في الاسعار مع إمكانية المستثمر تحقيق أرباح غير اعتيادية إذ تمكن من الحصول على المعلومات الخاصة من خلال مصادره.

ج- مستوى الكفاءة الضعيف Weak - form Efficient :-

وهي السوق التي تعمل وفق معلومات تاريخية لا تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة فيها كون هذه المعلومات تغطي مدد زمنية سابقة (Elton & Gruber , 1995, 406). والشكل (2-5) توضح عملية التمويل المباشر عن طريق السوق المالية وغير المباشر عن طريق سوق الوسطاء.



شكل (2-5)
يوضح التمويل المباشر وغير المباشر

Source: Thomas ,LloydB (money, Banking and financial market), new york, p44 :2006

المبحث الثالث :

العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية وأداء أسواق الأوراق المالية

اولا : علاقة عرض النقد في سوق الأوراق المالية

Relationship supply money in securities market

السياسة النقدية هي مجموعة أدوات واجراءات هادفة للتحكم بعرض النقد من خلال متغيرات السياسة النقدية الرئيسية (عمليات السوق المفتوحة , نسبة الاحتياطي القانوني, معدل الفائدة ,سعر الصرف) إماالمتغيرات الفرعية للسياسة النقدية المؤثرة في عرض النقد والتي تنعكس تأثيرها على عرض النقد من خلال معدل الفائدة كمعدل التضخم ومخاطر النكول وأجل المديونية ويعرف عرض النقد (money supply) هو عبارة عن كمية النقود المتداولة في دولة ما خلال مدة زمنية معينة . ويقصد بالنقود المتداولة هنا ، كافة أشكال النقود التي بحوزة الأفراد والمؤسسات والتي تختلف أشكالها باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد (الدوري ، 2009 : 23) .

ويرمز لعرض النقد بالرمز (MS) وينسحب مفهوم عرض النقد إلى :-

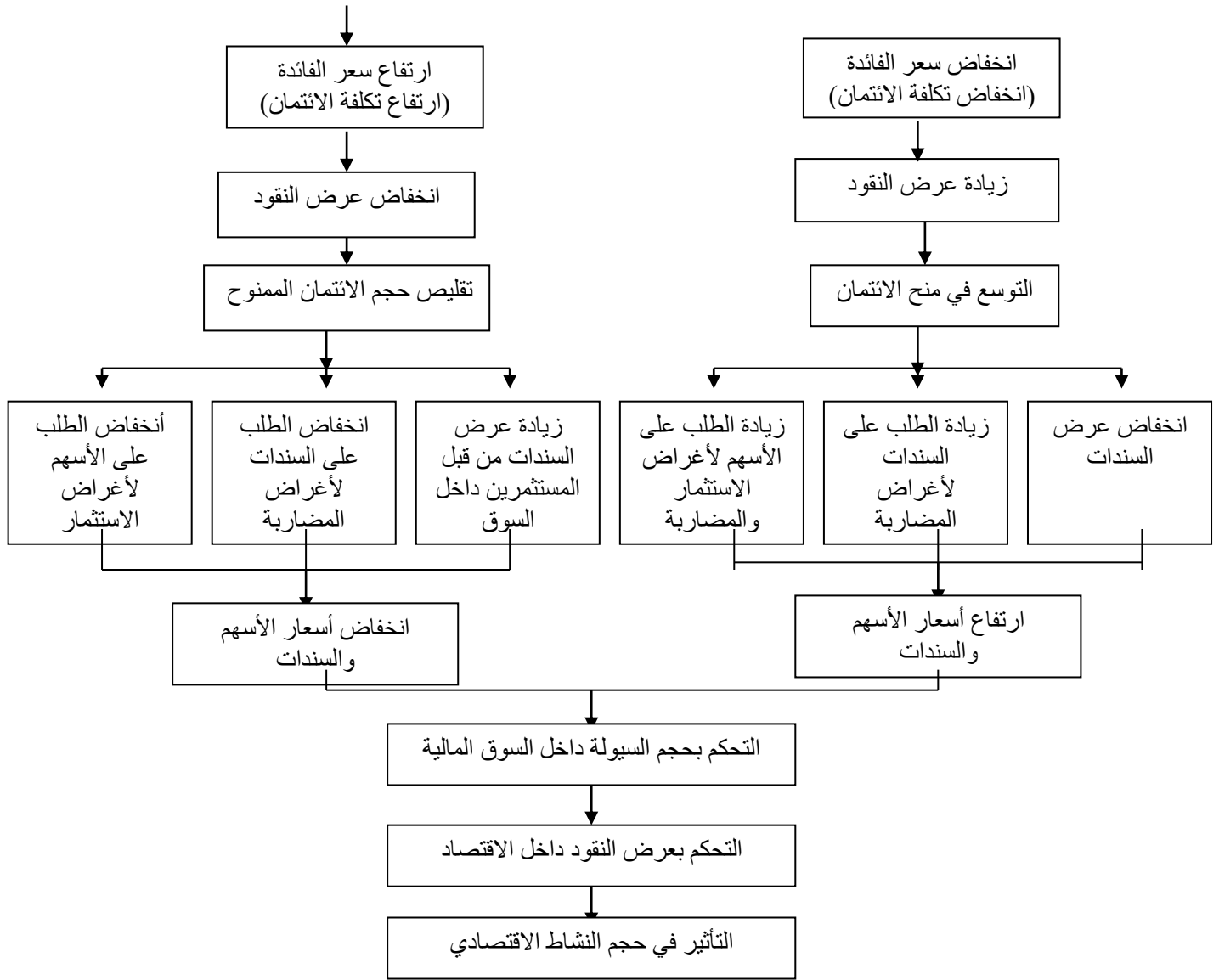
- (Mo) ويقصد بها عرض النقد بالمعنى الضيق (Money Narrow) وتعبر عن العملة خارج المصارف زائداً أحتياطيات المصارف (Reserves Banking)
- (1M) ويقصد بها عرض النقد بمعناه الواسع (Broad money) ويتكون من عرض النقد بمعناه الضيق + ودائع تحت الطلب (Demand deposits) (Pilbeam,2010:80)

عرض النقد بالمعنى الواسع = مضاعف النقد × قاعدة النقدية

$$M1 = \frac{C+1}{C+r} \times B$$

وسيتم التركيز على (M1) وفق معيار قدرة البنك المركزي على التحكم بمجمل النقد ومدى الاعتماد على المتغيرات النقدية وعلاقتها باهداف السياسة النقدية وتستطيع السلطة النقدية التأثير في نشاط الاقتصاد من خلال التأثير على سيولة السوق المالية وبالتالي السيولة الكلية ومن ثم النشاط الاقتصادي وكما في الشكل (2-6) :-





شكل (2-6)

آلية انتقال اثر السياسة النقدية إلى السوق المالية والتحكم بحجم السيولة الكلية
 * المصدر : ألدعمي ، عباس كاظم جاسم (اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء
 سوق الأوراق المالية) : 2008 ، ص:61

يؤثر عرض النقد على الأسواق المالية من خلال تأثيره على الاستثمار في الأوراق المالية وأسعار الفائدة من خلال التأثير في عرض النقد ارتفاعاً وانخفاضاً حسب متطلبات النشاط الاقتصادي (Silber & Ritter, 1988 :563) .

إن النظريات والسياسات النقدية تعطي السلطة النقدية المتمثلة بالبنك المركزي مسؤولية التحكم في عرض النقد وحسب ما تقتضيه ظروف النشاط الاقتصادي من خلال المسؤولية المباشرة كمصدر للعملة ومراقبة الائتمان ويستخدم عدد من الوسائل المباشرة وغير المباشرة بهدف التأثير في المعروض النقدي توسعاً أو انكماشاً (ثويني ، 2007 : 68) .

ويتضح أن هناك علاقة بين عرض النقد وسوق الأوراق المالية أن تغيرات عرض النقد لها تأثير مباشر على تغيرات أسعار الأوراق المالية وتأثيرات غير مباشرة على النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي يظهر من المحددات لأسعار الأسهم ان التغير المباشر يحصل من خلال قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد اذ يجد الأفراد أنفسهم أمام سيولة أكثر مما يحتاجون إليه لأغراض المعاملات المالية فينفقون الأموال على شراء الأوراق المالية ومنها الأسهم فأن الطلب الزائد على الأسهم يولد حجم تداول كثيف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها أما التغيرات غير المباشرة فتأتي عبر سوق السندات ونسبة العائد عندما يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة سيؤدي الى زيادة عرض النقد مما يقود إلى ارتفاع أسعار السندات إن ارتفاع أسعار السندات يؤدي إلى انخفاض عوائدها وبما إن العائد على السندات اقل فان الإقبال على شرائها يصبح أقل ويتحول باتجاه سوق الأسهم لان بديلاتها من السندات تصبح أكثر سعراً واقل عائداً ونتيجة لتوسع الطلب على الأسهم يزداد حجم التداول للأسهم وترتفع أسعارها وقيمتها . وكذلك عن طريق الناتج المحلي الإجمالي لان انخفاض نسبة الفائدة يترتب عليه زيادة عرض النقد ويؤدي الى زيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري والاستهلاكي مما يعني ارتفاع نسبة الناتج المحلي الإجمالي ويؤدي إلى زيادة الطلب على منتجات الشركة وبالتالي زيادة أرباح الشركة ومقسوم الأرباح مما يحفز على شراء السهم وبالتالي زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها(Ritter&silber,1980:414) وبالرغم بالأثر الايجابي لعرض النقد على أسعار الأسهم عند ارتفاع عرض النقد وزيادة السيولة فانه قد يترتب عليه اثر سلبي لهذه الزيادة قد تذهب على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات وبالتالي امتصاص جزء لا بأس به من السيولة ومن ثم انخفاض أسعار الأسهم (الزغبى ، 2002 : 324).

ثانيا : العلاقة بين سعر الفائدة وسوق الاوراق المالية

Relationship between interest rate and securities market

تؤدي أسعار الفائدة دور مهم في السوق المالي وخصوصاً دورة النقد فهي تسهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين إلى المقترضين وعلى هذا المعيار يعد سعر الفائدة السوقي هو المحرك الأساسي لعمليات آلية السوق المالية ويبرز تأثير أسعار الفائدة على أسواق الأوراق المالية في عدة أشكال أهمها عدة من نفقات الشركات لان الشركات تلجأ للاقتراض في حالة غياب مواردها الذاتية المتاحة وفي حالة ارتفاع أسعار الفائدة فان هذا يزيد من التكاليف الكلية للشركة وبالتالي انخفاض مستويات الأرباح الكلية كما إن أسعار الأوراق المالية تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (أرباح موزعة + قيمة الموجود في نهاية المدة) لذا فان القيمة المباشرة لها تتوقف على العائد المتحقق أي سعر الفائدة في اللحظة نفسها والمتعلق بالمدة نفسها (الدوري ، 2009 : 27).

ويلاحظ إن سعر الفائدة يتأثر في عرض النقد فمثلاً يؤدي تناقص عرض النقد إلى ارتفاع سعر الفائدة ومن ثم رفع كلفة الاقتراض مما يسهم في تراجع الاستثمار والاستهلاك الذي يؤدي إلى تراجع العرض الكلي والطلب الكلي وبذلك يتراجع الدخل القومي والنمو الاقتصادي (Froyen,1998:336).

ولتوضيح العلاقة بين سعر الفائدة وعمل الأسواق المالية والنقدية من خلال علاقيتين أساسيتين هما :-

1 : علاقة سعر الفائدة في السوق النقدية .

يرتبط التعامل بالسوق النقدية بسعر الفائدة بدرجة وثيقة جداً وبشكل مباشر نظراً لارتباط سعر الفائدة بمعظم إن لم يكن بجميع أدوات السوق النقدية إذ إن سعر الفائدة يمثل كلفة الفرصة البديلة التي يتم التضحية بها والتي تتمثل بالفائدة التي يمكن أن يحصل عليها المودع مقابل إيداع أمواله لدى المصارف وبالذات التجارية(خلف,2006:167) أن المستثمر يقارن بين سعر الفائدة التي يمكنه الحصول عليها من أمواله لوديعة مصرفية وبين عائد استخدام هذه الأموال بالاستثمار في شراء الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق النقدية . فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أعلى من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بالاستثمار فيها أما إذا كان أقل من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بعدم الاستثمار. أما علاقة سعر الفائدة بأدوات السوق النقدية فهي علاقة عكسية كما أنها تؤثر في جميع الأدوات المالية إلا إن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة فيكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (Saunders & Cornett, 1999, 183).

فالعلاقة عكسية بين القيمة السوقية لاذونات الخزينة Treasury Bills مع سعر الفائدة فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للاذونات مما قد يعرض المستثمر إلى خسارة إذا اضطر إلى بيع الاذونات قبل تاريخ الاستحقاق وكذلك تعد الأوراق التجارية من أدوات

الاستثمار ذات الدخل الثابت وكذلك الحال بالنسبة للقبولات المصرفية Bankers Acceptances عند بيعها بخضم معين قبل موعد استحقاقه فعندما تنخفض أسعار الفائدة يقل الإقبال عليها كما يقل حجم إصدارها لأنه يكون من الأنسب للمستوردين الحصول على قروض مباشرة بدلا من اللجوء إلى القبولات المصرفية.

وكذلك الحال لشهادات الإيداع Certificate of Deposit إذ يتم التعامل بها في السوق الثانوي للأوراق المالية بالأسس نفسها المتبعة في التعامل بالسندات إذ هي مثل السند تباع على أساس العائد + Yield وليس على أساس الخصم Discount .

وكذلك الحال بالنسبة لاتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements حيث إن سعر الفائدة يمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء . (التميمي وإسلام ، 2004 : 16-18)

2: علاقة سعر الفائدة بسوقي الأسهم والسندات.

أ- تأثير سعر الفائدة في سوق السندات .

إن علاقة سعر الفائدة بسوق السندات هي علاقة عكسية إذ إن ارتفاع سعر الفائدة في السوق المالية يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسندات وإن السندات طويلة الأجل ستعاني من خسائر كبيرة . (Saunders & Cornett,2008:169) وذلك لان سعر الفائدة هو سعر خصم التدفقات النقدية المستقبلية للسند وكلما يرتفع سعر الخصم تقل قيمة السند.

وتتحكم السلطة النقدية بأسعار الفائدة حسب سياستها النقدية إذ كانت سياسة توسعية او انكماشية . فإذا كانت سياسة توسعية أي خفض معدل الفائدة والذي ينعكس في زيادة عرض النقود و انخفاض كلفة الائتمان سعر الفائدة ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من البنوك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض توجه المستثمرين والأفراد نحو السوق المالية لطلب التمويل أي قيام المقترضين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية (بواسطة إصدار السندات) إلى البنوك التجارية (العاني ، 2002 : 34) . لذلك فإن التغير في سعر الفائدة يتماشى عكسيا مع التغير في عرض النقد فكلما زادت الكمية المعروضة من النقود انخفض سعر الفائدة وبالعكس . (Samuels,2003:534) ولذلك نلاحظ إن التقلبات في أسعار الفائدة تكون من الأسباب الرئيسية لتفسير التقلبات التي تحصل في أسعار السندات فكلما انخفض سعر الفائدة على السندات كلما ازدادت الكمية المعروضة لها والسبب في ذلك انه عند انخفاض سعر الفائدة فان تكلفة الاقتراض للجهة التي أصدرت السندات قليلة وبالتالي فان رغبة المنشأة للاقتراض عن طريق إصدار السندات سوف ترتفع . (الرفاعي وبلعرب ,2002:149)

ب- العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم.

هي علاقة عكسية أذ ان سعر السهم يمثل التدفقات النقدية توزيعات الارباح المتوقعة والمخصومة بمعدل خصم معدل العائد المطلوب فارتفاع أسعار الفائدة يكون له تأثير سلبي في أداء سوق الأسهم ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة وهذا الأمر يدفع العديد من الأفراد إلى تجنب الاقتراض من البنوك وشراء الأسهم خوفاً أن لا تغطي العوائد الناجمة جراء الاستثمار في الأسهم كلفة الأموال التي اقترضوها من البنوك الأمر الذي يقلل من طلب الأفراد على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها وقد أشار بعض الاقتصاديين مثل (Dice & Eiteman) أذ كان باستطاعة المرء أن يقترض النقود بأسعار فائدة منخفضة ولتكن (3%) مثلاً ومن ثم استخدامها بشراء الأسهم التي تغل عائداً بنسبة (7%) مثلاً فان المستثمرين سوف يجدون من المربح لهم اقتراض النقود وشراء الأسهم من جانب آخر عندما تكون النقود نادرة ولا يمكن الاقتراض إلا بأسعار فائدة عالية حينئذ سيدرك المستثمرين عجزهم عن تحقيق مثل هذا الربح الأمر الذي يؤدي إلى هبوط أسعارها .(حيدر ، 2006: 116). ويعد سعر الفائدة بمثابة كلفة فرصة الاستثمار في سوق الأسهم فإذا كان عائد الأسهم اقل من سعر الفائدة السائد بالسوق فان المستثمر في هذه الحالة يقوم بإقراض أمواله أو شراء السندات أو إيداعها عند البنوك والحصول مقابل كل ذلك على سعر فائدة الذي يحقق عائد أعلى لكونه يزيد على عائد السهم وبالعكس في حالة كون العائد من الاستثمار أعلى من سعر الفائدة فان المستثمر يقوم بالاستثمار في الأسهم والأمر نفسه ينطبق على الأصول المالية الأخرى إذ إن سعر الفائدة يمثل كلفة الفرصة البديلة المضحية بها من قبل صاحب الأموال من اجل استخدام أمواله في الاستثمار بالأسهم بدل من إقراضها أو إيداعها والحصول على فائدة وسعر الفائدة يمثل الكلفة عندما تكون الأموال مقترضة حيث يدفع المستثمر سعر الفائدة مقابل الأموال التي اقترضها واستخدمها للاستثمار في الأسهم .(خلف ، 2006: 18) .

ثالثاً: العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية

Relationship between exchange rate and financial securities market

سعر الصرف Exchange rate يعرف بأنه سعر يتم به أستبدال وحدة عملة معينة بعملة أخرى يعتبر سعر الصرف احد العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية (Michae,2003:443)

باعتباره احد محددات النشاط الاقتصادي وبما أن نشاط الاستثمار المالي هو جزء من النشاط الاقتصادي فأن اي تقلب في سعر الصرف سيجد ردة فعل في سوق الأوراق المالية وهناك مجموعة من الدراسات النظرية والتطبيقية التي درست العلاقة بين اسعار الصرف وسوق الأوراق المالية التي اتسمت بالغموض والندرة وذلك بسبب اختلاف اسعار الصرف في اسواق الأوراق المالية من دولة الى اخرى فضلا عن تعدد أنظمة الصرف المتبعة ودرجة التطور الاقتصادي والمالي والسياسي للدول فبعض البلدان زراعية واخرى صناعية وكذلك اسعار الصرف تتغير بين البلدان فبعض البلدان ترفع اسعار الصرف وبلدان تخفض اسعار الصرف (الدوري محمد، 2009: 28)

وتؤثر الحكومة في سعر عملتها مقابل العملات الاخرى عبر سياسة سعر الفائدة او عبر شراء وبيع عملتها فإذا رفعت الحكومة معدل الفائدة فهذا يعني إن الذين يستثمرون في تلك الدولة يحصلون على ايراد اعلى على نقودهم وانهم سوف يشترون عملة البلد الذي رفع معدلات الفائدة لانه عليهم ان يستعملو عملة ذلك البلد عندما يرغبون في وأيداع اموالهم او أستثمارها وهذا يزيد الطلب على عملة ذلك البلد مما يسبب في رفع قيمتها (2 Jensen&mercer،2006) هذا أذكان سعر الصرف مرن يتحدد بسوق العملات من خلال العرض والطلب

وتشير الدراسات الى ان هناك آثارمباشرة وغير مباشرة بين اسعار الصرف وسوق الأوراق المالية (الزغبى، 2002:325).

1- الآثار المباشرة

مع ثبات العوامل الاخرى فإن انخفاض قيمة عملة بلد ما من شأنه أن يجعل اسعار الموجودات المالية المحلية كالاسهم ارخص نسبيا للمستثمرين الاجانب مما يزيد من طلب المستثمرين الاجانب على الموجودات المالية المحلية وبذلك تزداد سرعة التداول للموجودات المالية وترتفع اسعارها تبعاً لذلك ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة العملة للبلد المعني يؤدي الى دفع بعض المستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية الى توجيهها صوب الموجودات المالية (الاسهم والسندات) وزيادة طلبهم عليها وارتفاع اسعارها تبعاً لذلك (ال طعمة ، 2007:78).

2- الآثار غير المباشرة

تمارس اسعار الصرف آثار غير مباشرة في سوق الاوراق المالية (عن طريق السوق السلعية) مع أفترتض بقاء العوامل الاخرى ثابتة .فأنخفاض قيمة العملة لبلد ما يؤدي الى زيادة صادراته مما يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذا البلد في السوق الدولية . مما يدفع الى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية وبالتالي زيادة حجم الانتاج وارتفاع ارباح هذه الشركات وتؤثر ايجابا في اسعار الاوراق المالية خاصة الاسهم stocks (الدوري،2009، 28)

ان ارتفاع سعر صرف العملة المحلية له اثرين إما سلبي للبلد لأن صادرات البلد تصبح غالية مما يؤدي في الاجانب عدم التخلي عن كمية اكبر من عملتهم لشراء عملة ذلك البلد أو انخفاض الطلب عليها لحساب سلع دول أخرى منافسة سعر صرف عملتها منخفض. أو ايجابي حيث تكون استيرادات ذلك البلد ستكون ارخص لأن عملة ذلك البلد تشتري كمية اكثر من العملة الاجنبية وكذلك من السلع والخدمات والمواد الخام وهذا سوف يساعد في المحافظة على التضخم عند معدلات منخفضة (القريشي ، 2009 : 321)

رابعا: العلاقة بين التضخم وسوق الأوراق المالية

Relation ship between Inflation and Securities Market

إن التضخم Inflation يعني زيادة في الطلب الكلي غير مقرونة بزيادة في العرض الكلي أي انخفاض القوة الشرائية للنقود مما يؤدي إلى انخفاض القيم الحقيقية للموجودات الاستثمارية. (الشمري والبياني ، 1999 : 319)

ويُقاس التضخم باستخدام مؤشرات مثل مؤشر أسعار المستهلك (CPI) price Index أو مؤشر أسعار المنتج (PPI) producer price Index ويؤثر مستوى التضخم الفعلي أو المتوقع على معدل الفائدة فمستوى التضخم الأعلى يبقي معدلات الفائدة أعلى

معدل الفائدة الاسمي = معدل الفائدة الحقيقي + معدل التضخم المتوقع + علاوة المخاطرة

أي وجود علاقة موجبة بين التضخم ومعدلات الفائدة على الورقة المالية وتفسير ذلك ان المستثمر يضع قراره بناء على المتوقع وليس المتحقق الفعلي لان قراره يخص المدة المستقبلية القادمة هو ارتفاع معدلات التضخم تجعل المستثمر في أصل مالي يطلب معدل عائد أعلى لتعويضه عن زيادة تكلفة استهلاكه اليوم وذلك لان تكلفة السلع والخدمات تكون أعلى في المستقبل عن اليوم. (إسماعيل وحنفي ، 2009 : 43). ويكون للتضخم التركيز في أي نوع من الاستثمارات التي تحمل معدل فائدة ثابت فإذا ارتفع معدل التضخم ارتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمة الحالية كما ان أكثر أدوات الاستثمار تأثراً بالتضخم هي الأوراق المالية طويلة الأجل والتي تكون القيمة التي تستردها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها مثل السندات طويلة الأجل . لذلك فان الارتفاع في معدل التضخم الناشئ من الزيادة في عرض النقد يؤثر على أسعار الفائدة عن طريق معدل التضخم المتوقع. (الرفاعي وبلعرب ، 2002 ، 181)

وتستخدم السلطة النقدية عادة سياسة انكماشية من خلال التأثير على أسعار الفائدة للحد من التضخم عن طريق بيع سندات حكومية حيث يقوم مشترو السندات بالسحب من ودائعهم الجارية مما يؤدي الى خفض عرض النقد وزيادة عرض السندات مما يؤدي إلى خفض أسعار السندات ورفع أسعار الفائدة وحينما ترتفع أسعار الفائدة ذلك يعني زيادة تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في رأس المال المادي وينخفض الاستثمار حيث يقوم المستثمرين بشراء السندات بدلاً من السلع الرأسمالية ويؤدي انخفاض الاستثمار إلى خفض الطلب الكلي والضغط التضخمي. (جوار تيني واستروب ، 1999 : 392)

لذا يتضح بان من أكثر الأصول تأثراً بالتضخم هي الأوراق المالية ذات الدخل الثابت Fixed – income – securities أي السندات والأسهم الممتازة . وللتضخم نوعين من التأثير تأثير على مستوى أسعار الفائدة في السوق وتأثير على القوة الشرائية . (هندي ، 2006 : 49)

أما علاقة التضخم بالأسهم العادية في معظم الأحيان تستخدم الأسهم كوسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم لحماية المستثمرين من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد ذلك على أساس إن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها لان معدلات الفوائد المتوقعة للأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائد المعدل المتوقع للتضخم زائدا علاوة تضخم (Mishkin,2001: 11).

وقد تنعكس الزيادة غير المتوقعة في معدل التضخم سلباً على أسعار الأسهم وذلك لسببين احدهما مباشر والآخر غير مباشر . (المولى ، 2004 ، 44-45)

فالسبب الأول يتمثل بالتقارير عن معدل التضخم بتوقع زيادة المعدل وهذا يعني معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم يرتفع وانخفاض قيمتها السوقية بالتبعية .

أما السبب الثاني يرتبط بمسألتين :

الأولى: فيرتبط بالنظام الضريبي في ظل المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة أحلالها . وذلك لان قسط الإهلاك يكون اقل مما هو عليه مما يزيد من حجم الضريبة على أرباح الشركة وبالتالي انخفاض أرباح الشركة والتي تنعكس بقيمة الأسهم .

الثاني : اعتقاد المتعاملين بان زيادة معدل التضخم يدفع البنك المركزي الى الحد من عرض النقد مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات والتي تنعكس على التدفقات النقدية يؤدي إلى الانخفاض في شراء الأسهم لتلك الشركات وبالتالي انخفاض في أسعارها .

الفصل الثالث: تحليل السياسة النقدية
ومؤشرات أداء الأسواق المالية

المبحث الأول

تحليل السياسة النقدية

المبحث الثاني

تحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

المبحث الاول:

تحليل السياسة النقدية

أولاً: عرض النقد : (Money supply)

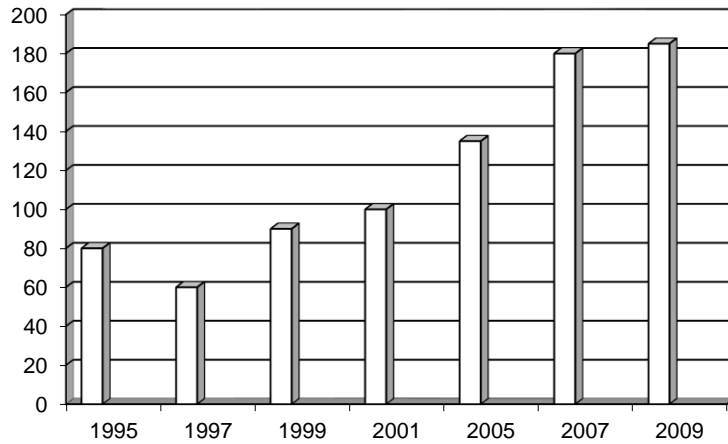
يوضح مؤشر عرض النقد اتجاه السياسة النقدية ما إذا كانت توسعية أو انكماشية وتشير بيانات السياسة النقدية الى أن هذه السياسة تسير باتجاه السياسة التوسعية في عينة البحث. وبحدود المحافظة على الاستقرار النقدي واستقرار الأسعار ويظهر من الجدول (3-1) أن (M1) يتكون من العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليها الودائع الجارية واحتياطيات المصارف كذلك يظهر الجدول في ماليزيا تزايداً متصاعداً في عرض النقد كما تظهره معدلات التغيير السنوي ماعدا سنة 1998 إذ ظهر معدل التغيير السنوي في عرض النقد سالباً أي انخفاض في عرض النقد بسبب الأزمة الآسيوية نتيجة سحب رؤوس الاموال الاجنبية من السوق دون اشراف ورقابة من الدولة وخصوصا اذا كانت السلطة النقدية دخلت بائعة للعملة الاجنبية وكذلك رفع سعر الفائدة للتخفيض عرض النقد. ففي ماليزيا عرض النقد بلغ (594,63) ترليون رينغت في 1995 بينما ارتفع الى (183.845) ترليون رينغت سنة 2009 وبمعدل نمو مركب للمدة (1995-2009) بلغ (7.9%) وفي أندونيسيا كان نمو الكتلة النقدية موجباً ابتداء من عام 1995 وحتى عام 2007 إذ ازداد من (47.135) ترليون روبية عام 1995 الى (438.46) ترليون روبية عام 2007 وبمتوسط تغير سنوي (20.3%) يعكس حصيلة ثلاث مدات زمنية كان في الاولى (1995-1999) مرتفعا (28.07%) وفي الثانية (2000-2004) منخفضا وبفارق (9.73%) .بينما انخفض في الثالثة (2005-2009) عن الثانية بفارق (3.9%) وهذا يدل ان ارتفاعا بمعدل متناقص في المدتين الثانية والثالثة اما على مستوى السنوات فقد كان مرتفع في جميع السنوات باستثناء سنتي 2008 و2009 نتيجة الازمة المالية العالمية .وفي كوريا الجنوبية كان عرض النقد بمعناه الواسع قد بلغ (38.873) بليون وان كوري في عام 1995 وارتفع الى اعلى مستوياته في عام 2009 إذ بلغ (82.570) بليون وان كوري وبمعدل نمو مركب بلغ (5.5%) خلال مدة البحث. التي اتسمت فيها معدلات النمو السنوي بالتذبذب بين الارتفاع في كل السنوات باستثناء سنتي 1997 و 2007 كان منخفض .

. ويظهر من خلال الجدول(3-1) التميز بين الدول إذ بلغ متوسط السنوات لمعدل التغيير في ماليزيا (8.7%) للمدة 1995 - 2009. وهو يقل عن نظيرته في أندونيسيا للمدة نفسها ب(11.6%) وكان في كوريا الجنوبية للمدة نفسها (6.5%) ويقل عن متوسط التغيير في ماليزيا

حوالي (2.2%). ويقبل عن نظيرته أندونيسيا في (13.8%) للمدة نفسها . ويلاحظ أن النمو في عرض النقد في أندونيسيا كان أكبر قياسا بماليزيا وكوريا الجنوبية.

(M1)

ترليون رينغت



السنوات

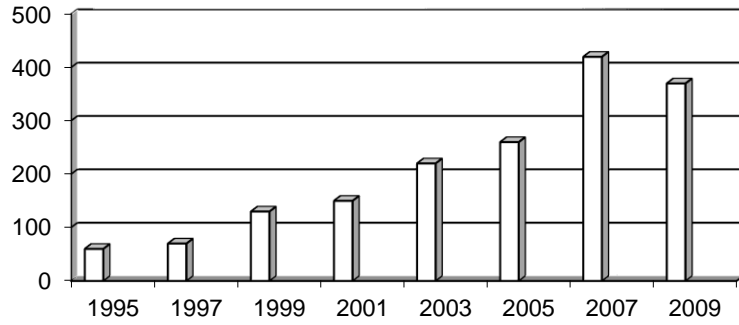
شكل (1-3)

تطور عرض النقد في ماليزيا للمدة (2009 - 1995)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على جدول (1-3)

(M1)

ترليون روبية



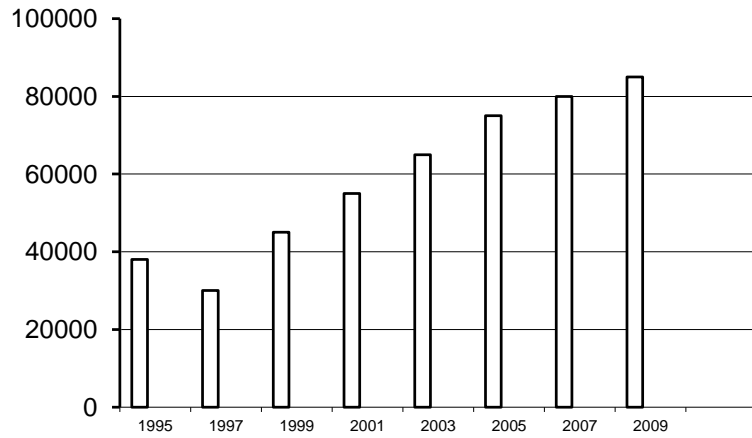
السنوات

شكل (2-3)

تطور عرض النقد في أندونيسيا للمدة (2009 - 1995)

(M1)

بليون وان كوري



years السنوات

شكل (3-3)

تطور عرض النقد في كوريا الجنوبية للمدة (2009-1995)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على جدول (1-3)

جدول (1-3)

الفصل الثالث تحليل السياسة النقدية ومؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

تطور عرض النقد بالمعنى الواسع في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية

للمدة (1995-2009)

السنوات	ماليزيا ترليون رينغت		اندونيسيا ترليون روبية		كوريا بليون وان	
	نسبة التغير السنتوي %	M1	نسبة التغير السنتوي %	M1	نسبة التغير السنتوي %	M1
1995		63.594		47.135		38.873
1996	16.6	74.182	11.7	52.652	1.7	39.542
1997	11.6	82.84	32.5	69.785	-11.3	35.036
1998	-30.3	57.605	45	101.197	1.5	35.585
1999	29.3	74.500	23.1	124.633	24.7	44.375
2000	4.9	78.216	30.1	162.186	5.8	46.997
2001	0.2	78.374	9.5	177.731	14	53.506
2002	13.6	89.072	7.9	191.939	18	63.161
2003	14.6	102.104	20.4	223.799	3.6	65.481
2004	11.9	114.269	23.8	245.946	4.5	68.423
2005	8.5	124.023	30.9	269.971	12.8	77.274
2006	13.7	141.124	28.8	346.492	11.2	85.831
2007	19.75	169.007	26.5	438.46	-6.1	80.634
2008	8.1	182.839	-2.8	425.847	0.7	81.246
2009	0.55	183.845	-11.2	377.915	1.6	82.57
المتوسطات						
1999-1995	6.8		28.07		4.1	
2004-2000	9.04		18.34		9.1	
2009-2005	10.12		14.44		6	
2009-1995	8.7		20.3		6.5	
النمو المركب						
2009-1995	7.9		15.1		5.5	

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد الى الملاحق (1,2,3)

تم احتساب معدلات النمو المركب بالإستناد الى الصيغة الآتية:

$$R = \left[\left(\frac{A_n}{A_o} \right)^{1/t} - 1 \right] \times 100$$

R: معدل النمو المركب

A_n: قيمة المتغير في نهاية الفترة

A_o: قيمة المتغير في بداية الفترة

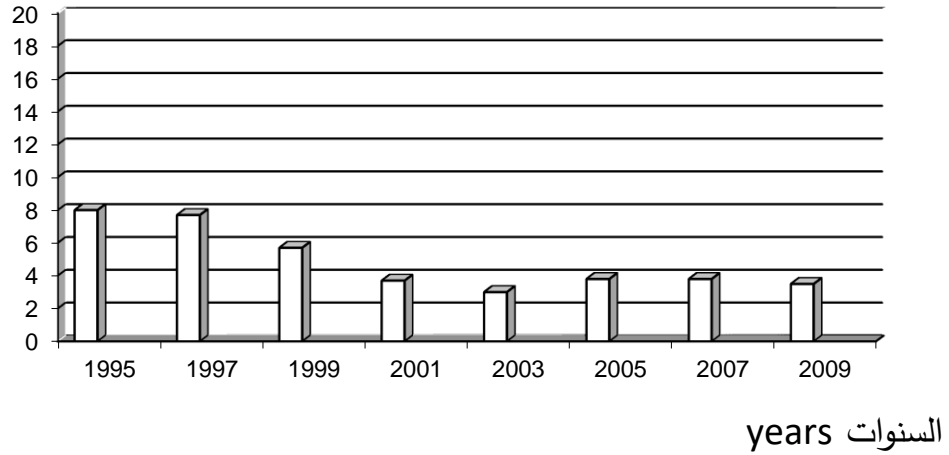
T: عدد السنوات

ثانياً: سعر الفائدة (Interest Rate)

يلاحظ من خلال الجدول (2-3) ان السلطات النقدية في ماليزيا وأندونيسيا تمكنت من خفض أسعار الفائدة في أسواق النقد والمال . في المدة الأخيرة من البحث ويظهر من الجدول في ماليزيا تدرج سعر الفائدة نحو الانخفاض إذ يلاحظ انخفاض سعر الفائدة من (6.01%) في سنة 1995 إلى (3.14%) سنة 2009 وبمعدل نمو سنوي مركب (4.5%-) . ويظهر من الجدول أن سعر الفائدة بلغ أعلى مستوى في سنة 1998 . حيث ارتفع الى (8.51%) ويرجع ذلك الى آثار الأزمة الآسيوية وسعي الحكومة الماليزية لجذب رؤوس الأموال وخصوصا ان سبب الازمة الآسيوية هو سحب راس المال الاجنبي بشكل مفاجئ . وكذلك في أندونيسيا أنخفض سعر الفائدة على الودائع الثابتة من (16.7%) عام 1995 الى (8.99%) عام 2009 . اذ يلاحظ ان اسعار الفائدة اخذ بالارتفاع منذ عام 1995 والى (17.2% ، 20% ، 39%) للاعوام 1996 ، 1997 ، 1998 على التوالي . لاسيما عام 1997 وعام 1998 بسبب الازمة الآسيوية إذ عمدت الحكومة الاندونيسية لرفع سعر الفائدة من اجل جذب رؤوس الاموال وعدم هروبها خارج البلد. وفي كوريا الجنوبية تدرج سعر الفائدة نحو الأرتفاع حيث يلاحظ من الجدول (2-3) أرتفاع سعر الفائدة من (4.07%) عام 1995 الى (5.9%) عام 2009 وبمعدل نمو سنوي بلغ (2.8%) وكان أعلى مستوى وصل الية سعر الفائدة في كوريا الجنوبية بلغ (7.28% ، 13.3%) للاعوام 1997 ، 1998 على التوالي كما يظهر من جدول (3-3) انخفاض أسعار الفائدة في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية لاسيما بعد الازمة الآسيوية وتوجه الحكومات نحو دعم وتشجيع المشروعات الاستثمارية ودفع حركة النشاط الاقتصادي. لذا فإن سعر الفائدة على الودائع الثابتة يمثل المتغير الأكثر تأثيراً في السياسة النقدية لكونه يعد الفرصة البديلة للأوراق المالية جميع الادوات المالية المتداولة في السوق المالية تعتمد في نماذج تسعيرها على اسعار الفائدة لذلك أي تغير في سعر الفائدة يقضي بالضرورة الى تغير بقيم هذه الادوات المالية. وذلك لعدم تعرض الودائع الثابتة لمخاطرة اسعر الفائدة بسبب الاجل الطويل للودائع . وكذلك ينعكس في المركز المالي للشركات التي تقترض من المصارف لتمويل احتياجاتها مع الأخذ بنظر الاعتبار تأثير باقي أسعار الفائدة الأخرى (العاني ، 2002 ، 35)

ويمكن من خلال الجدول (2-3) المقارنة بين أسعار الفائدة المصرفية في العينة المختارة أذ بلغ متوسط السنوات 1995-2009 لمعدل التغير السنوي لسعر الفائدة في ماليزيا (5.6%). وبلغ في متوسط التغير في اندونيسيا (3%) للمدة نفسها .في حين بلغ معدل التغير السنوي في كوريا الجنوبية بفارق (8.5%) للمدة نفسها. وهذا يبين ان معدل التغير في سعر الفائدة كان في كوريا الجنوبية اكبر وومن ثم كان معدل التغير في ماليزيا اقل وكان اقل تغيرا في اندونيسيا

Interest Rates



شكل رقم (3-4)

تطور اسعار الفائدة على الودائع الثابتة في ماليزيا للمدة (1995-2009)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على جدول (3-2)

Interest Rates



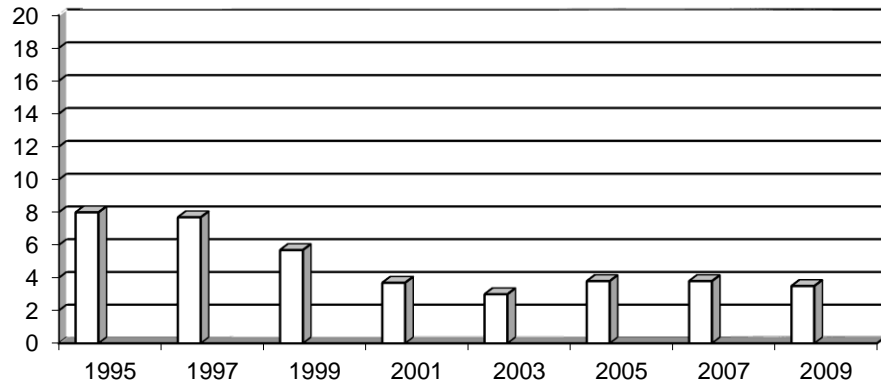
السنوات

شكل (3-5)

تطور اسعار الفائدة على الودائع الثابتة في اندونيسيا للمدة (1995-2009)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على جدول (3-2)

Interest Rates



شكل رقم (3-6)

السنوات years

تطور اسعار الفائدة على الودائع الثابتة في كوريا الجنوبية للمدة (1995-2009)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-2)

جدول (3-2)

تطور أسعار الفائدة المصرفية في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية

للمدة (1995 - 2009)

كوريا الجنوبية		أندونيسيا		ماليزيا		
معدل التغير السنوي %	سعر الفائدة على الودائع الثابتة	معدل التغير السنوي %	سعر الفائدة على الودائع الثابتة	معدل التغير السنوي %	سعر الفائدة على الودائع الثابتة %	السنوات
	4.07		16.7		6.01	1995
67	6.81	2.9	17.2	28.1	7.7	1996
7	7.28	16.2	20	-58.3	3.21	1997
82.6	13.3	95	39	165.1	8.51	1998
-40.6	7.9	-34.1	25.7	-51.5	4.12	1999
0	7.9	-51.3	12.5	-18.4	3.36	2000
-26.5	5.8	23.2	15.4	0.29	3.37	2001
-15.5	4.9	0.65	15.5	-4.7	3.21	2002
-12.2	4.3	-32.2	10.5	-4.3	3.07	2003
-9.3	3.9	-39	6.4	-2.2	3.00	2004
-5.1	3.7	25	8	0	3.00	2005
21.6	4.5	42.5	11.4	5	3.15	2006
8.8	4.9	-25.4	8.5	0.31	3.16	2007
18.3	5.8	25.8	10.7	-1.89	3.10	2008
2.9	5.9	-25.2	8.99	1.29	3.14	2009
						المتوسطات
29		20		20.85		1999-1995
-12.7		-19.7		-4.98		2004-2000
9.3		8.5		0.818		2009-2005
8.5		3		5.6		2009-1995
						النمو المركب
	2.8		-4.3		-4.5	2009-1995

المصدر : من إعداد الباحث بالإستناد الى الملاحق (1,2,3)

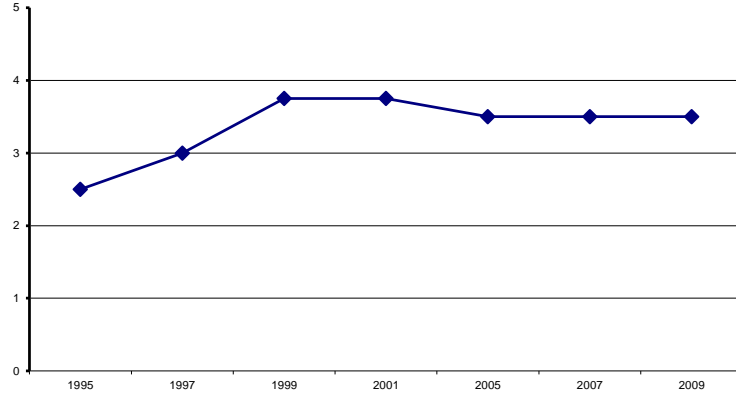
ثالثا : سعر الصرف : (Exchange Rate)

يوضح الجدول (3-3) استقرار نسبي في أسعار صرف الرينغت الماليزي والروبية الأندونيسية والوان الكوري مقابل الدولار الامركي بشكل عام في السنوات التي تلت الأزمة الآسيوية من سنة 1999 إلى سنة 2005 . إذ أتمدت السلطات النقدية سياسة التعويم لأسعار الصرف اما في ماليزيا أتمدت السلطة النقدية سياسة سعر الصرف الثابت لأسعار الرينغت مقابل الدولار من عام 2005 الى عام 2009 . اذ استقر سعر صرف الرينغت مقابل الدولار عند مستوى (3.8) رينغت ماليزي مقابل الدولار الامريكي بعد ان كان (3.08) رينغت عام 1998 ويوضح ذلك حصول انخفاض في قيمة الرينغت بعد عام 1998 اذ بدأ سعر صرف الرينغت الماليزي بالانخفاض مقابل الدولار ليصل الى (3.8) . إذ أستقرت نسبة التغيير خلال المدة من (1999-2004) لتبلغ (صفرًا) . ثم بدأ سعر الصرف بالارتفاع من عام 2005 الى عام 2009 . إما في أندونيسيا كان استقرار نسبي لسعر صرف الروبية مقابل الدولار الامريكي . لاسيما قبل وبعد مدة الازمة الآسيوية . اذ انخفض عام 1997 ليلبغ (4.650) بمعدل تغير (95.1%) بعد ان كان (2.383) عام 1996 ويلاحظ من خلال الجدول (3-4) أنخفاض قيمة العملة الروبية مقابل الدولار اذ انخفضة من (2.308) روبية عام 1995 ليلبغ (9.283) روبية عام 2009 وبمعدل نمو سنوي (10.41%) خلال مدة البحث ويلاحظ ان سعر الصرف للروبية اخذ بالاستقرار منذ عام 2000 اذ بلغ (9.595) روبية الى عام 2009. وبمعدلات تغير (35.4% ، 8.3% ، 14% ، 5.3% ، 9.7% ، 5.8% ، 8.2% ، 4.3% ، 0.1% ، 1.4%) للمدة من 2000 - 2009. اذ يظهر جدول (3-3) انخفاض سعر صرف الوان من (774.7) وان لكل دولار عام 1995 ليلبغ (1244.9) وان لكل دولار عام 2009 وبمعدل نمو مركب (3.4%) . وبمتوسط تغير (2.12%) اذ يظهر انخفاض قيمة الوان مقابل الدولار لاسيما سنة 1997 اذ بلغ سعر صرف الوان (1695) وان لكل دولار بعد ان كان (884.2) عام 1996 بمعدل تغير (100.7%) نتيجة ظروف ازمة جنوب شرق اسيا . ويلاحظ خلال المدة 1995-1999 ان سعر الصرف انخفض بمتوسط تغير (20.05%) . ثم في المدة الثانية 2000-2004 ارتفع سعر الوان مقابل الدولار بفارق (24.8%) . وفي المدة الثالثة 2005-2009 انخفض سعر صرف الوان مقابل الدولار بفارق (96%) عن المدة الثانية . وبلغ متوسط السنوات لمعدل التغير السنوي لسعر الصرف في ماليزيا (11.3%) للمدة 1995-1999 وهويقل عن نظيرة الأندونسي بفارق (28.4%) للمدة نفسها وكذلك يزيد عن نظيره الكوري الجنوبي بفارق (10.14%) عن نفس المدة .في حين كان (صفرًا) في ماليزيا للمدة 2000-2004 وهو يقل عن نظيرتيه في أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (6.8% ، 2.12%) على التوالي لنفس المدة . كذلك بلغ معدل التغير السنوي في ماليزيا (1.4%) للسنوات 2005-2009 وهو يقل عن يزيد عن نظيره أندونيسيا بفارق (1.07%) للمدة نفسها ويقل عن نظيره كوريا الجنوبية

الفصل الثالث تحليل السياسة النقدية ومؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

وبفارق (8.51%) للمدة نفسها ويلاحظ من خلال المدد أن المتوسط السنوي لمعدل التغير بالمدة الأولى كان أعلى في أندونيسيا إذ بلغ (39.7%) في حين كان في المدة الثانية أعلى في أندونيسيا حيث بلغ (6.8%) وفي المدة الثالثة بلغ أعلى مستوى في كوريا الجنوبية إذ بلغ (9.7%).

EXCHAN RATES



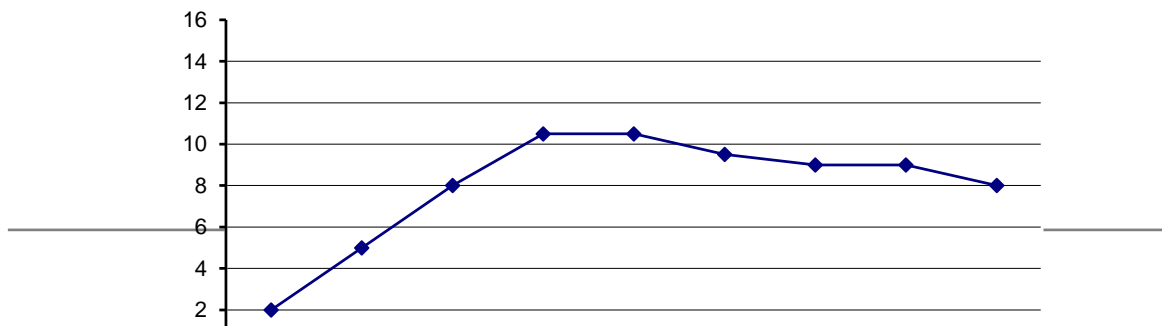
السنوات years

شكل رقم (7-3)

سعر الصرف في ماليزيا للمدة (2009-1995)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على جدول (3-3)

EXCHAN RATES

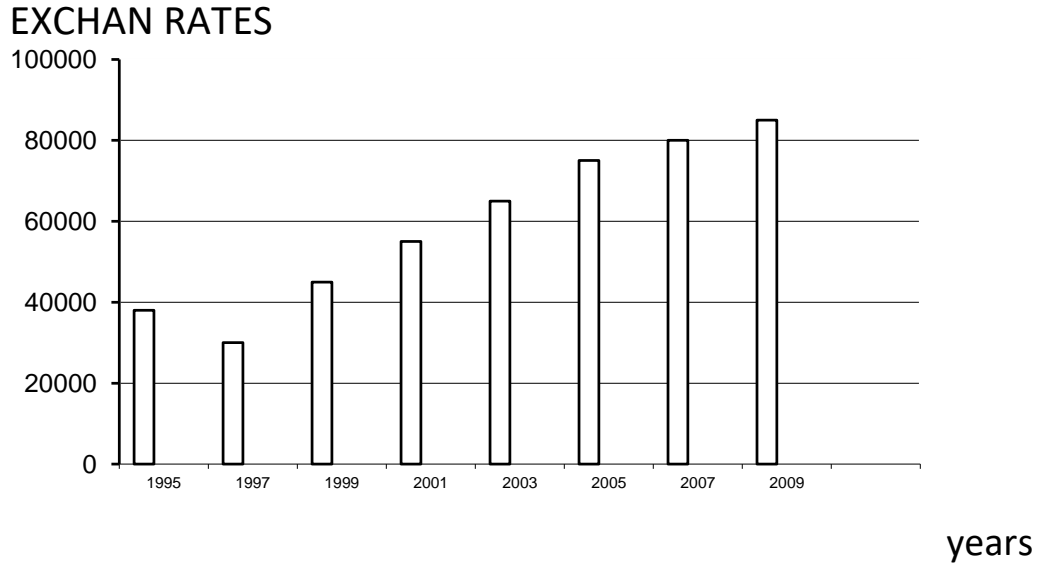


السنوات years

شكل رقم (3-8)

سعر الصرف في اندونيسيا للمدة (1995-2009)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على جدول (3-3)



شكل رقم (3-9)

سعر الصرف في كوريا الجنوبية للمدة (1995-2009)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على جدول (3-3)

جدول (3-3)

تطور أسعار الصرف في ماليزيا واندونيسيا وكوريا الجنوبية

الفصل الثالث تحليل السياسة النقدية ومؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

للمدة (1995-2009)

كوريا الجنوبية		أندونيسيا		ماليزيا		
معدل التغير السنوي %	سعر صرف الوان / دولار	معدل التغير السنوي %	سعر صرف روبية / دولار	معدل التغير السنوي %	سعر الصرف الريغنت / دولار	السنوات
	774.7		2.308		2.5	1995
8.9	844.2	3.2	2.383	0.4	2.51	1996
100.7	1695	95.1	4.65	9.5	2.75	1997
-28.9	1204	72.5	8.025	12	3.08	1998
-5.4	1138	-11.7	7.085	23.3	3.8	1999
11.1	1264.5	35.4	9.595	0	3.8	2000
3.8	1313.5	8.3	10.4	0	3.8	2001
-9.6	1186.2	-14	8.94	0	3.8	2002
0.5	1192.6	-5.3	8.465	0	3.8	2003
-13.2	1035.1	9.7	9.29	0	3.8	2004
-2.2	1011.6	5.8	9.83	-0.52	3.78	2005
-8	929.8	-8.2	9.02	-5.5	3.57	2006
0.7	936.6	4.3	9.41	0.56	3.59	2007
34.4	1259.5	0.1	9.42	-8.07	3.3	2008
-1.1	1244.9	-1.4	9.283	4.5	3.45	2009
						المتوسطات
1.16		39.7		11.3		1999-1995
2.12		6.8		0		2004-2000
9.7		0.12		1.14		2009-2005
4.3		15.5		4.2		2009-1995
						النمو المركب
	3.4		10.4		2.3	2009-1995

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد الى الملاحق(1,2,3)

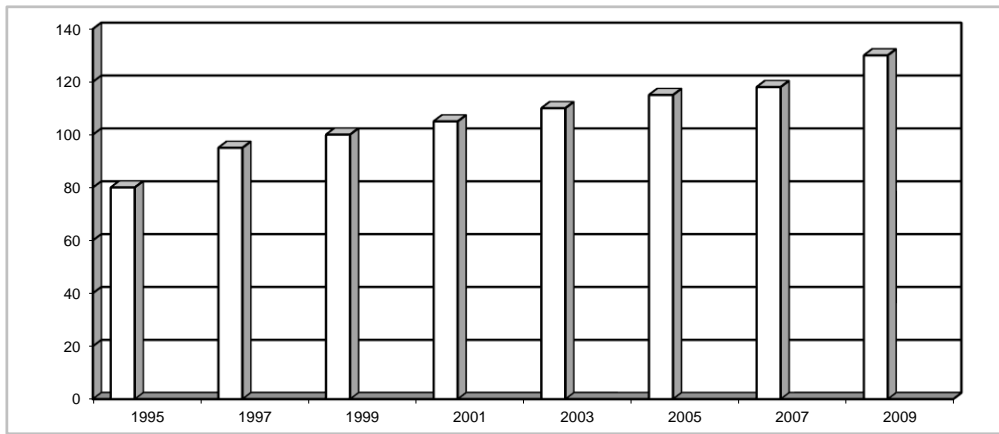
رابعاً: معدل التضخم (Inflation Rate)

تم أستخراج معدل التضخم من خلال التغير السنوي للرقم القياسي لاسعار المستهلك يعد معدل التضخم من المؤشرات المهمة في السياسة النقدية ذات الصلة باتخاذ القرارات المتعلقة بالأسعار وسعر الفائدة . ويظهر الجدول (3-4) إن معدل التضخم في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية مقاسا بالنمو السنوي (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) عن انخفاض معدل التضخم واستعادة الاقتصاد نشاطه خصوصا بعد الازمة الآسيوية أن معدل التضخم في ماليزيا أنخفض من (7.1%) عام 1995 إلى (2.6%) عام 2009 وكان المتوسط خلال مدة البحث (3.8%) . ولما كان هذا المعدل ولمجمل المدة يعكس حصيلة ثلاث متوسطات للنمو . كان الأول خلال المدة الأولى (1995-1999) مرتفعا والثاني خلال المدة الثانية (2000-2004) منخفضا وبفارق (1.2%) عن المدة الأولى في حين في المدة الثالثة (2005-2009) ارتفع وبفارق (1.5%) عن المدة السابقة . وقد جاءت هذه التغيرات في معدلات التضخم انعكاسا للتغيرات في بعض العوامل . لذا كان ارتفاعه في المدة الأولى نتيجة لما شهدته ماليزيا من سياسة نقدية توسعية انعكست على ارتفاع معدل التضخم بسبب الأزمة الآسيوية وزيادة متسارعة للنفقات العامة والعجز في الموازنة العامة. إما في أندونيسيا أنخفض معدل التضخم من (10.6%) في عام 1995 ليبلغ (4.8%) عام 2009 . وكذلك يوضح من خلال الجدول (3-4) أن أدنى مستوى لمعدل التضخم خلال مدة الدراسة بلغ (3.7%) عام 2000 وكانت اعلى نسبة خلال مدة البحث التي شهدها الاقتصاد الاندونيسي كان عام 1998 اذ بلغ (57.8%) . وكذلك شهد معدل التضخم تذبذب في السنوات الاخيرة (2007 ، 2008 ، 2009) ليصل الى (5.3% ، 4.6% ، 4.8%) على التوالي . ولعل سبب هذا الانخفاض حالة الانتعاش الاقتصادي التي عاشها الاقتصاد الاندونيسي لاسيما بعد مدة الازمة الآسيوية. كذلك يظهر جدول (3-4) أن معدل التضخم في كوريا الجنوبية التي تم قياسها تظهر انخفاض معدلات التضخم في الاقتصاد الكوري لاسيما في المدة الاخيرة . اذ يلاحظ ارتفاع معدل التضخم في المدة الاولى من البحث اذ بلغ (7.5% و 3.9% و 20.3%) على التوالي خلال عام 1996 ، 1997 ، 1998 على التوالي ويلاحظ اعلى نسبة شهدها الاقتصاد الكوري الجنوبي خلال مدة البحث كانت عام 1998 اذ بلغ (10.3%) وأدنى نسبة كانت عام 1999 إذ بلغ (0.8%) ويتضح هذا من خلال متوسطات معدلات التضخم إذ يلاحظ في المدة الأولى 1995-1999 ارتفاع معدل التضخم بمعدل (5.6%) وفي المدة الثانية 2000-2004 انخفض بفارق (2.4%) وفي الثالثة 2005-2009 انخفض بفارق (0.6%) وهذا يدل على انخفاض الاتجاهات التضخمية.

الفصل الثالث تحليل السياسة النقدية ومؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

وكان متوسط السنوات لمعدل التغير السنوي لمعدل التضخم في ماليزيا (4.3%) للسنوات 1995-1999 وهو يقل عن نظيره أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (1.3%, 18.9%) على التوالي للمدة نفسها . في حين كان متوسط معدل التضخم (1.6%) في ماليزيا للسنوات 2000-2004 وهو يقل عن نظيره في أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (6.3%, 1.6%) على التوالي للمدة نفسها . كذلك بلغ معدل التغير السنوي في ماليزيا (3.1%) للمدة 2005-2009 وهو يقل نظيره أندونيسيا بفارق (4.5%) لنفس الفترة ويزيد عن نظيره كوريا الجنوبية وبفارق (1.1%) للمدة نفسها ويلاحظ من خلال المدد أن المتوسط السنوي لمعدل التغير بالمدة الأولى 1995-1999 كان أعلى في أندونيسيا حيث بلغ (23.2%) كذلك في المدة الثانية أعلى في أندونيسيا إذ بلغ (7.9%) وفي المدة الثالثة بلغ أعلى مستوى في أندونيسيا حيث بلغ (7.6%). وهذا يبين أن أندونيسيا هي أكثر اتجاهات تضخمية خلال فترة البحث. CONSUMER

PRICE INDEX



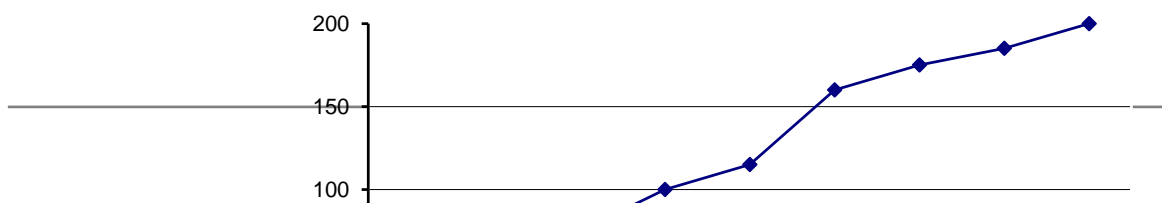
السنوات
years

شكل رقم (3-10)

الرقم القياسي لأسعار المستهلك في ماليزيا للمدة (1995-2009)

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-4)

CONSUMER PRICE INDEX

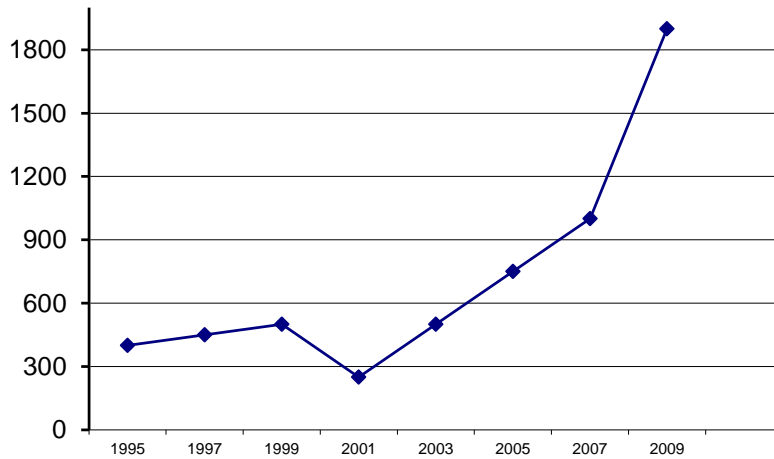


السنوات years

شكل رقم (3-11)

تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في اندونيسيا للمدة (1995-2009)

CONSUMER PRICE INDEX



السنوات years

شكل رقم (3-12)

تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في كوريا للمدة (1995-2009)

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-4)

جدول (3-4)

تطور الرقم القياسي لأسعار المستهلك في ماليزيا وأندونيسيا وكوريا الجنوبية

للمدة (1995-2009)

كوريا الجنوبية		أندونيسيا		ماليزيا		
معدل التضخم %	الرقم القياسي لأسعار المستهلك	معدل التضخم %	الرقم القياسي لأسعار المستهلك	معدل التضخم %	الرقم القياسي لأسعار المستهلك	السنوات
	78.7		44		82.7	1995
7.5	84.6	10.6	48.7	7.1	88.6	1996
3.9	87.9	4.1	50.7	2.9	91.2	1997
10.3	97	57.8	80	5.2	95.9	1998
0.8	97.8	20.5	96.4	2.1	98	1999
2.2	100	3.7	100	2	100	2000
4.1	104.1	11.5	111.5	1.4	101.4	2001
2.6	106.9	11.8	124.7	2.2	103.3	2002
3.5	110.7	6.6	133	0.9	104.3	2003
3.6	114.7	6	141	1.5	105.9	2004
2.7	117.8	10.6	156	4.1	109.5	2005
2.3	120.5	12.8	176	3.1	112.9	2006
2.2	123.2	5.3	185.5	2.9	115.6	2007
2.6	126.5	4.6	194.2	2.9	119	2008
3.2	130.6	4.8	203.7	2.6	122.2	2009
						المتوسطات
5.6		23.2		4.3		1999-1995
3.2		7.9		1.6		2004-2000
2		7.6		3.1		2009-2005
3.8		12.9		3		2009-1995

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد الى الملاحق(1,2,3)

المبحث الثاني:

تحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

لغرض الوقوف على تطور أداء أسواق كوالالمبور وجاكرتا وسيئول للاوراق المالية لابد من تتبع تطور مؤشرات أداء السوق والتي تتضمن المؤشرات الآتية:-

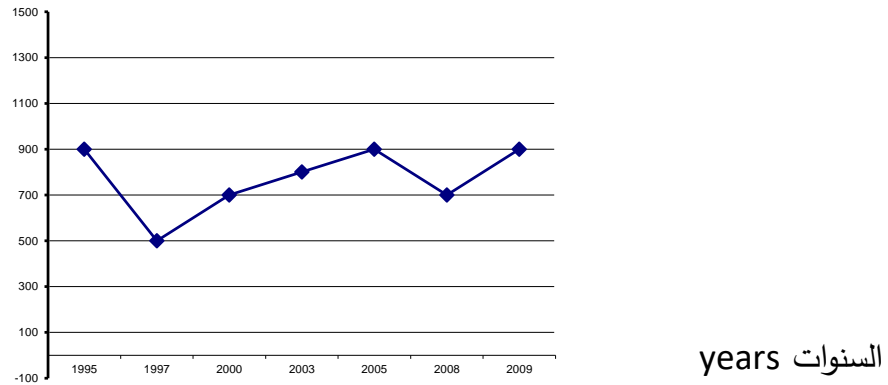
أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم : (Stock prices Index)

يمثل هذا المؤشر معدل أسعار أسهم الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية ويساعد هذا المؤشر في تحديد الفرص الاستثمارية والمقارنة بين كفاءة الأسواق المالية وكذلك التعرف على نشاط السوق من خلال مقارنته مع السنوات السابقة . ويتضح من بيانات الجدول (3-5) ان المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق كوالالمبور للأوراق المالية كان ذا اتجاه تنازلي خلال المدة (1995-2009) إذ استمر بالانخفاض خلال مدة البحث إذ وصل الى (799) عام 2009 بعد ان كان (995.2) نقطة عام 1995 . ويظهر تراجع المؤشر العام في بعض مدد البحث لاسيما عام 1997 إذ انخفض بنسبة (51.9%) ليبلغ (594.4) نقطة بعد ان كان (1238) نقطة عام 1996 وكذلك انخفض بنسبة (1.3%) عام 1998 ليصل (586.1) نقطة . إمامي أندونيسيا يظهر المؤشر العام لأسعار الأسهم ذا اتجاه تصاعدي إذ ارتفع المؤشر في عام 1995 ليبلغ (513.84) نقطة إلى (2026.7) نقطة في عام 2009 بمعدل نمو سنوي لمدة البحث (10.3%) . ويظهر لنا تراجع المؤشر العام في بعض سنوات البحث وخصوصاً سنة 1997 و 1998 . إذ انخفضت بنسبة (36.9% و 0.9%) على التوالي ليبلغ (401.71) نقطة عام 1997 وكذلك (398.03) نقطة عام 1998 . بعد ان كان (637.43) نقطة عام 1996 . أما في كوريا الجنوبية كان المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق سيئول للاوراق المالية كان ذا اتجاه تصاعدي خلال مدة البحث إذ بلغ عام 2009 (1435.9) نقطة بعد ان كان (549.3) نقطة عام 1995 وبمعدل نمو مركب لمدة البحث بلغ (7.1%) . بالرغم من تراجع المؤشر في بعض مدد البحث أذ أنخفض بنسبة (69.3%) عام 1997 ليبلغ (102.3) نقطة مقابل (334.1) نقطة عام 1996 وكذلك انخفض عام 2008 و 2009 على التوالي بنسبة (12.4% و 5.5%) على التوالي. وكذلك في أندونيسيا أنخفض المؤشر سنة 2008 فقد أنخفض المؤشر ليبلغ (1699.4). اما في سوق كوالالمبور كذلك انخفض بنسبة (63.9%) ليبلغ (515) نقطة عام 2008 بسبب الأزمة العالمية إذ ان هناك شركات تابعة في تلك الدول ولها أسهم في السوق, ثم اخذ بالارتفاع بنسبة 55.1% ليبلغ 799 نقطة عام 2009. ويلاحظ من خلال مدة البحث أنخفاض المؤشر في المدة من 1997-1998 خلال هذه المدة من البحث والتي انعكست سلبا على المؤشر العام كان سببها الأزمة الآسيوية نتيجة سحب رؤوس الاموال الاجنبية من السوق دون اشراف ورقابة من الدولة . وكذلك كان هناك أنكسارت في المؤشر في المدة الأخيرة من البحث لاسيما في السنوات الأخيرة بسبب الأزمة العالمية والتي انعكست على

الفصل الثالث تحليل السياسة النقدية ومؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

الأسواق المالية الناشئة. ويلاحظ من الجدول (3-6) أن المؤشر العام للأسواق الناشئة انخفض في سنة 2000 و سنة 2001 ويرجع سبب التراجع الى أحداث ايلول / 2001 متوسط السنوات لمعدل التغير السنوي للمؤشر العام للأسعار في ماليزيا (2.4%) للمدة 1995-1999 وهويقل عن نظيرتيه أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (11.6%, 27.7%) على التوالي للمدة نفسها . في حين كان متوسط معدل التغير (3.2%) في ماليزيا للمدة 2000-2004 وهو يقل عن نظيرتيه في أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (11%, 24.5%) على التوالي للمدة نفسها . كذلك بلغ معدل التغير السنوي في ماليزيا (8.3%) للسنوات 2005-2009 وهو يقل نظيره أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (12.2%, 3.8%) للمدة نفسها ويلاحظ من خلال المدة أن المتوسط السنوي لمعدل التغير بالمدة الأولى 1995-1999 كان أعلى في كوريا الجنوبية حيث بلغ (30.1%) في حين كان في المدة الثانية أعلى في كوريا الجنوبية حيث بلغ (27.7%) وفي المدة الثالثة بلغ أعلى مستوى في أندونيسيا إذ بلغ (20.5%).

المؤشر العام لأسعار الاسهم (نقطة)

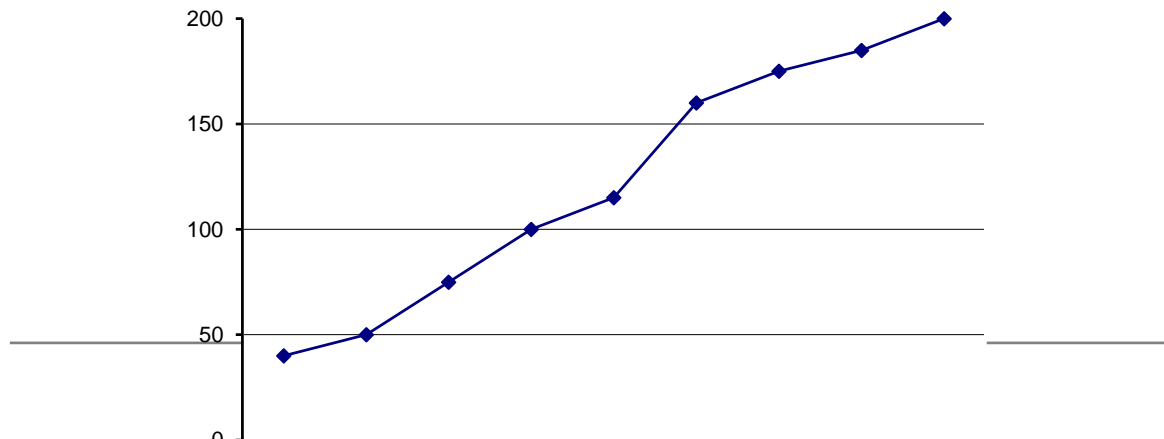


شكل رقم (3-13)

تطور المؤشر العام لأسعار الاسهم في ماليزيا للمدة (1995-2009)

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-5)

المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة)

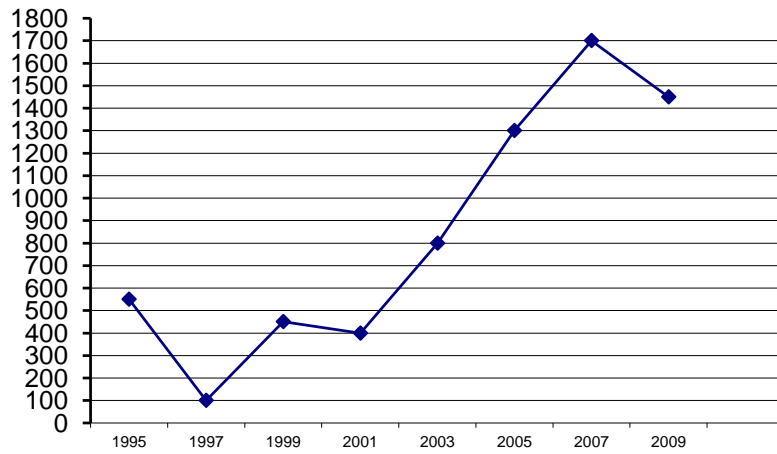


السنوات years

شكل رقم (3-14)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في اندونيسيا للمدة (1995-2009)

المؤشر العام لاسعار الاسهم (نقطة)



السنوات years

شكل رقم (3-15)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في كوريا الجنوبية للمدة (1995-2009)

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-5)

جدول (3-5)

تطور المؤشر العام للأسعار الأسهم في أسواق كوالالمبور وجاكارتا وسيئول للأوراق المالية للمدة (1995-2009)

كوريا الجنوبية		أندونيسيا		ماليزيا		
معدل التغير السنوي %	المؤشر العام لأسعار الاسهم y1	معدل التغير السنوي %	المؤشر العام لأسعار الأسهم y1	نسبة التغير السنوي %	المؤشر العام لأسعار الاسهم y1	السنوات
	549.3		513.84		995.2	1995
-39.2	334.1	24	637.43	24.3	1238	1996
-69.3	102.3	-36.9	401.71	-51.9	594.4	1997
118.7	223.8	-0.9	398.03	-1.3	586.1	1998
110.3	470.8	70	676.92	38.5	812.3	1999
-56.9	202.7	-38.5	416.32	-16.3	679.6	2000
106.8	419.3	-5.8	392.03	2.4	696.1	2001
49.6	627.6	8.3	424.94	-7.1	646.3	2002
29.2	810.7	59.8	679.3	22.8	793.9	2003
10.5	895.9	47.2	1000.23	14.2	907.4	2004
53.9	1379.4	16.2	1162.63	-1.9	899.8	2005
3.9	1434.5	55.2	1805.52	21.8	1096.2	2006
20.9	1734.9	52	2745.83	30.4	1430	2007
-12.4	1520.3	-38.1	1699.45	-63.9	515	2008
-5.5	1435.92	19.2	2026.78	55.1	799	2009
						المتوسطات
30.1		14.02		2.4		1999-1995
27.7		14.2		3.2		2004-2000
12.1		20.5		8.3		2009-2005
		16.5		4.7		2009-1995
						النمو المركب
	7.1		10.3		-4.9	2009-1995

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد الى الملاحق (1,2,3)

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية (Market Capitalization Index)

يعبر مؤشر القيمة السوقية عن قيم الاسهم المدرجة في السوق المالية تبعا لسعر السوق. ويعكس هذا المؤشر مستوى نشاط السوق . وتظهر البيانات المالية في الجدول (3-6) والخاصة

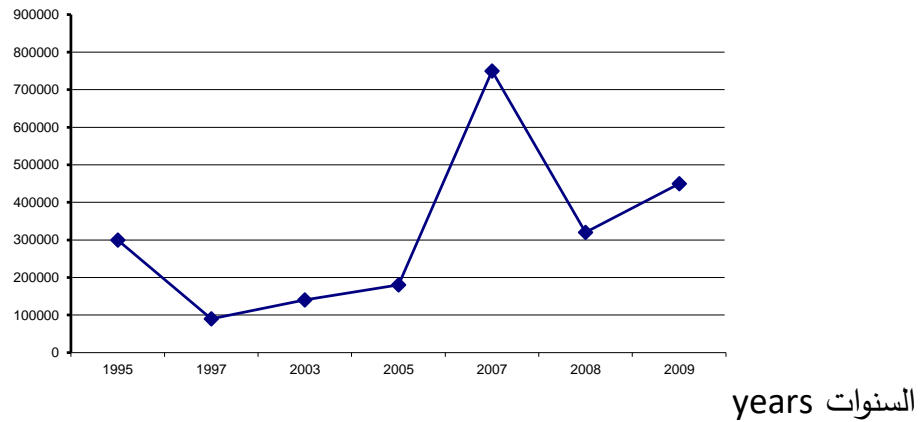
بتطور نشاط أسواق كوالالمبور وجاكارتا وسيئول للأوراق المالية. الى ارتفاع مؤشر القيمة في سوق كوالالمبور إذ بلغ (000.420) ترليون رينغت عام 2009 بعد ان كان (222.729) ترليون رينغت عام 1995 وبمعدل نموسنوي (4.6%) . كذلك أرتفع مؤشر القيمة السوقية في سوق جاكارتا خلال مدة البحث . اذ ارتفع الى (190.91) ترليون روبية عام 2009 بعد ان كان (315.2) ترليون روبية عام 1995 وبمعدل نمو سنوي (13.7%). وخلال المدة نفسها من البحث كما في الجدول(3-6) أرتفع مؤشر القيمة السوقية في سوق سيئول للأوراق المالية اذ بلغ اجمالي القيمة السوقية (714.240) ترليون وان عام 2009 بعد ان كان (141.151) ترليون وان عام 1995 وبمعدل نمو مركب بلغ (12.3%). ويظهر الجدول أنخفاض المؤشرات في الاسواق خلال المدة من 1997- 1998 .أذ أنخفض مؤشر القيمة السوقية في سوق كوالالمبور للأوراق المالية ليلبغ عام1997 (93.608) ترليون رينغت مقارنة بعام 1996 وبالباغة (307.179) ترليون رينغت . وكذلك في سوق جاكارتا انخفض مؤشر القيمة السوقية عام 1998 ليلبغ (316.9) ترليون روبية مقارنة بعام 1997 وبمعدل تغير سنوي (7.5%). أيضا أنخفض مؤشر القيمة السوقية في سوق سيئول للأوراق المالية.في المدة نفسها من مدة البحث حيث أنخفض مؤشر القيمة السوقية لعام 1996 و 1997 بنسبة (16.8 و 33.5%) على التوالي مقارنة بعام 1995 و1998 و 1999. وهذه المدة من البحث كان سببها أزمة النمر الاسيوية.بالرغم من ارتفاع مؤشر القيمة السوقية في بعض سنوات البحث إلا أنه أنخفض في المدة الاخيرة من البحث في سوق كوالالمبور حيث أنخفض عام 2008 لتصل (273.000) ترليون رينغت وبمعدل تغير (63.6%) عن عام 2007 . ثم ارتفعت عنه 2009 لتصل الى (420.000) ترليون وبمعدل تغير (853.%) وكانت السبب الرئيسي لهبوط مؤشر القيمة السوقية عام و2008 هو الأزمة المالية العالمية . وكذلك في سوق جاكارتا قد أرتفع مؤشر القيمة السوقية في المدة الأخيرة فكانت اعلى ارتفاع عام 2009 بلغ (1901.9) ترليون روبية وبمعدل تغير (76.6%) .

كذلك في سوق سيئول واصل مؤشر القيمة السوقية الارتفاع وخصوصا في المدة الاخيرة حيث بلغ (648.823) ترليون وان عام 2007 و (717.173) ترليون وان عام 2008 ، و (714.240) ترليون وان عام 2009 .

ويلاحظ من الجدول(3-6) متوسط السنوات لمعدل التغير السنوي لمؤشر القيمة السوقية في ماليزيا (5.2%) للسنوات 1995-1999 وهو يقل عن نظيرتيه أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (5.6%,55.9%) على التوالي للمدة نفسها . في حين كان متوسط معدل التغير(6.9%) في ماليزيا للمدة 2000- 2004 وهو يقل عن نظيره في أندونيسيا وكوريا الجنوبية

بفارق (16.9%، 19.6%) على التوالي للمدة نفسها . كذلك بلغ معدل التغير السنوي في ماليزيا (46.8%) للمدة 2009 - 2005 وهو يزيد عن نظيره أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (19.2%، 34%) على التوالي للمدة نفسها ويلاحظ من خلال المدد أن المتوسط السنوي لمعدل التغير بالمدة الأولى 1999-1995 كان أعلى في كوريا الجنوبية حيث بلغ (60.9%) في حين كان في المدة الثانية أعلى في كوريا الجنوبية إذ بلغ (26.5%) وفي المدة الثالثة بلغ أعلى مستوى في ماليزيا إذ بلغ (46.8%).

القيمة السوقية (ترليون - رينغت ماليزي)

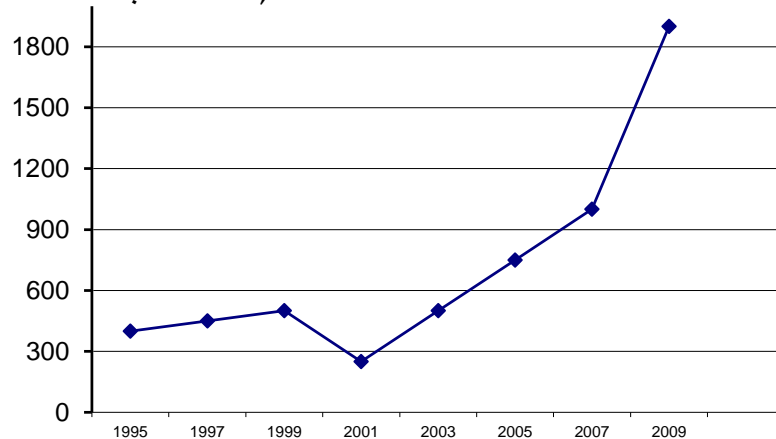


شكل رقم (3-16)

تطور مؤشر القيمة السوقية في ماليزيا للمدة (2009-1995)

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-6)

القيمة السوقية (ترليون روبية اندونيسية)

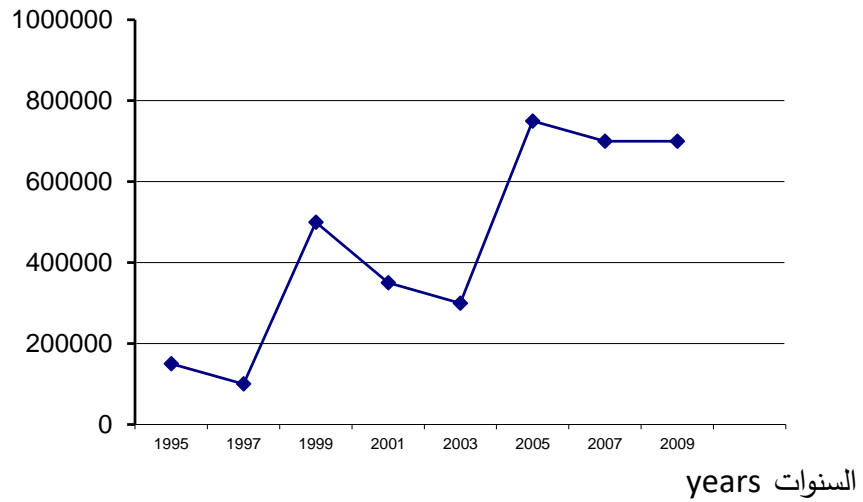


السنوات years

شكل رقم (3-17)

تطور مؤشر القيمة السوقية في أندونيسيا للمدة (1995-2009)

القيمة السوقية (ترليون وان كوري)



شكل رقم (3-18)

تطور مؤشر القيمة السوقية في كوريا الجنوبية للمدة (1995-2009)

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-6)

جدول (3-6)

تطور مؤشر القيمة السوقية في أسواق كوالالمبور وجاكارتا وسيئول

كوريا الجنوبية	أندونيسيا	ماليزيا
----------------	-----------	---------

الفصل الثالث تحليل السياسة النقدية ومؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

السنوات	مؤشر القيمة السوقية ترليون رينغت	معدل التغير السنوي %	مؤشر القيمة السوقية ترليون روبية	معدل التغير السنوي %	القيمة السوقية ترليون وان	معدل التغير السنوي %
1995	222.729		315.2		141.151	
1996	307.179	37.9	329.8	4.6	117.370	-16.8
1997	93.608	-69.5	342.8	3.9	78.057	-33.5
1998	98.557	5.2	316.9	-7.5	145.691	86.6
1999	145.445	47.5	451.8	42.5	448.208	207.6
2000	116.935	-19.6	259.6	-42.2	217.057	-51.5
2001	120.007	2.6	239.3	-7.8	289.030	33.2
2002	123.872	3.2	268.4	12.2	296.084	2.4
2003	168.376	35.9	460.4	71.5	392.737	32.6
2004	190.077	12.8	679.95	47.6	443.773	12.9
2005	181.236	-4.6	801.25	17.8	725.972	63.5
2006	235.356	29.8	1249.07	55.8	776.725	6.9
2007	750.000	218.6	988.33	-20.8	648.823	-16.5
2008	273.000	-63.6	1076.49	8.9	717.173	10.5
2009	420.000	53.8	1901.91	76.6	714.240	-0.4
المتوسطات						
1999-1995		5.2		10.8		60.9
2004-2000		6.9		23.8		26.5
2009-2005		46.8		27.6		12.8
2009-1995		19.6		20.7		33.4
النمو المركب						
2009-1995	4.6		13.7		12.3	

للمدة (1995-2009)

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد الى الملاحق (1,2,3)

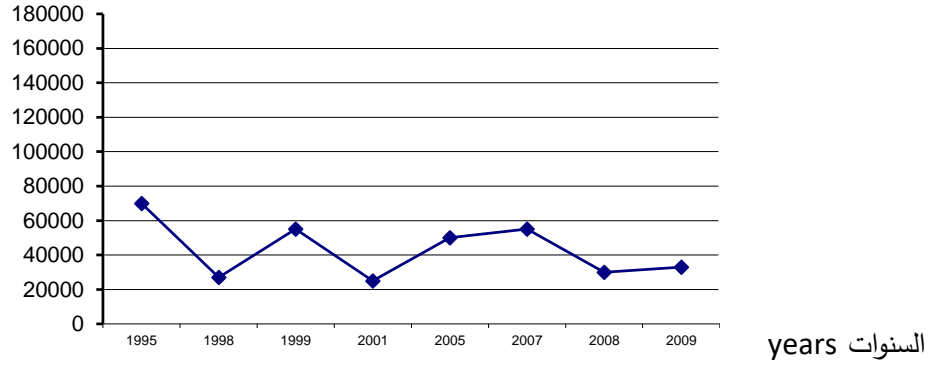
ثالثاً: مؤشر حجم التداول (Trading volume Index)

يعبر هذا المؤشر عن قيم الاسهم التي تم تداولها في قاعة السوق خلال مدة زمنية معينة أي ان هذا المؤشر يعبر عن سيولة السوق المالية . اذ يلاحظ من الجدول (3-7) . ان مؤشر حجم التداول في سوق كوالالمبو للأوراق المالية خلال مدة البحث (1995-2009) . قد ارتفع ليصل (3130.0) ترليون رينغت عام 2009 بمعدل نمو سنوي (4.3%) و تبين خلال مدة

البحث أن مؤشر حجم التداول قد بدأ بالانخفاض في عام 1997 و 1998 على التوالي بمعدل تغير (12.7% و 11.6%) على التوالي . ثم اخذ بالارتفاع تدريجيا من عام 1999 ليلبلغ (4851.2) وبنسبة تغير (216.4%) بعد ان كان (2988.9) عام 1998 . ثم اخذ مؤشر حجم التداول في الارتفاع في المدة الأخيرة ليصل (6690.4) ترليون رينغت عام 2006 وبمعدل تغير سنوي (34.1%) . ثم انخفض عام 2007 و 2008 وبمعدل تغير سنوي بلغ (13% و 47.9%) بسبب الأزمة الأخيرة . ثم ارتفع عام 2009 ليلبلغ (3130.0) ترليون وبمعدل تغير سنوي (3.3%) . في حين كان مؤشر أحجام التداول في سوق جاكارتا للأسهم الشركات المدرجة بلغ (3235.7) ترليون روبية عام 1995 ليصل الى (3678.7) ترليون روبية عام 2009 بمعدل نمو مركوب بلغ (0.9%) . كذلك تظهر الإحصاءات الخاصة بمؤشر حجم التداول لسوق جاكارتا كما في الجدول (3-7) ان مؤشر حجم التداول قد بلغ اعلى حد خلال مدة البحث في عام 2005. اذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة (4060) ترليون روبية وبمعدل تغير سنوي بلغ (64.3%) وكان الحد الأدنى لمؤشر حجم التداول بلغ (120.38) ترليون روبية عام 1998 وبمعدل تغير سنوي (84.1%) . كما تظهر البيانات الواردة في جدول (8-7) أن مؤشر حجم التداول لسوق سينول المالي قد كان ذا اتجاه تصاعدي بالرغم من بعض الانكسارات خلال سنوات البحث اذ بلغ (14954.7) ترليون وان عام 2009 وبمعدل نمو مركب بلغ (18.2%) (بعد ان كان مجمل حجم التداول 14291.3 ترليون وان عام 1995 . ويلاحظ ان أعلى قيمة بلغها المؤشر كانت عام 2007 إذ بلغ (15309.0) ترليون وان وبنسبة تغير بلغت (19.9%)

ويلاحظ من الجدول (3-7) متوسط السنوات لمعدل التغير السنوي للمؤشر حجم التداول في ماليزيا (87.7%) للمدة 1995-1999 وهو اعلى من نظيرتيه أندونيسيا وكوريا الجنوبية بفارق (57%، 84.2%) على التوالي للمدة نفسها . في حين كان متوسط معدل التغير (17.9%) في ماليزيا للمدة 2000-2004 وهو يقل عن نظيرته أندونيسيا بفارق (272.2%) على التوالي للمدة نفسها . ويزيد عن كوريا الجنوبية بفارق (9.3%) كذلك بلغ معدل التغير السنوي في ماليزيا (32.5%) للمدة 2005-2009 وهو يقل عن نظيرتيه أندونيسيا بفارق (21.5%) وكوريا الجنوبية بفارق (11.3%) على التوالي للمدة نفسها ويلاحظ من خلال المدد أن المتوسط السنوي لمعدل التغير بالمدة الأولى 1995-1999 كان أعلى في ماليزيا حيث بلغ (108.3%) في حين كان في المدة الثانية أعلى في أندونيسيا حيث بلغ (24.2%) وفي المدة الثالثة بلغ أعلى مستوى في أندونيسيا إذ بلغ (29.6%).

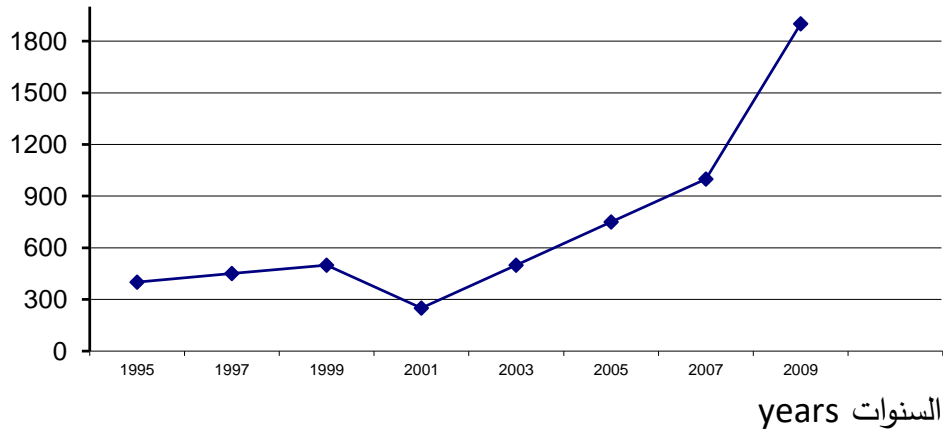
احجام التداول (ترليون روبية)



شكل رقم (3-19)

تطور مؤشر حجم التداول في ماليزيا للمدة (2009-1995)

احجام التداول (ترليون روبية)

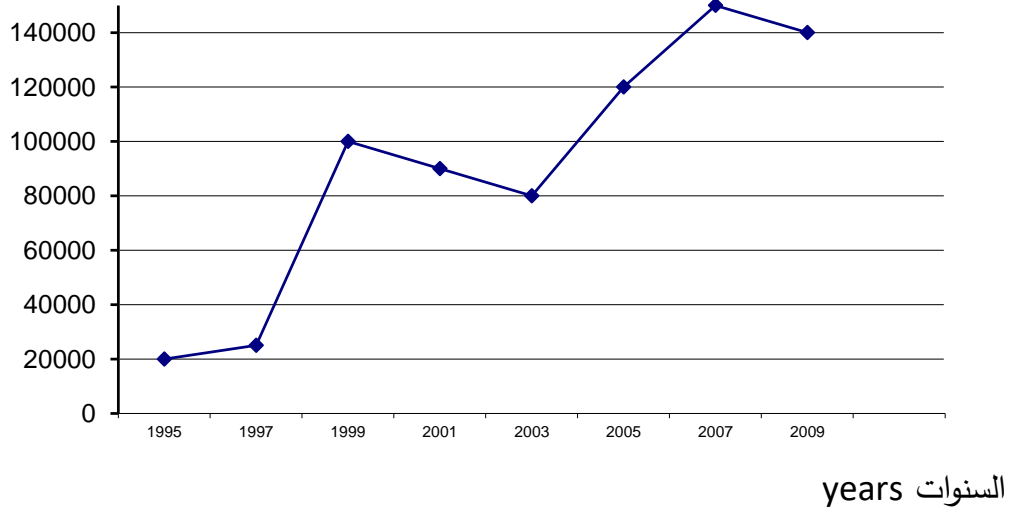


شكل رقم (3-20)

تطور مؤشر حجم التداول في أندونيسيا للمدة (2009-1995)

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-7)

أحجام التداول (ترليون - وان كوري)



شكل رقم (3-21)

تطور أحجام التداول في كوريا الجنوبية للمدة (1995-2009)

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات جدول (3-7)

جدول (7-3)

تطور مؤشر أحجام التداول في سوق كوالالمبور وجاكرتا وسينول

للمدة (1995-2009)

كوريا الجنوبية		أندونيسيا		ماليزيا		
معدل التغير السنوي %	مؤشر حجم التداول ترليون وان	معدل التغير السنوي %	مؤشر احجام التداول ترليون روبية	معدل التغير السنوي %	مؤشر احجام التداول ترليون رينغت	السنوات
	14291.3		323.57		768.22	1995
-0.18	14264.2	208.1	996.8	158.9	1988.9	1996
-20.5	11344.8	-24	757.29	-12.7	1735.68	1997
-7.9	10445.2	-84.1	120.38	-11.6	1532.92	1998
14.6	11973.2	22.8	147.87	216.4	4851.2	1999
0.7	12056.2	563.2	975.2	20.5	5850.0	2000
-24.7	9072.62	-87.5	122.77	-64.4	2077.2	2001
9.1	9898.69	5.7	129.76	32.9	2762.3	2002
-17.7	8138.93	872	1254.3	81.5	5013.5	2003
-10.5	7277.94	96.9	2470	19.4	5987.8	2004
70.1	12381.6	64.3	4060	-16.6	4988.1	2005
3.1	12759.9	9.7	4457	34.1	6690.4	2006
19.9	15309.0	-66.7	1481.2	-13	5820.0	2007
-22.6	11842.4	135.5	3488.0	-47.9	3030.0	2008
26.2	14954.7	5.5	3678.7	3.3	3130.0	2009
						المتوسطات
-3.5		30.7		87.7		1999-1995
-8.6		290.1		17,9		2004-2000
19.3		29.6		-8.02		2009-2005
1.4		116.8		32.5		2009-1995
						النمو المركب
	18.2		0.9		4.3	1999-1995

المصدر: من إعداد الباحث بالأستناد الى الملاحق (1,2,3)

الفصل الرابع

قياس أثر السياسة النقدية في مؤشرات
الأسواق المالية الناشئة

المبحث الأول

أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء
أسواق كوالالمبور وجاكارتا وسيئول

المبحث الثاني

نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في
مؤشرات أداء أسواق كوالالمبور وجاكارتا
وسيئول (دراسة مقارنة)

المبحث الأول:

قياس أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء أسواق كوالالمبور وجاكرتا وسيئول للأوراق المالية

أولاً: قياس أثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق كوالالمبور
للأوراق المالية .

من اجل تقدير وقياس أثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق كوالالمبور
للأوراق المالية . تم إدخال البيانات الخاصة بمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق
كوالالمبور للأوراق المالية على الحاسوب الآلي واستخدمت الصيغة الخطية واللاخطية وكانت
الصيغة اللاخطية (اللوغارتيمية) هي الافضل من خلال اسلوب (stepwise) في تحليل واختيار
أفضل معادلة توضح العلاقة بين المتغيرات النقدية (كمتغيرات مستقلة) ومؤشرات أداء سوق
الاوراق المالية (كمتغيرات معتمدة) وكما يلي. نتائج الصيغة الخطية أنظر ملحق (7).

1 : أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم (y1).

بعد ان تم تقدير واختبار متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم
بالصيغة الخطية واللاخطية تبين ان الصيغة القياسية اللوغارتيمية هي المثلى . واطهر النموذج
الأمثل ان جميع متغيرات السياسة النقدية تؤثر في المتغير التابع (المؤشر العام لأسعار الأسهم
) كما في الجدول (4-1) إذ تدل نتائج الأختبارات الأحصائية الى نجاح النموذج القياسي في
تمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أذ أن (R^2) قد بلغت مايقارب (0.488) وهي
مقدار التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم

مما يعني إن المتغيرات المستقلة (عرض النقد وسعر الصرف والرقم القياسي لاسعار الاسهم)
استطاعت تفسير ما نسبته (0.488) من المتغيرات المؤثرة في المؤشر العام لسوق ماليزيا
للأوراق المالية في حين كانت (0.512) من التغيرات الحاصلة في اسعار الاسهم ترجع الى
عوامل اخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. كما أن الأختبارات الأحصائية تظهر معنوية
المعاملات وقبولها عند تجاوز قيمة t الجدولية المحسبة عند مستوى معنوية (0.05,14) كذلك
يظهر أختبار f معنوية المعادلة عند تجاوز قيمة f المحسبة القيمة الجدولية. كمايشير اختبار
دوربن واتسون (Durbin - Watson) الى خلو النموذج من مشكلة الأرتباط الذاتي بين
المتغيرات العشوائية. كذلك سالبية إشارة معلمة المتغير X3 يمكن أن تفسر أن الاسهم لا تمثل
البديل الوحيد اما المستثمرون الماليزيون فقد يقومون هؤلاء المستثمرين باستبدال اموالهم من
العملات المحلية الرينغت بعملات اخرى كالدولار الامريكي او اليورو . في اطار سوق الصرف

الفصل الرابع أثر السياسة النقدية في مؤشرات الاسواق المالية الناشئة

الاجنبي دون اللجوء الى سوق الاوراق المالية لذا تكون العملات الاجنبية بديلا اسهل وقريبا مقارنة بالاسهم والسندات . الاسهم تمثل حقوقا على موجودات حقيقية تزداد قيمتها مع ارتفاع الاسعار كذلك عائد السهم يساوي العائد المتوقع زائد معدل التضخم.

جدول (1-4)

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق كوالالمبور .
 $Y1=5.481+0.124 X1 -1.622 X3+2.768 X4$

المعلمة	التقدير	R	R2	R الجزئية	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D.W
b0	5.481	0.698	0.488		1.064	1.812	23.81	4.6	2.028
b1	0.124			0.689	3.005				
b3	-1.622			-0.557	2.123				
b4	2.768			0.608	2.419				

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

2: تقدير أثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر القيمة السوقية (y2)

وقد تم تقدير أثر متغيرات السياسة النقدية في هذا المتغير التابع (y_2) بالصيغة الخطية واللاخطية فكانت الصيغة اللوغارتمية هي افضل الصيغ القياسية اذ ان يتضح من الجدول (4-2) ان هناك متغيرين مستقلين (عرض النقد والرقم القياسي لأسعار الاسهم) يؤثران في المتغير التابع (القيمة السوقية y_2) حيث ان معامل التحديد (R^2) بلغ (0.72) مما يؤكد القوة التفسيرية للنموذج القياسي أي أن المتغيران المستقلان يفسران ما نسبته (0.72) من التغير في مؤشر القيمة السوقية في حين ما نسبة (0.28) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية ترجع الى عوامل اخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. كذلك تدل نتائج الاختبارات الإحصائية نجاح النموذج القياسي عند تجاوز قيم (F, T) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05, 12) (0.05, 14) على التوالي مما يؤكد المعنوية للمتغيرين المستقلين الداخليين في النموذج والمعادلة ككل. كما يبين اختبار D-W أن النموذج القياسي لا يعاني مشكلة الارتباط الذاتي بلغت قيمة المحتسبة (2.3) وهي أعلى من الحد الأدنى ($dl=0.83$) والحد الأعلى ($du=1.4$) وهي كذلك اقل من قيمة ($4-du$) وهي منطقة عدم وجود المشكلة وبالغة (2.6). كما أن إشارة المعلمات تتوافق مع الافتراضات الاقتصادية. إذ أن زيادة عرض النقد يؤدي الى زيادة سيولة الافراد فينفقون الاموال على شراء الاوراق المالية ومنها الاسهم فان الطلب الزائد على الاسهم يؤدي الى زيادة قيمتها السوقية كما أن الاسهم تمثل حقوقا على موجودات حقيقية تزداد قيمتها مع ارتفاع مستوى الاسعار العام.

$$y_2 = 50.63 + 8.577 X_1 + 1.97 X_4$$

جدول (2-4)

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق كوالالمبور .

المعلمة	التقدير	R	R2	R	Tالمحتسبة	Tالجدولية	Fالمحتسبة	Fالجدولية	D.W
b0	50.63	0.849	0.72		2.696	1.782	24.25	4.60	2.621
b1	8.577			0.689	4.713				
b4	1.97			0.608	2.964				

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالإعتماد على برنامج (spss).

القيم الجدولية (D.w,f,t) تم الحصول عليها من المصادر.

1- الراوي (1989 : 458 - 456)

2- Draper&smith (1981:165)

3:تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر حجم التداول.

تظهر النتائج ان هناك متغيراً مستقلاً يؤثر في مؤشر حجم التداول في سوق كوالالمبور للاوراق المالية هو متغير سعر الصرف بعد استبعاد المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الاحصائية والقياسية .أذ يظهر الجدول(4-3) تجاوز نتائج الاختبارات الإحصائية عندما تجاوزت قيم (F , T) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 , 13) (0.05 , 14) مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج .ومعنوية المعادلة ككل مقبولة. في حين بلغ معامل التحديد (R^2) (0.379) . اذ تشير الى ان (0.379) من التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول كان سببها التغير في سعر الصرف . بينما (0.621) تعود تغيراتها الى عوامل تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. أستطاع النموذج القياسي تجاوز اختبار (D.W) بنجاح ايضا بعد ان بلغت قيمة المحتسبة (1.909) وهي أعلى من الحد الأدنى (0.95) والحد الأعلى (du=1.23) عند مستوى معنوية (0.05,15) وهي كذلك اقل من قيمة (4-du) والبالغة (2.77). مما يؤكد خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية. كما أن سالبية إشارة معلمة المتغير X_3 وتفسير ذلك ان ارتفاع سعر الصرف يخفض العوائد التي يحصل عليها المستثمرون الاجانب بسبب الانخفاض في أسعار الاسهم والسندات مما يخفض من طلب المستثمرين الأجانب على الموجودات المالية المحلية وبذلك انخفاض معدل او سرعة التداول . وكذلك ارتفاع سعر الصرف ينعكس سلبا خاصة على الشركات المستوردة لأنه يؤدي الى زيادة تكاليف إنتاجها الأمر الذي يؤثر في مبيعاتها وبالتالي إرباحها والذي ينعكس سلبا على أسعار الاسهم الخاص بها وبالتالي معدل التداول .

إذ أن:

$$y_3 = 13.779 - 2.39X_3$$

جدول (4-3)

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر حجم التداول لسوق كوالالمبور المالي .

المعلمة	التقدير	R	R2	R	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D.W
b0	13.779	0.616	0.379		13.20	1.771	7.94	4.6	1.909
b3	-2.393			-0.616	2.818				

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

ثانيا: قياس اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشرات أداء جاكارتا للأوراق المالية

بعد تحليل البيانات الخاصة بمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق جاكارتا للأوراق المالية تم إدخال البيانات على الحاسوب الآلي وبالطريقة الخطية (انظر ملحق (8) و الطريقة اللاخطية . وكانت الصيغة اللوغارتمية المثلى والتي اعتمدت في التحليل القياسي وذلك استنادا الى المعايير الإحصائية والقياسية والاقتصادية .

1: أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الاسهم لسوق جاكارتا (y1) .

أظهرت النتائج الواردة في جدول (4-4) ان هناك متغيرين مستقلين (عرض النقد وسعر الصرف) يؤثران في المؤشر العام لأسعار الاسهم لسوق جاكارتا المالي وبالاستناد الى المعايير الإحصائية والقياسية بعد ان استبعدت المتغيرات المستقلة الأخرى لضعف معنويتها الإحصائية والقياسية. إذ بلغ معامل التحديد (R^2) (0.887) مما يؤكد القوة التفسيرية للنموذج .وهذا يدل على ان المتغيرين (عرض النقد وسعر الصرف) استطاعا تفسير ما نسبة (88.7%) من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الاسهم . ونسبة (11.3%) ترجع تغيراتها إلى عوامل تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. كذلك تجاوز النموذج القياسي الاختبارات الإحصائية بنجاح .عند تجاوز قيم (F , T) المحتسبة عند مستوى معنوية (14, 0.05) (12 , 0.05) القيم الجدولية مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرين المستقلين الداخليين في النموذج ومعنوية المعادلة ككل. كما يبن اختبار (D-W) أن النموذج لايعاني مشكلة الارتباط الذاتي . كما أن سالبية إشارة معلمة المتغير المستقل X3 يمكن تفسير ذلك هو الازمة الاسيوية 1997-1998 وخاصة عند انخفاض قيمة العملة وكذلك انعدام الثقة في تلك الدول .

حيث إن:

$$y1=7.723+1.412 X1-1.353X3$$

جدول (4-4)

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الاسهم لسوق جاكارتا

المعلمة	التقدير	R2	R	r	Tالمحتسبة	Tالجدولية	Fالمحتسبة	Fالجدولية	D.W	p
b0	7.723	0.887	0.942		5.122	1.782	47.15	4.6	1.85	0.00
b1	1.412			0.935	9.137					0.00
b3	1.353			0.855	5.773					0.00

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

2: تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر القيمة السوقية (y2) .
إذ أن :

$$y2=6.896+1.272 X1-1.129X3$$

جدول (5-4)

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق جاكارتا .

المعلمة	التقدير	R	R2	r	Tالمحتسبة	Tالجدولية	Fالمحتسبة	Fالجدولية	D.W
b0	6.896	0.895	0.802		3.543	1.782	24.23	4.6	1.98
b1	1.272			0.878	6.368				
b3	-1.124			-0.730	3.696				

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

أظهرت النتائج الواردة في جدول (5-4) ان هناك متغيرين مستقلين (عرض النقد وسعر الصرف) يؤثران في المتغير التابع (y2). أدببلغ معامل التحديد (R²) (0.802) مما يؤكد القوة التفسيرية العالية للنموذج المقدر. إذ تبين إن (80.2%) من التغيرات الحاصلة في مؤشر القيمة السوقية سببها تغير (X3 , X1) وأن (19.2%) ترجع إلى متغيرات أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. كذلك تدل النتائج على تجاوز الأختبارات الأحصائية عند تجاوز قيم (T , F) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 , 12) (0.05 , 14) على

التوالي . مما يؤكد معنوية المتغيرين المستقلين الاحصائية والقياسية. كما يبين اختبار (D-W) أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي . إما سالبية إشارة معلمة المتغير المستقل فيمكن تفسيرها هو ارتفاع سعر الصرف يؤثر على القدرة التنافسية للشركات الاندونسية. كذلك يؤثر على الشركات وخاصة المستوردة مما ينعكس سلبيا على مؤشر القيمة السوقية .

3: اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر حجم التداول لسوق جاكارتا (y3)

تظهر النتائج في الجدول (4-6) إن هناك متغيراً مستقلاً (الرقم القياسي للأسعار المستهلك) يؤثر في المتغير التابع وتدل النتائج على نجاح الأختبارات الأحصائية والقياسية والأقتصادية . إذ أن (R^2) يظهر أن (0.67) من التأثيرات على المتغير التابع يفسرها المتغير المستقل وأن 0.33 من التأثيرات ترجع الى عوامل تدخل ضمن متغير الخطأ العشوي. كما أن اختبار t يظهر معنوية المعلمة بعد أن تجاوزت قيمة t المحتسبة القيمة الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 , 15). وأن اختبار f يظهر معنوية المعادلة ككل عند تجاوزت قيمة f المحتسبة القيمة الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 , 15,1) . كما بين اختبار (D-W) أن النموذج القياسي لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وحتى إشارة المعلمة تتوافق مع الافتراضات الأقتصادية وتفسير ذلك هو ان الارتفاع في المستوى العام للأسعار يصاحبه ارتفاع في أسعار منتجات الشركات المصدرة للأسهم ثم زيادة العائد النقدي او مقسوم الأرباح للأسهم الأمر الذي يكون دافعا للمستثمرين نحو اقتناء الاسهم ثم ارتفاع حجم التداول . ومن جانب اخر يفسر ان ارتفاع التضخم وبداية فقدان النفوذ لقوتها الشرائية سيدفع المستثمرين الى حماية مدخراتهم النقدية من مخاطر التآكل للقوة الشرائية الامر الذي يكون دافعا باتجاه شراء الاسهم فيزداد حجم التداول وترتفع أسعارها .

$$y3=13.43+1.153X4$$

إذ أن:

جدول (4-6)

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر حجم التداول.

المعنة	التقدير	R	R2	r	Tالمحتسبة	Tالجدولية	Fالمحتسبة	Fالجدولية	D.W	s.g
b0	13.43	0.819	0.670	0.819	12.655	1.771	26.414	4.6	1.65	0.00
b4	1.153									0.000

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

ثالثاً: أثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشرات أداء سيئول للأوراق المالية

بعد تحليل البيانات المعبرة عن متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق سيئول للأوراق المالية على الحاسوب الآلي وبالصيغ الخطية أنظر ملحق (9) والصيغة اللاخطية انه تم اعتماد الصيغة اللوغارتمية المثلى والتي اعتمده في التحليل القياسي.

1 : تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم (y2)

يتضح من الجدول(4-7) ان هناك ثلاث متغيرات مستقلة (سعر الفائدة وسعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك) تؤثر في المتغير التابع (y1) إذ تدل نتائج الأختبارات الأحصائية الى نجاح النموذج القياسي في تمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أذ أن (R²) قد بلغت (0.952) وهي مقدار التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم مما يعني إن المتغيرات المستقلة استطاعت تفسير ما نسبته 95% من التأثيرات على المؤشر العام لسوق سيئول للأوراق المالية في حين أن (0.048) من التغيرات الحاصلة في اسعار الاسهم ترجع الى عوامل اخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. كما أن الأختبارات الأحصائية تظهر معنوية المعلمات وقبولها عند تجاوز قيمة tالجدولية المحتسبة عند مستوى معنوية (0.05, 1-14) كذلك يظهر أختبار f معنوية المعادلة عند تجاوز قيمة f المحتسبة القيمة الجدولية. كما يشير اختبار دوربن واتسون (Durbin – Watson) الى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية. كما أن سالبية إشارة معلمة المتغير X2 تتوافق مع الأفترضات الأقتصادية أذ ان ارتفاع سعر الفائدة يترتب عليه ارتفاع تكلفة أقتراض الشركات الأمر

الفصل الرابع أثر السياسة النقدية في مؤشرات الاسواق المالية الناشئة

الذي يؤثر على ارباح الشركات وبالتالي على أسعار الاسهم أما أشارات المعلمات تم توضيحها في سوق كوالالمبور .

إذ أن

$$y_1 = 4.471 - 0.076 X_2 - 2.164 X_3 + 3.76 X_4$$

جدول (4-7)

نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام للأسعار الأسهم لسوق سيئول

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

المعلمة	التقدير	R	R2	r	Tالمحتسبة	Tالجدولية	Fالمحتسبة	Fالجدولية	D.W
b0	4.471	0.976	0.952		1.586	1.796	72.169	4.60	1.759
b1	-0.076			-0.69	3.166				
b2	-2.164			-0.909	7.234				
b3	3.76			0.948	0.948				

2 : تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر القيمة السوقية (y2) لسوق سينول للأوراق المالية .

يتضح من الجدول (4-8) ان هناك متغيرين مستقلين (سعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك) تؤثران في المتغير التابع (y2). وتدل النتائج الإحصائية والقياسية الى نجاح النموذج القياسي في تمثيل العلاقة بين المتغيرات. إذ أن (R²) يظهر أن (0.879) من التأثيرات على المتغير التابع تفسرها المتغيرات X3,X4 وأن (12.1%) ترجع إلى متغيرات تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي. كما تظهر النتائج تجاوز الاختبارات الإحصائية بنجاح. إذ تجاوزت قيم (F , T) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05, 14) (0.05, 12). مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج والذي يعزز معنوية المعادلة. كما يبين اختبار D-W عند مستوى معنوية (0.05, 15) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات في السلسلة الزمنية. أما أشارات المعلمات تم توضيحها في العلاقة نفسها في سوق كوالالمبور وجاكارتا
إذ أن :

$$y_2 = 0.626 - 0.972 X_3 + 4.315 X_4$$

جدول (4-8)

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق سينول.

المعلمة	التقدير	R	R ²	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D.W
b0	0.626	0.937	0.879		1.166	1.782	43.432	3.781	2.208
b1	-0.972			0.588	2.52				
b2	4.315			0.928	8.617				

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

3 : تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر حجم التداول لسوق سينول للأوراق المالية (y3) .

تظهر النتائج في الجدول (4-9) إن هناك متغيراً مستقلاً (الرقم القياسي للأسعار المستهلك) يؤثر في المتغير التابع وتدل النتائج على نجاح الأختبارات الأحصائية والقياسية والأقتصادية. أذ أن (R^2) يظهر أن (0.440) من التأثيرات على المتغير التابع يفسرها المتغير المستقل وأن 0.56 من التأثيرات ترجع الى عوامل تدخل ضمن متغير الخطأ العشوي. كما أن أختبار t يظهر معنوية المعلمة بعد أن تجاوزت قيمة t المحتسبة القيمة الجدولية عند مستوى معنوية (0.05, 14). وأن أختبار f يظهر معنوية المعادلة ككل عند تجاوز قيمة f المحتسبة القيمة الجدولية عند مستوى معنوية (0.05, 13). كما بين أختبار (D-W) أن النموذج القياسي لايعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وحتى إشارة المعلمة تتوافق مع الافتراضات الأقتصادية وتفسير ذلك أرتفاع التضخم وبداية فقدان النفوذ لقوتها الشرائية سيدفع المستثمرون الى حماية مدخراتهم النقدية من مخاطر التآكل للقوة الشرائية الامر الذي يكون دافعا باتجاه شراء الاسهم فيزداد حجم التداول وترتفع أسعارها .

إذ أن :

جدول (4-9)

$$y_3 = 6.372 + 4.205x_4$$

نتائج تقدير اثر متغيرات السياسة النقدية في مؤشر حجم التداول لسوق سينيول.

المعلمة	التقدير	R	R2	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D.W	r
b0	6.372	0.664	0.440	1.04	1.771	10.23	4.6	1.616	
b1	4.205			3.199					0.64

المصدر : من إعداد الباحث بالأعتماد على مخرجات الحاسبة الألكترونية وبالأعتماد على برنامج (spss).

المبحث الثاني :

نتائج تقدير أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء أسواق كوالالمبور و جاكارتا وسينيول (دراسة مقارنة)

أصبح هناك تصورا واضحا بعد تحليل نتائج تقدير اثر المتغيرات النقدية على مؤشرات سوق الأوراق المالية لجميع الدول المختارة (ماليزيا ، اندونيسيا , كوريا الجنوبية) وبالتالي يعطي فرصة لتوضيح وتحديد تاثير أي متغير من متغيرات السياسة النقدية يتركز تأثيره على مؤشرات سوق الأوراق المالية من بين المتغيرات النقدية وأشدها تأثيرا في مؤشرات الأسواق المالية المختارة ومن ثم يعطينا فرصة لإجراء المقارنة فيما بين الأسواق المختارة من حيث العلاقة بين المتغيرات المستقلة ومؤشرات الأسواق المالية، ويتضمن هذا المبحث الآتي :-

أولاً: نتائج تحليل اثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق ماليزيا للأوراق المالية
ثانياً: نتائج تحليل اثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق أندونيسيا للأوراق المالية
ثالثاً: نتائج تحليل اثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق كوريا الجنوبية للأوراق المالية .
رابعاً: دراسة مقارنة لنتائج اثر المتغيرات النقدية في مؤشرات الأسواق المختارة .

أولاً: نتائج تحليل أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق ماليزيا للأوراق المالية وكما في الجدولين الآتيين:

جدول (4-10)

نتائج تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق ماليزيا المالي .

مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	متغيرات السياسة النقدية
المؤشر العام لأسعار الاسهم y_1	مؤشر عرض النقد (X1)
	مؤشر سعر الصرف (X3)
	مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X4)
مؤشر القيمة السوقية y_2	مؤشر عرض النقد (X1)
	مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X4)
مؤشر حجم التداول y_3	مؤشر سعر الصرف (y3)

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النتائج القياسية

جدول (4-11)

نتائج تحليل تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق ماليزيا للأوراق المالية

المتغير التابع المتغير المستقل	عرض النقد X1	سعر الفائدة X2	سعر الصرف X3	الرقم القياسي لأسعار المستهلك X4
المؤشر العام لأسعار الاسهم	/		/	/
مؤشر القيمة السوقية	/			/
مؤشر حجم التداول			/	

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التقدير .

من الجدول أعلاه يتضح إن متغيرات السياسة النقدية الأربعة قد أثر جميعها في المؤشر العام لأسعار الاسهم وكان تأثير الرقم القياسي لأسعار المستهلك وعرض النقد في الدرجة الأولى وسعر الصرف من حيث تأثير الأول والثاني في المؤشر العام لأسعار الاسهم ومؤشر القيمة السوقية . وجاء تأثير سعر الصرف في نقطتين في المؤشر العام لأسعار الاسهم ومؤشر حجم التداول . وعليه يلاحظ تركيز متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الاسهم.

ثانيا : نتائج تحليل أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق جاكارتا للأوراق

المالية .

جدول (4-12)

نتائج تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق جاكارتا المالي.

متغيرات السياسة النقدية	مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
مؤشر عرض النقد (X1)	المؤشر العام لأسعار الاسهم y_1
مؤشر سعر الصرف (X3)	
مؤشر عرض النقد (X1)	مؤشر القيمة السوقية
مؤشر سعر الصرف (X3)	
الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X4)	مؤشر حجم التداول

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النتائج القياسية .

جدول (4-13)

الفصل الرابع أثر السياسة النقدية في مؤشرات الاسواق المالية الناشئة

نتائج تحليل تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق اندونيسيا للأوراق المالية .

المتغير التابع المتغير المستقل	عرض النقد X1	سعر الفائدة X2	سعر الصرف X3	الرقم القياسي لأسعار المستهلك X4
المؤشر العام لأسعار الاسهم	/		/	
مؤشر القيمة السوقية	/		/	
مؤشر حجم التداول				/

من الجدول أعلاه يتضح ان تأثير متغيرات السياسة النقدية تركز في المؤشر العام لأسعار الاسهم ومؤشر القيمة السوقية من خلال تأثير كل من عرض النقد وسعر الصرف في كلا المؤشرين . اما مؤشر احجام التداول تركز تأثير السياسة النقدية من خلال الرقم القياسي لأسعار المستهلك . وهذا يتفق مع الفرضيات الاقتصادية . لاسيما أن هدف السلطة النقدية تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمحافظة على التضخم عند مستوى منخفض .

ثالثا: نتائج تأثير المتغيرات النقدية في المؤشر أداء سوق سينول للأوراق المالية .

أفرزت النماذج القياسية تأثير المتغيرات النقدية في سوق سيئول للأوراق المالية

وكما في الجدولين الآتيين :

جدول (4-14)

نتائج تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق سيئول المالي.

متغيرات السياسة النقدية	مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X4)	المؤشر العام لأسعار الاسهم y1
مؤشر سعر الفائدة (X2)	
مؤشر سعر الصرف (X3)	
مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X4)	مؤشر القيمة السوقية y2
مؤشر سعر الصرف (X3)	
مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (X4)	مؤشر أحجام التداول y3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النتائج القياسية .

جدول (4-15)

نتائج تحليل تأثير المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء سوق سيئول للأوراق المالية .

المتغير التابع المتغير المستقل	عرض النقد X1	سعر الفائدة X2	سعر الصرف X3	الرقم القياسي لأسعار المستهلك X4
المؤشر العام لأسعار الاسهم		/	/	/
مؤشر القيمة السوقية			/	/
مؤشر حجم التداول				/

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على النتائج القياسية .

من الجدول اعلاه يتبين أن تركيز السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الاسهم أذ أثر كل من (X2,X3,X4) . أما من حيث المتغيرات فكان تأثير الرقم القياسي لأسعار المستهلك هو الاكبر من بين المتغيرات النقدية اذ كان تأثيره في (3) نقاط ومن ثم بعده سعر الصرف في حين اقتصر تأثير سعر الفائدة بنقطة واحدة فقط.

رابعا: دراسة مقارنة لنتائج أثر المتغيرات النقدية في مؤشرات اداء الاسواق المختارة.

بعد تحديد أثر المتغيرات النقدية في الأسواق المختارة (كوالالمبور ، جاكرتا ، سيئول) كما في الجدول (10و12و14) .

الفصل الرابع أثر السياسة النقدية في مؤشرات الاسواق المالية الناشئة

اما من حيث تاثير المتغيرات النقدية في مؤشرات الدول المختارة تباين تاثير المتغيرات في مؤشرات الاداء أذ تبين أن تاثير الرقم القياسي لأسعار المستهلك كان اشد في جميع الدول (6) نقاط ثم سعر الصرف كذلك ب(6) نقاط ثم جاء عرض النقد ب(4) نقاط اما المتغير الاقل تاثير هو سعر الفائدة بنقطة واحدة. وعلية يلاحظ ان متغيرات السياسة النقدية الرئيسية عرض النقد وسعر الفائدة كانت اقل او منعدم التأثير كسعر الفائدة في حين المتغيرات ذات الصلة غير المباشرة كانت اكثر تاثير وهذا ينطبق مع مشكلة البحث بعدم وضوح اثر السياسة النقدية في الاسواق الناشئة كذلك طبيعة ماليزيا واندونيسيا والنظام المالي الاسلامي السائد. انظر الجدول (4-16) .

جدول (4-16)

مقارنة نتائج تحليل اثر المتغيرات النقدية في مؤشرات أداء الأسواق المختارة

	مؤشرات أداء سوق كوالالمبور للأوراق المالية			مؤشرات أداء سوق جاكارتا للأوراق المالية			مؤشرات أداء سوق سيئول للأوراق المالية		
	y1	y2	y3	y1	y2	y3	y1	y2	y3
م.معتمة									
م.مستقلة									
X1	/	/		/	/				
X2							/		
X3	/		/	/	/		/	/	
X4	/	/				/	/	/	/

المصدر : من أعداد الباحث بالاعتماد على جداول (11، 13، 15)

الفصل الخامس:

الأستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول

الأستنتاجات

المبحث الثاني

التوصيات

المبحث الأول:

الاستنتاجات

أولاً: الاستنتاجات العامة: من أبرز الأستنتاجات العامة التي توصل إليها

الباحث هي:

1. للسياسة النقدية أهمية كبيرة ضمن السياسات العامة للدولة بعدها السياسة التي تنظم حركة النقد وتوفره لطالبيه من المستثمرين ورجال الأعمال.
2. للبنوك المركزية دور أساسي في إدارة السياسة النقدية ومن خلال الأدوات الكمية والنوعية التي يمكن استخدامها للتأثير في حجم السيولة حسب متطلبات الاقتصاد الوطني.
3. السياسة النقدية في بعض الحالات تصبح واضحة في بعض الدول بسبب الإدارة المركزية للحكومات التي تفرض هيمنتها المركزية على إدارة السيولة.
4. عدم أكمال بعض مكونات الأسواق المالية الناشئة في بعض الدول وخاصة النامية ومنها دول أسيوية وأخرى عربية.
5. أن الأسواق المالية الناشئة مرت بمراحل تاريخية مختلفة قبل أن تصبح في حالتها النهائية الحالية.
6. تأثر الأسواق المالية بالأزمات التي تحصل في بيئتها الاقتصادية والناجمة أحياناً عن عوامل خارجية كما حصل في دول النمر الأسيوية إنكان سبب الأزمة سحب رؤوس الأموال بشكل مفاجئ مما أدى الى انخفاض العملة المحلية.
7. أن وجود سوق مالية كفؤة يمكن الأقتصاديات الوطنية من ان تلعب دوراً أساسياً في عملية التنمية الأقتصادية.
8. - إن وجود سوق مالية يشجع على تعبئة المدخرات الوطنية ويحفز المدخرين على أستثمار ودائعهم في سوق المال بحثاً عن العائد الأفضل.
9. هناك علاقة وثيقة بين السوق المالية ومستوى ازدهار النشاط الاقتصادي . كونها تمثل احد القنوات المهمة في تجميع الثروات وإدارتها وتوجيهها نحو الاستثمار . لذا تمثل المرآة العاكسة لحالة الوضع الاقتصادي للدولة.

ثانياً - الأستنتاجات الخاصة بالجانب العملي.

1. تفاوت حجم النقد سواء الذي في التداول أو الودائع الجارية من دولة الى أخرى ومن سنة الى أخرى ويعود سبب هذا التفاوت الى حركة النشاط الأقتصادي وموقف المستثمر الأجنبي من عرض النقد.
2. ظهر من التحليل القياسي ان النموذج اللاخطي هو أفضل النماذج تعبيراً عن واقع الأسواق المالية الناشئة لا سيما عند إدخال المتغيرات في النموذج تم الحصول على نتائج واقعية للظاهرة قيد البحث .
3. أظهرت النتائج الإحصائية القياسية المختارة والمعبرة عن مؤشرات سوق كوالالمبور وسوق جاكارتا وسوق سيئول الى وجود علاقة تأثير وارتباط بين مؤشرات أداء الاسواق والتغيرات في سعر الصرف وبشكل عكسي . بسبب ميل الأفراد الى استبدال أرصدهم المحلية بالعملات الأجنبية بدلاً من شراء الأسهم والسندات . عند انخفاض قيمة العملة .
4. أظهرت النتائج القياسية والإحصائية والإقتصادية المعبرة عن مؤشرات أداء سوق كوالالمبور للأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول) الى وجود علاقة تأثير وارتباط بين هذه المؤشرات والتغيرات في عرض النقد وسعر الصرف والرقم القياسي لأسعار الأسهم .
5. أظهرت النتائج القياسية والإقتصادية والإحصائية المختارة والمعبرة عن مؤشر القيمة السوقية وحجم التداول في سوق كوالالمبور للأوراق المالية . الى وجود علاقة تأثير وارتباط بين هذه المؤشرات والتغيرات الحاصلة في سعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك وعرض النقد ، مما يظهر ان الأوراق المالية (خاصة الأسهم) تعد وسيلة تحوط تجاه مخاطر مخاطر التضخم.
6. أظهرت النتائج القياسية والإحصائية المختارة المعبرة عن مؤشرات أداء سوق جاكارتا للأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول) وجود علاقة بين هذه المؤشرات والتغيرات الحاصلة في سعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك .مما يعني عدم تأثير قرارات المتعاملين في سوق جاكارتا للأوراق المالية بتقلب أسعار الفائدة .
7. أظهرت النتائج القياسية والإحصائية والإقتصادية المختارة المعبرة عن مؤشرات أداء سوق سيئول للأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول) وجود علاقة تأثير وارتباط بين مؤشرات الاداء والتغيرات الحاصلة في سعر الفائدة وسعر الصرف

والرقم القياسي لأسعار المستهلك. وهذا يدل على ان زيادة عرض النقد لا تنعكس كأستثمارات في سوق الأوراق . وإنما يوظف الأفراد أموالهم في مجالات أخرى. .8 يظهر من النتائج القياسية والإحصائية ان السياسة النقدية كانت اشد تأثيرا في ماليزيا ثم بعدها كوريا الجنوبية واقل في اندونيسيا.

المبحث الثاني : التوصيات

بالاستناد على أطر التحليل وعلى النتائج الخاصة بموضع البحث أعدت التوصيات الآتية :

1. تطوير الأسواق المالية الناشئة من خلال تطوير شبكة الاتصالات والمعلوماتية وتوسيعها داخل السوق تساعد المستثمرين الاطلاع على الإجراءات التي تستخدمها السلطة النقدية والتي تساعد على اتخاذ القرارات الأستثمارية .
2. تعميق دور البنك المركزي في الرقابة والإشراف على شركات الاستثمار المالي المختلفة في الدولة والأستثمار الأجنبي . وعلى الجهاز المصرفي لتوجيه الجهاز المصرفي باتجاه أهداف البنك المركزي .
3. تطوير الأسواق المالية من خلال قيامها على قاعدة مؤسساتية متينة بحيث تكون هذه الأسواق الناشئة قادرة على استيعاب وتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات الإنتاجية.
4. استمرار السلطة النقدية بمراقبة معدلات التضخم السنوي والحيلولة دون نمو هذه النسبة والعمل على خفضها قدر المستطاع بهدف تخفيف الاستقرار النقدي.
5. على السلطة النقدية الموازنة بين المنافع والآثار السلبية الناتجة عن القرارات النقدية . وصياغة القرارات بما ينسجم ويلئم طبيعة الأسواق المالية . لان السوق يعد جزءاً من الاقتصاد ومرآة عاكسة للواقع الاقتصادي .
6. حتى يكون للبنك المركزي دوراً اكبر في التأثير في الأسواق الناشئة . لابد من الحد من نسبة العملة في تكوين عرض النقد عن طريق تشجيع التعامل بالحسابات الجارية وتطوير السوقين النقدية والمالية . وهذا يتطلب التنسيق بين السلطة النقدية والسلطات المالية والمؤسسات العامة مع الجهاز المصرفي والمتضمن المصارف التجارية والمؤسسات العامة مع الجهاز المصرفي والمتضمن المصارف التجارية الحكومية والخاصة .

7. هذه الدروس يمكن أن تكون برامج عمل للقائمين على شؤون سوق العراق المالية . لتطوير السوق المالية وتحسين كفاءة السوق ورفع مستوى النشاط الاقتصادي وزيادة الأفضاح والشفافية الخاصة باصدار البيانات المتعلقة باداء الجهات المصدرة للاوراق المالية . وتطوير شبكة الاتصالات والمعلوماتية داخل السوق وذلك من اجل زيادة جاذبية الاستثمار في السوق المالية العراقية في المستقبل وهذا يساعد في دعم وتشجيع النشاط الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي . والتنسيق بين السلطة النقدية والسوق المالية لتجنب الإجراءات التي تؤدي الى حدوث ازمات في المستقبل .

الملاحق

ملحق(1)

. متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات اداء سوق كوالالمبور للاوراق المالية للمدة
(2009 -1995)

السنوات	عرض النقد بالمعنى الضيق x1	سعر الفائدة على الودائع الثابتة x2%	سعر صرف الرينت /الدولار x3	الرقم القياسي للاسعار للمستهلك x4	المؤشر العام للاسعار الاسهم y1	مؤشر القيمة السوقية y2	مؤشر احجام التداول y3
1995	63,594	6.01	2.50	82.7	995.2	222.729	768.22
1996	74,182	7.70	2.51	88.6	1238	307.179	1988.9
1997	82,840	3.21	2.75	91.2	594.4	93.608	1735.68
1998	57,605	8.51	3.08	95.9	586.1	98.557	1532.92
1999	74,500	4.12	3.800	98.0	812.3	145.445	4851.2
2000	78,216	3.36	3.800	100.0	679.6	116.935	5850.0
2001	78,374	3.37	3.800	101.4	696.1	120.007	2077.2
2002	89,072	3.21	3.800	103.3	646.3	123.872	2762.3
2003	102,104	3.07	3.800	104.3	793.9	168.376	5013.5
2004	114,269	3.00	3.800	105.9	907.4	190.077	5987.8
2005	124,023	3.00	3.78	109.5	899.8	181.236	4988.1
2006	141,124	3.15	3.57	112.9	1096.2	235.356	6690.4
2007	169,007	3.16	3.59	115.6	1430	750.000	5820.0
2008	182,839	3.10	3.30	119.0	515	273.000	3030.0
2009	183,845	3.14	3.45	122.2	799	420.000	3130.0

Source:

1 - international finance corporation (ifc) .emerging stock markets .fact book,various years..

2-international monetary fund (imf) .financial statistics (ifs).various numbers

3- Bursa Malaysia annual reports. .

4-www.statistics.gov.my

ملحق (2)

. متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات أداء سوق جاكرتا للاوراق المالية للمدة

(1995- 2009)

السنوات	عرض النقد بالمعنى الضيق x1	سعر الفائدة على الودائع الثابتة x2%	سعر صرف الروبية /الدولار x3	الرقم القياسي للاسعار المستهلك x4	المؤشر العام للاسعار الاسهم y1	مؤشر القيمة السوقية y2	مؤشر احجام التداول y3
1995	47,135	16.7	2.308	44.0	513.84	315.2	120.38
1996	52,652	17.2	2.383	48.7	637.43	329.8	996.8
1997	69,785	20.0	4.650	50.7	401.71	342.8	757.29
1998	101,197	39.0	8.025	80.0	398.03	316.9	120.38
1999	124,633	25.7	7.085	96.4	676.92	451.8	147.87
2000	162,186	12.5	9.595	100.0	416.32	259.6	975.2
2001	177,731	15.4	10.400	111.5	392.03	239.3	122.77
2002	191,939	15.5	8.940	124.7	424.94	268.4	129.76
2003	223,799	10.5	8.465	133.0	679.3	460.4	1254.3
2004	245,949	6.4	9.290	141.3	1000.23	679.95	2470
2005	269,971	8.0	9.830	156.0	1162.63	801.25	4060
2006	346,492	11.4	9.020	176.0	1805.52	1249.07	4457
2007	438,460	8.5	9.410	185.5	2745.83	988.33	1481.2
2008	425,847	10.7	9.420	194.2	1699.45	1076.49	3488
2009	377,915	8.99	9.283	203.7	2026.78	1901.91	3678.7

Source:

1-international finance corporation (ifc) .emerging stock markets .fact book,various years

2-international monetary fund (imf) .financial statistics (ifs).various numbers

3- Jakarta Composite index (jse)

4- المكتب المركزي للإحصاء للجمهورية اندونيسيا

Bpshq @bps .go .id

5- Jakarta stock exchange of annual report pdf

ملحق(3)

. متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات اداء سوق سيئول للاوراق المالية للمدة

(2009 -1995)

السنوات	عرض النقد بالمعنى الضيق x1	سعر الفائدة على الودائع الثابتة x2%	سعر صرف الوان /الدولار x3	الرقم القياسي للاسعار x4المستهلك	المؤشر العام للاسعار الاسهم y1	مؤشر القيمة السوقية y2	مؤشر احجام التداول y3
1995	38,873	4.07	774.70	78.7	549.3	141.151	14291.3
1996	39,542	7.28	844.20	84.6	334.1	117.370	14264.2
1997	35,036	6.8	1695.0	87.9	102.3	78.057	11344.8
1998	35,585	13.3	1204.0	97.0	223.8	145.691	10445.2
1999	44,375	7.9	1138.0	97.8	470.8	448.208	11973.2
2000	46,997	7.9	1264.5	100.0	202.7	217.057	12056.23
2001	53,506	5.8	1313.5	104.1	419.3	289.030	9072.62
2002	63,161	4.9	1186.2	106.9	627.6	296.084	9898.69
2003	65,481	4.3	1192.6	110.7	810.7	392.737	8138.93
2004	68,423	3.9	1035.1	114.7	895.9	443.773	7277.94
2005	77,274	3.7	1011.6	117.8	1379.4	725.972	12381.6
2006	85,831	4.5	929.80	120.5	1434.5	776.725	12759.9
2007	80,634	4.9	936.60	123.2	1734.9	648.823	15309.0
2008	81,246	5.8	1259.5	126.5	1520.3	717.173	11842.4
2009	82,570	5.97	1244.9	130.6	1435.92	714.240	14954.7

Source :

1-international finance corporation (ifc) .emerging stock markets .fact book,various years

2-international monetary fund (imf) .financial statistics (ifs).various numbers

3-Kospi composite index (ksi)

4-bank of korea (www.bok.or.kr)5- national statistical office (www.nso.go.kr)

ملحق (4)

المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشرات أداء سوق ماليزيا للاوراق
المالية

اولا: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشر القيمة السوقية

Partial correlation	S.g/p	T	B	المتغيرات
0.583	0.348	2.269	0.539	X2
-0.457	0.396	-1.624	-0.364	X3

ثانيا: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشر حجم التداول

Partial correlation	S.g/p	T	B	المتغيرات
0.141	0.252	0.451	0.109	X1
-0.337	0.161	-1.134	-0.320	X2
-0.103	0.039	-0.326	-0.094	X4

ملحق (5)

المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشرات أداء سوق جاكارتا للاوراق
المالية

اولا: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في المؤشر العام للاسعار الاسهم

المتغيرات	B	T	S.g/p	Partial correlation
X2	0.020	1.722	0.116	0.478
X4	-0.133	-0.131	0.898	-0.042

ثانيا: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشر القيمة السوقية

المتغيرات	B	T	S.g/p	Partial correlation
X2	0.290	-0.681	0.165	0.409
X4	0.310	-0.803	0.779	0.086

ثالثا: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشر حجم التداول

المتغيرات	B	T	S.g/p	Partial correlation
X1	0.172	-0.140	0.891	0.040
X2	-0.037	-0.181	0.859	-0.052
X3	-0.057	-0.183	0.858	-0.053

ملحق (6)

المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشرات أداء سوق سيئول للاوراق المالية .

أولاً: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في المؤشر العام للاسعار الاسهم .

Partial correlation	S.g/p	T	B	المتغيرات
0.053	0.871	0.166	0.014	X1

ثانياً: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشر القيمة السوقية .

Partial correlation	S.g/p	T	B	المتغيرات
0.166	0.570	0.584	0.079	X1
-0.408	0.148	-1.548	-0.180	X2

ثالثاً: المتغيرات النقدية المستبعدة من التأثير في مؤشر حجم التداول .

Partial correlation	S.g/p	T	B	المتغيرات
-0.036	0.903	-0.125	-0.030	X1
0.059	0.840	0.206	0.046	X2
0.588	0.588	0.557	0.120	X4

ملحق (7)

نتائج الطريقة الخطية لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق ماليزيا للاوراق المالية

نتائج تقدير متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لاسعار الاسهم لسوق ماليزيا المالية

$$Y1 = 862.36 + 19.305x1 + 126.28x2 - 108.269x3 - 1.975x4$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	862.36	0.93	0.86		7.867	1.812	16.348	3.12	2.059
b1	19.305			0.928	4.599				
b2	126.28			0.812	0.966				
b3	-108.269			-0.517	-1.911				
b4	-1.975			-0.902	-0.216				

نتائج تقدير اثر المتغيرات النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق ماليزيا المالية

$$y2 = 14219.7 + 8577.011x1 - 19702.2x4$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	14219.7	0.84	0.72		2.713	1.782	12.92	3.78	1.738
b1	8577.011			0.811	1.390				
b4	-19702.2			-0.68	-2.964				

نتائج تقدير متغيرات السياسة النقدية في مؤشر احجام التداول لسوق ماليزيا المالية

$$Y3 = 285935.2 - 65111.72x3$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	285935.2	0.71	0.50		4.28	1.771	11.16	4.6	1.74
b3	-65111.72			-0.41	-3.341				

ملحق (8)

نتائج الطريقة الخطية لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق أندونيسيا للاوراق المالية

نتائج تقدير تأثير متغيرات السياسة النقدية على المؤشر العام لاسعار الاسهم لسوق
اندونيسيا

$$Y1=7.723+1.412x1- 1.353x3$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	-7.723	0.94	0.88		-5.12	1.782	47.15	3.78	1.085
b1	1.412			-0.935	9.13				
b3	-1.353			-0.855	-5.72				

نتائج تقدير تأثير متغيرات السياسة النقدية على مؤشر القيمة السوقية لسوق اندونيسيا

$$Y2= 6.896+ 1.272x1- 1.129x3$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	-6.896	0.89 5	0.80 2		3.543	1.782	24.34	3.78	1.098
b1	1.272			0.878	6.368				
b3	-1.124			0.730 -	-3.696				

نتائج تقدير تأثير متغيرات السياسة النقدية على مؤشر حجم التداول لسوق اندونيسيا

$$Y3= 13.430+1.153x4$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	13.43	0.819	0.67		12.655	1.771	26.414	4.6	1.65
b4	1.153			0.584	5.139				

ملحق (9)

نتائج الطريقة الخطية لمتغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق كوريا الجنوبية للاوراق المالية

نتائج تقدير متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لاسعار الاسهم لسوق سيؤل

$$Y1= 90.619+24.7x1- 0.524x3$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	-90.619	0.68	0.46		-0.272	1.782	68.7	3.78	1.75
b1	24.7			0.502	9.527				
b3	-0.524			0.438	-2.430				
				-					

نتائج تقدير اثر المتغيرات النقدية في مؤشر القيمة السوقية لسوق سيؤل

$$y2= 1.501 +2126.28x4$$

نتائج تقدير متغيرات السياسة النقدية في مؤشر احجام التداول لسوق سيؤل

$$Y3=3259.37+12381.25x1$$

b0	-1.501	0.68	0.46		-2.217	1.771	11.46	4.6	1.609
b4	2126.28			.0.41	3.386				

نتائج تقدير متغيرات السياسة النقدية في مؤشر احجام التداول لسوق سيؤل

$$Y3=3259.37+12381.25x1$$

المعلمة	التقدير	R	R2	r	T المحتسبة	T الجدولية	F المحتسبة	F الجدولية	D .w
b0	-3259.37	0.93	0.87		-4.031	1.771	90.8	4.6	1.085
b1	12381.25			0.52	9.52				

المصادر

والمراجع

المصادر والمراجع

أولاً: المصادر باللغة العربية:

القرآن الكريم .

أ- الكتب.

1. أبو زيد , محمد المبروك: التحليل المالي لشركات واسواق مالية ،ط2، دار المريخ ، الرياض ، 2009 .
2. أبو السعود ,محمد فوزي: مقدمة في الاقتصاد الكلي ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2004.
3. أجتيل ,انتوى فان : قرن الاسواق الناشئة (تكيف تستولي سلالة جديدة من الشركات العالمية على العالم)،ط1 ، مكتبة الجريد ، الرياض ، 2008.
4. أسماعيل , عبد الفتاح ,السيد ، حنفي ,عبد الغفار : الأسواق المالية (أسواق راس المال) البورصات ، البنوك ، صناديق الاستثمار ، الدارالجامعية ، الاسكندرية ، 2009.
5. التميمي , ارشد فؤاد ,أسلام, أسامة عزمي : الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة ، عمان ، 2004.
6. الجميل, سرمد كوكب : التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات ، الدار الجامعية ، الموصل ، 2002 .
7. الجنابي , هيل عجمي جميل ، أرسلان , رمزي ياسين : النقود والمصارف ، النظرية النقدية ، ط1 ، دار وائل ، عمان ، 2009.
8. جوارتيني ,جيمس , أستروب, ريجارد : الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص ، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن ود.عبد العظيم محمد ، دار المريخ ، الرياض ، 1999 .
9. جودة, صلاح السيد : بورصة الأوراق المالية (علميا وعمليا) ، ط1 ، مطبعة الإشعاع ، مصر ، 2000.
10. الحناوي , محمد صالح ، العبد ,جلال أبراهيم : بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2005
11. حيدر, فاخر عبد الستار : التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي ، دار المريخ ، الرياض ، 2002 .

12. حنفي , عبد الغفار ، قرياقص ,رسمية : أسواق المال وتمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ،2005 .
13. خريس ,جمال ، ابو خضير , ايمن ، خصاونة ,عماد : النقود والبنوك ، ط1 ، دار الميسرة ، عمان ، 2002.
14. خلف , فليح حسن : الأسواق المالية النقدية ، ط1 ، عالم الكتب الحديثة ، عمان ، الاردن ، 2006 .
15. خليل , سامي : اقتصاديات النقود والبنوك ، دار النهضة العربية ، القاهرة، 2002.
16. الداغر , محمود محمد : الأسواق المالية (مؤسسات - اوراق - بورصات) ، الطبعة الأولى ، دار الشروق ، عمان ، 2005 .
17. الدليمي ,عوض فاضل اسماعيل ، النقود والبنوك ، دار الحكمة ، الموصل 1990.
18. السامرائي ,ديسرى ,الدوري, زكريا ،: البنوك المركزية والسياسات الاقتصادية ، دار اليازوري ، عمان ، 2006.
19. الراوي ,خاشع محمود : المدخل الى الاحصاء ، كلية الزراعة ، جامعة الموصل ، 1989.
20. الرفاعي , غالب عوض ، بلعرب ,عبد الحفيظ: اقتصاديات النقود والبنوك ، الجزء الاول (الأساسيات) ، ط1 ، دار وائل ، عمان ، 2002.
21. رمضان, زياد : مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي) ، ط2 ، دار وائل ، عمان ، 2002.
22. السيد علي ,عبد المنعم: اقتصاديات النقود والمصارف في النظم الرأسمالية والاشتراكية والاقطار النامية مع اشارة خاصة الى العراق , الجامعة المستنصرية ، بغداد ، 1986.
23. السيد علي ,عبد المنعم ، العيسى ,نزار سعد الدين : النقود والمصارف والاسواق المالية ، مكتبة حامد ، عمان ، 2003.
24. سيجيل, باري: النقود والبنوك والاقتصاد وجهة نظر التفريق ، ترجمة د.طه عبد الله منصور ، ود.عبد الفتاح عبد الرحمن ، ود.محمد إبراهيم منصور ، دار المريخ ، الرياض، 1987.
25. السيسي, صلاح الدين حسن: قضايا اقتصادية معاصرة (دراسات نظرية وتطبيقية ، مكتبة دار الآداب ، الإمارات ، 1998.
26. السيفوور, وليد اسماعيل ، أحمد محمد مشعل : الاقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتطبيق ، ط1 ، دار مجدلاوي ، عمان ، 2003.

27. الشبلي, محمد ابراهيم ، الشبلي, طارق ابراهيم : مقدمة في الأسواق المالية والنقدية ، ط1 ، 2000.
28. الشراح, رمضان : البنوك المتخصصة لدول الخليج العربي ، ط1 ، مكتبة الفلاح ، الكويت ، 1999.
29. الشمري , صادق راشد : إدارة المصارف (الواقع والتطبيقات العملية) ، ط1 ، مطبعة الفرح ، بغداد ، 2008 .
30. الشمري , ناظم محمد نوري : النقود والمصارف ، ط1, جامعة الموصل ، 1998.
31. طاهر , عبد الله, خليل, وموفق على : النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار يزيد للطباعة والنشر، عمان، 2004.
32. العامري, محمد علي ابراهيم : الادارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار المناهج ، عمان ، 2007 .
33. العاني , عماد محمد علي : اندماج الأسواق المالية الدولية (اسبابه وانعكاسه على الاقتصاد العالمي) ، ط1 ، بيت الحكمة ، بغداد ، 2002.
34. العيساوي , عبد الكريم جابر : التمويل الدولي مدخل حديث ، ط1 ، بغداد ، 2008.
35. عبد الله , خالد امين ، الطراد, اسماعيل ابراهيم : إدارة العمليات المصرفية -- المحلية والدولية ، ط1 ، دار وائل ، عمان ، 2006 .
36. عوض الله, زينب , الفولي , أسامة محمد, : اقتصاديات النفوذ والتمويل ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005 .
37. القرشي , محمد صالح : اقتصاديات النقود والبنوك ، ط1 ، دار الاثراء ، عمان ، 2009.
38. القرشي , مدحت محمد : التنمية الاقتصادية (نظريات وسياسات وموضوعات)، ط1 ، دار وائل ، عمان ، 2007 .
39. كامل , أسامة , حامد, عبد الغني : النقود والبنوك ، مؤسسة لورد العالمية ، البحرين ، 2006. احمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، جامعة القاهرة ، 1998.
40. ماير , توماس ، دوسيوثري , جيمس ، ورويد, ستاليد : النقود والبنوك والاقتصاد ، ترجمة السيد احمد عبد الخالق ، واحمد بديع بليح ، دار المريخ ، الرياض ، 2002.
41. محمد , حاكم محسن : الازمة المالية العالمية الاسباب والمضامين والتداعيات ، ط1 ، النجف ، 2009.
42. مزنان, نصر محمود: اثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية ، ط1 ، دار صفاء ، عمان ، 2009.

43. موسى, شقيري نوري, وآخرون : المؤسسات المالية المحلية والدولية ، ط1 ، دار الميسرة ، عمان ، 2009.
44. النقاش ,غازي عبد الرزاق: التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية ، ط2 ، دار وائل ، عمان ، 2001.
45. هندي , منير ابراهيم : إدارة الأسواق والمنشأة المالية ، دار المعارف ، الاسكندرية ، 2002 ،
46. هندي, منير أبراهيم: إدارة المخاطر بإستخدام التوريق والمشتقات , الجزء الأول, ط1 , منشأة المعارف, الإسكندرية, 2006.
47. يحيى , وداد يونس : النظرية النقدية (النظريات - المؤسسات - السياسات) دار الكتب ، جامعة الموصل ، 2001

ج- البحوث والدراسات.

1. بلميهوب ,أسماء: العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة (حالة سوق ماليزيا وكوريا الجنوبية) ، اقتصاد دولي ، جامعة اسطيف ، 2004.
2. حسون , ياسر ، زهرة, شادي احمد : الأسواق الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني ، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العملية ، المجلد 27، العدد1 ، 2005.
3. الزغبى , بشير : تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال المدة (1978-1998) ، مجلة دراسات العلوم الإدارية ، المجلد 27، 2002.
4. سعيد , قحطان عبد : الازمة المالية الاسيوية 1997 ... الازمة المالية العالمية 2008 (الاسباب ، الاثار ، الدروس المستفادة ، دراسة مقارنة) . مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، الجامعة ، العدد 21 ، 2009.
5. الصادق ,علي توفيق, وآخرون : السياسات النقدية في البلدان العربية (النظرية والتطبيق) ، صندوق النقد العربي ، معهد السياسات الاقتصادية ، العدد 2/، ابوظبي ، 1996.
6. الكراسنة , إبراهيم : إرشادات في تقييم الأسهم والسندات ، معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي ، ابو ظبي ، 2005.

د- الرسائل والاطاريح

1. آل طعمة ,حيدر حسين احمد: تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية (مصر حالة دراسية للمدة 1991-2005) ، رسالة ماجستير في الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2007 .
2. البياتي ,عدنان كريم فرهاد : علاقة المصارف الإسلامية في البنوك المركزية دراسة اقتصادية لجذور العلاقة وسبيل تكيفها مع إشارة إلى عينة من المصارف الإسلامية ، رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة تكريت ، 2009 .
3. الجنابي ,جاسم محمد : الاستثمارات الأجنبية وعلاقتها بالأزمة المالية في اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2000 .
4. الجنابي ,نبيل مهدي كاظم: العلاقة بين تقلبات أسعار الأسهم والتضخم والتوقعات في أسواق أسهم ناشئة مختارة، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة القادسية ، 2005 .
5. الخزرجي ,بشرى عاشور جاسم : الاقتصاديات النامية بين الأزمات المالية وتحديات الإصلاح الاقتصادي ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2000 .
6. الخفاجي ,علي جبران عبد علي : تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحافظ الكفوءة في أسواق الأسهم الناشئة ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2006 .
7. الخيكاني ,نزار كاظم صباح : إمكانات السياستين النقدية والمالية في التأثير على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية - مصر واليابان - دراسة حالة ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة ، 2008 .
8. الربيعي ,علي مهدي داوود : التحليل الاقتصادي لمؤشرات التنمية المستدامة في بلدان أسيوية مختارة ، رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ، 2009 .
9. الدعيمي ,عباس كاظم جاسم : اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشر أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة للمدة 1990-2006) ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة ، 2008 .
10. الدوري ,محمد عماد عبد العزيز: إمكانيات التكامل بين الأسواق المالية في دول الخليج ، رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة تكريت ، 2009 .

11. المندلأوي ,عباس يحيى خضر : إمكانيات السياسة النقدية في تشجيع الاستثمار المحلي في العراق للمدة (1980-2003) ، رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2004.
12. المولى ,أيمان عبد المطلب حسن : تأثير السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال في مجموعة من الدول العربية للفترة 1994-2001 ، رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الموصل، 2004.
13. ثويني ,فلاح حسن : دور البنك المركزي في تحقيق التوازن الاقتصادي ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، 2001.

ثانياً: المصادر الأجنبية Foreign Reference

A- Books

1. Alan.Auerbach & Laurence .Kdifaff: Macro economies and integer rated Approach , 2nd edition the press comb ridge , mass a chuseits .London , 1998.

2. Anthony Saunders & Marcia Million coruett:financial institutions management , 6th edition , Mc graw –Hill companies , now York , Inc , 2008 .
3. Anthony Saunders & Marcia Million coruett: fundamentals of financial Institutions management ,New York , Mc graw –Hill companies , 1999.
4. Chares .Jone : Investment analysis and management , 5th edition , New York , john Wiley & sons , 2000.
5. David . Sutton : under standing the stock market , probes publishing , New York , 1989.
6. David B. Oliver : Macro economics , prentice Hall , USA , New jersey , 1994 .
7. Edwin . Eltona & marting .Groper : Modern portfolio theory and Investment analysis , 5th edition CM Graw – Hill , New York , Inc , 1995 .
8. Frederic's . Mishkin : The economics of money , Banking and financial market , 6th edition New York , 2001 .
9. Foryen , Richard : Macro economics theories and policies , 6th edition , preutice Hall , New York , 1998.
10. Richard ,Froyen : Macro economics tneories and policies , 5th edition , university of north Carolina at chapel , Hill , New York , 1995.
11. Frederic's . Mishkin : the economics of money , Banking and financial markets , 8th edition , Columbia university , New York , 2007 .

12. Gitman & . Lawrence : Managerial finance , 12th edition , Sandiego university , USA, 2006.

13 .Lawrence S. Ritter & William L. Silber : Principles of money , Banking and financial Markets , 6th edition , new York , Inc, 1988

14. Lloyd B. Thomas : Money banking and financial markets , print of united states , 2006.

15. Lawrence s. Ritter & William L. silber : principles of money , Banking and financial markets , 3th edition , new York , Inc, 1980.

16. Mark Griublatt & seridan : financial markets and corporate strategy . International edition , the Mc Graw- Hill companies , USA , 1998.

17. N.R Draper & Smith .H: Applied Regression analysis , john wiley and sons , New York , 1981 .

18.Peters – rose & Sylvia . Hudgins : Band management and financial services ,New York , Mc graw –Hill companies , Inc ,2005.

19. .Samuelson Paula &. Nord hans William D: (Economics) , 19th edition , Mc Graw – Hill Education (Asia) , 2005 .

20. Peter . Howells & Keith Bain : financial Institutions and corporate strategy , International edition , Mc graw –Hill companies , USA ,1987.

21. pilbeam keith: finance & financial markets, third edition , New York, 2010
22. R. Glenn Hubbard : Money the financial system , 6th edition , Columbia university , New York , 2008.
23. Rose , S. Peter : Money and capital market , 10th edition , MC- Graw –Hill ,Irwin , USA , 2008.
24. Rose , S. peter: Commercial bank management , 5th edition , MC- Graw –Hill ,Irwin , USA , 2002.
25. Robert A. Huguen : Modern Investment Theory , 5th edition , Hall International , USA , 2001 .
26. Stephen L. Slavin : economics , 6th edition MC Graw – Hill , Irwin , New York , 2002 .
27. Stephen A . Ross and Randolph : Essentials of corporate finance , 4th edition , w. wester field . MC Graw – Hill , Irwin , New York , INC, 2004
28. Suraj B. Gupta : Monetary Economics , Del –Hill , Companies LTD, 1996.
29. Solnik , Bruno : International Investment , 4th edition , Addison Wesley Longman , INC, 2002 .
30. Thomas mayer & other : Money , Bonking and the economy , ww.Norton , Hill company , New York , 2006.
31. Walfim : Fixing global finance , the john Hopkins university press Maryland , 2008 .
32. Warren . j. Samuels : Reviewed for economic History , 7th edition , London , picking , 2003.

33. Zvi Bodie & Alex Kane & Alan j. Marcus : Essential of Investments , 7th edition , MC Graw –Hill companies , New York , INC , 2008.

B- Researcher , Articles & Studies

1. Florin Bilbiie & Roland Straub: Asset market participation Monetary policy Rules and Great Inflation , IMF , work paper , 2006 .
2. Gerald . Jensen & Jeffery M. Mercer : Security market and content of Monetary policy turning , IMF, Work paper , 2006 .
3. Koiva , Tunli : Financial sector development Affect economic growth , Bank of Finland , 2002 .
4. Khalid . Al- Bassm & Eid Al-Juhai : The Impact of some major Economic variable on the Saudia stock market in Dev, An empirical study Economic horizons ,1997.
5. Lawrence , Dake : Accessing emerging stock market , prerequisites for International Investors , the journal Investing , summer , 1993 .
6. Michael , Joyce & Jonathan . Rellen & steffen Sorensen : Measuring Monetary policy Expectations from financial market Instruments , European center Bank . <http://www.ecb-Europaeu,workpapaer .com> 2008
7. Muzafarsha Habibullah & Ahmad Zubaidi Baharum shah : stock market and economic Activity , A causal analysis working paper , university putra Malaysia , 2000.

8. Pekert , Geert : Market Integra fion and Investment Barrie sin emerging Equity markets , world Band Economic , 2001.
9. Philipe Muller & mark zelmer : Greater Trans parency In monetary policy Impaction financial Markets , Bank Canada , work popper , 1999.
10. Rosslevine & sara zervos : stock market , banks and Economic growth , world bank , work papers , 1996 .
11. Stulz , Rene. M. : Globalization of Equality Market and the cost of capital , The ohio university , 1999.
12. Talmur Baig & Kumar : Fiscal and monetary nexasin emerging market economics , IMF, Work paper , 2006
13. Vishny . Robert W. : Lawand finance , Jourua of political Economy , v. [http/ www.jestor.org](http://www.jestor.org) , 2003.

C- Reports .

1. IMF , International financial statistic (IFS) , various numbers.
2. International financing corporation (Ifc) Emerging stock Markets , fact book , various number .

D- Internet:

1- المكتب المركزي للإحصاء لجمهورية اندونيسيا 2009

b pshy@ 6ps-go-id

2- www.russel.com

3- Bursa Malaysia annual reports.

4- Kospo Composite Index (KSI).

5- Bank of Korea (www.bok.or.kv).

6- National statistical office (www.nso.go.kv).

7- Jakarta composite index (Jse).

8- www.statistics.gov.my .

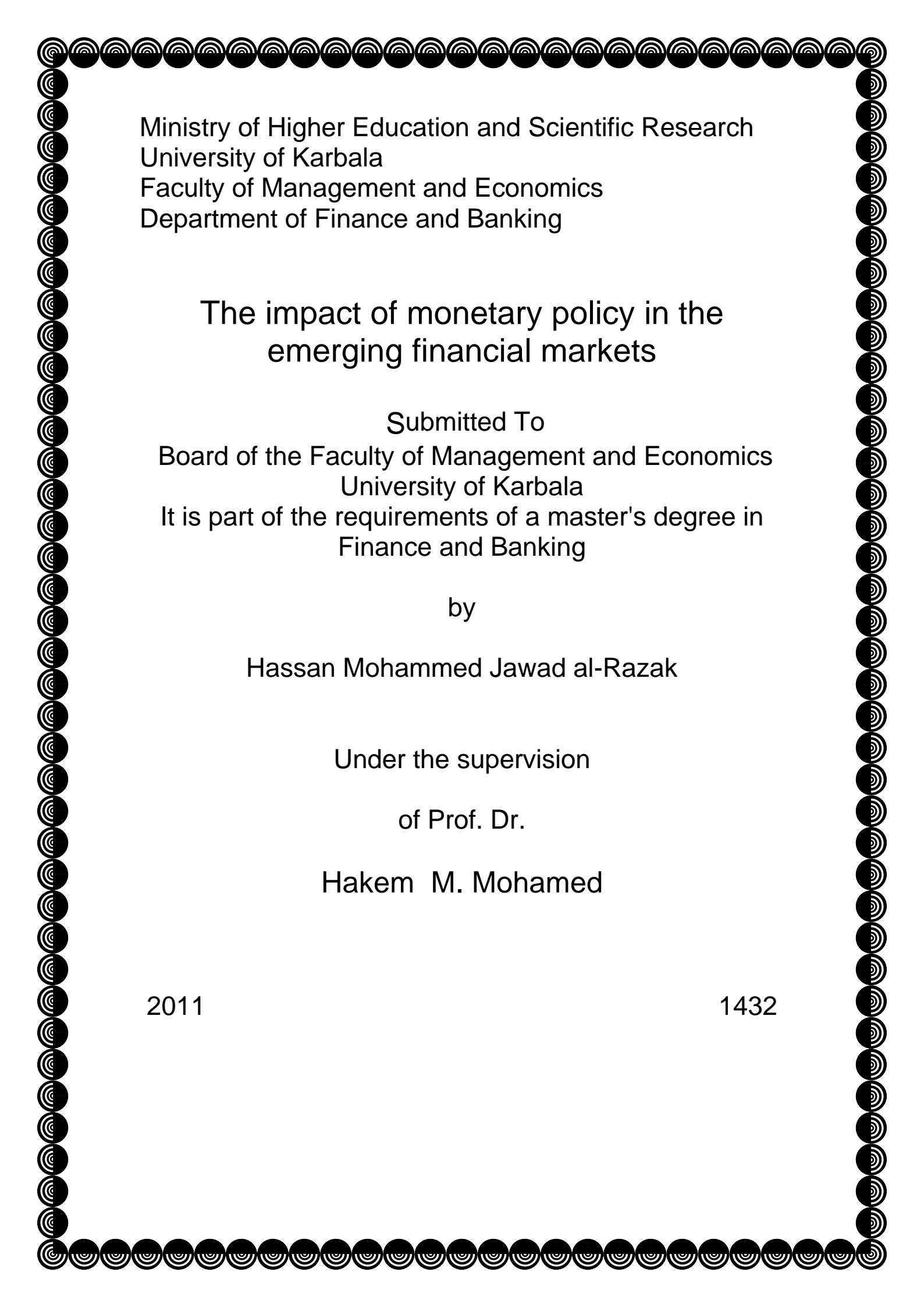
Abstract

The impact of monetary policy of the emerging financial markets

The purpose of the research to know the impact of monetary policy the of market emerging financial markets because the financial market constitutes the domain of application and activation of monetary policy through the exercise of their instruments Quantitative (indirect). To control the cluster size of cash and preserve the value of the currency. So seeking developing countries do not stature such as these markets because of their active role in economic development. Are dependent on the activity of each market to raise capital from public and private sectors and guidance towards the development plans to achieve the goals of general economic policies of the state, including the objectives of monetary policy. So research divided into fifth chapters of the first chapter includes the methodology of the research and same of previous studies. The second chapter include. Theoretical background for the study. Addressed the importance of monetary policy in the general economic policies of the state. Being the main influences in the money supply and the change in the money supply affects the investment and saving components bases in stimulating the national economy. And interest from emerging markets to developing countries because of their she active role in economic development. And the relationship between monetary policy variables and indicators of emerging financial mark The third chapter were to research analysis components monetary policy in Malaysia, Indonesia and South Korea, and escorted them from developments and economic events by research period. As well analyzing the evolution of performance indicators for financial markets, emerging markets during the selected period (1995-2009). And the extent of their response to changes in monetary policy variables in the selected sample. The fourth chapter was limited to following the standard monetary variables (mone supply, interest rate, exchange rate, index of consumer prices) in the indicators of the performance of emerging financial markets (the general index of share prices, market value, trading volume). Has been estimated the relationship between the independent variables and dependent and building mathematical models and test the best functions in accordance with the standards and standard statistical method was used multiple regression stages. And include fifth chapter results and regulatory of the

results reached by the study, poor oversight and supervision of the Central Bank in a sample study on financial firms and the banking system. Ineffectiveness of monetary policy because of the absence of developed financial markets and the lack of working and poor management of the financial markets. The study recommends activating the regulatory and supervisory role of the Central Bank and the coordination between monetary policy decisions and the negative effects on the financial markets so as to achieve the objectives of monetary policy.

B



Ministry of Higher Education and Scientific Research
University of Karbala
Faculty of Management and Economics
Department of Finance and Banking

The impact of monetary policy in the
emerging financial markets

Submitted To
Board of the Faculty of Management and Economics
University of Karbala
It is part of the requirements of a master's degree in
Finance and Banking

by

Hassan Mohammed Jawad al-Razak

Under the supervision

of Prof. Dr.

Hakem M. Mohamed

2011

1432