

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق  
السعودي للفترة (2018-2022)

*An econometric study of the relationship between financial market performance  
determinants and the general stock price index in the Saudi market For the  
(period (2018-2022*

روينة مصعب<sup>\*1</sup>، بلحبيب عبد الكامل<sup>2</sup>، ريمي عقبة<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي ، [rouina-moussab@univ-eloued.dz](mailto:rouina-moussab@univ-eloued.dz)

مخبر اقتصاديات الطاقات المتجددة ودورها في تحقيق التنمية المستدامة

<sup>2</sup> جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي ، [abdelkamel-belahbib@univ-eloued.dz](mailto:abdelkamel-belahbib@univ-eloued.dz)

<sup>3</sup> جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي [Okba-rimi@univ-eloued.dz](mailto:Okba-rimi@univ-eloued.dz)

تاريخ النشر: 2023/06/05

تاريخ القبول: 2023/04/15

تاريخ الاستلام: 2023/02/22

**ملخص:**

تهدف الدراسة إلى توضيح العلاقة بين محددات أداء السوق المالي في دولة السعودية والمؤشر العام للأسعار *TASI* للفترة ما بين 2018-2022 بيانات شهرية. حيث تم تحديد مؤشر السوق المالي السعودي وكمتغير تابع والمتغيرات المستقلة على النحو الآتي سعر الصرف ، سعر الفائدة ، التضخم ، عرض النقد 1 ، عرض النقد 2 ، سعر البترول وذلك باستخدام نموذج *ARDL* الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموسعة ، توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والمؤشر *TASI* وكذا وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمؤشر *TASI* إلا أنها معنوية فقد بين المؤشر وسعر البترول أي أن كل متغيرات الدراسة المستقلة.

الكلمات المفتاحية: محددات الأداء المالي ، مؤشر *TASI* ، *ARDL*

**Abstract:**

The study aims to clarify the relationship between the financial market performance determinants in the State of Saudi Arabia and the general price index (*TASI*) for the period between 2018-2022, monthly data. Where the Saudi financial market index was determined as a dependent variable and the independent variables as follows: exchange rate, interest rate, inflation, money supply 1, money supply 2, oil price, using the *ARDL* model of self-regressive distributed slowing periods, the results of the study concluded that there is a co-integration between the independent variables and the *TASI* indicator.

**Keywords:** *determinants of financial performance, TASI index, ARDL*

تتوجه مؤخرا الدول ذات الاقتصاديات الناشئة للاستثمار في الأسواق المالية و الاهتمام بها نظرا لما تحققه من زيادة في النمو و دفع عجلة التنمية الاقتصادية و كذا إعطاء وتيرة لحركة الأموال و النقود داخل الحيز الاقتصادي المحدد ، تجلى ذلك في البلدان المتطورة التي لها سابقة في تفعيل و تنشيط أسواقها المالية و جعلها قناة فعالة لتحقيق التوازنات الاقتصادية و المالية ، و متابعة كل مؤثرات و محددات أدائها على الصعيد الكلي (الخارجي) أو الجزئي (الداخلي) و لذلك يرى الكثير من الباحثين انه بات من الضروري الالتفات إلى الأسواق المالية في الدول النامية و الاهتمام بدراستها و بكل المحددات الاقتصادية و المالية و السياسية التي لها دور في التأثير على أدائها و لان متابعة أداء السوق المالي السعودي يعتبر أمرا جوهريا بالنسبة للقائمين عليه و المهتمين و المتابعين استلزم أيضا دراسة أثر بعض محددات و مؤثرات الأداء المالي للسوق و المتمثلة في سعر الصرف، سعر الفائدة ، التضخم ، عرض النقد 01 ، عرض النقد 02 ، البترول ، و بناء على ما سبق يمكن طرح الإشكالية الآتية

ما هي أهم المحددات التي تؤثر على المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي ؟

تقوم فرضية الدراسة على

وجود علاقة معنوية سلبية بين سعر الصرف و المؤشر العام TASI

وجود علاقة معنوية سلبية بين سعر الفائدة و المؤشر العام TASI

وجود علاقة معنوية سلبية بين التضخم و المؤشر العام TASI

وجود علاقة معنوية ايجابية بين عرض النقد و المؤشر العام TASI

وجود علاقة معنوية ايجابية بين سعر البترول و المؤشر العام TASI.

## 1- محددات أداء السوق المالي

### 1-1 سعر الصرف

سعر الصرف هو أداة مبادلة و وسيلة لتسوية المبادلات الدولية و يعتبر أيضا همزة وصل بين الاقتصاد المحلي و باقي الاقتصادات الدولية و كذلك يعتبر أداة ربط بين اقتصاد مفتوح و باقي اقتصاديات العالم عن طريق معرفة التكاليف و الأسعار الدولية و منه يسهل المعاملات الدولية المختلفة و طرق تسويقها و تخضع أسعار الصرف لقوى العرض و الطلب في الأسواق ، كما يعبر عنه بمعدل (نسبة) مقابلة عملة بعملة أخرى أي عدد العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية و لسعر الصرف شكلان ، اسمي وهو

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )

سعر عملة اجنبية بدلالة وحدات عملة محلية او العكس ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي نظرا لقوى العرض والطلب في سوق الصرف وينقسم الى سعر الصرف الرسمي الذي يخص المبادلات الجارية الرسمية . وسعر الصرف المعمول به في الأسواق الموازية مما يعني انه يمكن أن يكون أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة ونفس البلد . وينقسم سعر الصرف إلى ثابت تحده السلطات النقدية المختصة و سعر صرف مرن يتحدد في السوق من خلال تفاعل الميكانيزمات الاقتصادية العالمية و تدفقات رؤوس الأموال ، اغلب الدراسات السابقة أثبتت أن العلاقة بين سعر الصرف و المؤشر العام لسوق الأسهم عكسية(antoine,avril 2005 , p 24)

### 2-1 سعر الفائدة

هو السعر الذي يدفع مقابل استخدام الأموال المقرضة بشروط محددة سلفا المدة الزمنية و معدل الفائدة فهو لا يشبه أسعار السلع والخدمات لأنه يساوي حاصل نسبة التكلفة النقدية للاقتراض مقسومة على المبلغ المقرض ، كما يعرف على انه السعر المفروض على استخدام الأموال وهو عبارة عن نسبة مئوية من رأس المال ويؤثر في القوة الشرائية وقرارات الاستهلاك الخاصة بكل من القطاعين الخاص والعام و ينقسم سعر الفائدة إلى سعر فائدة اسمي يطبقه البنك المركزي بمستويات مختلفة حسب طبيعة المؤسسة انطلاقا من المؤسسة ذات الأداء مالي الجيد إلى المؤسسات الصغيرة الناشئة ، وسعر فائدة حقيقي الذي يحسب بمستوى التضخم فسعر الفائدة الحقيقي هو سعر الفائدة الاسمي مطروح منه التضخم ، و أوضحت النظريات الاقتصادية انه كلما ارتفع سعر الفائدة على الودائع توجه الجمهور إلى استثمار الأموال في البنوك و الابتعاد عن شراء الأسهم و تداولها فالعلاقة عكسية بين سعر الفائدة و المؤشر العام لسوق الأسهم (stefan , p265)

### 3-1 التضخم

يعتبر التضخم من أهم المؤشرات التي تقيس الوضعية التوازنية المالية والنقدية فهي تعبر على الكثير من القرارات الاقتصادية ، فالتضخم هو الارتفاع العام والمستمر للأسعار مأخوذة بسعر المستهلك يؤثر على القدرة الشرائية للفرد ، أي أن النقود تفقد بعض خصائصها و وظائفها فيزيد بذلك خطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث كلما ارتفعت معدلات التضخم يعزف المستثمر على تداول الأسهم وللتضخم علاقة سلبية بينه وبين المؤشر العام للسوق المالية (ceyda,2015 p44)

### 4-1 عرض النقد

يعرف بكمية النقود المطروحة او المعروضة في فترة زمنية محددة في مكان (دولة) محدد وله ثلاث أوعية فعرض النقد يعبر عن المبادلات والمخزون (الثروة) إضافة إلى السيولة لها علاقة بتداول الأسهم فالعلاقة بين عرض النقد والمؤشر العام لسوق الأسهم علاقة طردية اي كلما كان عرض النقد أكثر زاد او ارتفع المؤشر العام لسوق الاسهم لكن هناك فرق بين عرض النقد 01 وعرض النقد 02 في الودائع الادخارية والودائع الاجلة التي تكون مرتبطة اكثر بالسوق المالي من خلال طريقة تداول هذه الاخيرة (نورة ، ص 29 ، 2013)

## 5-1 سعر البترول

يعتبر سعر البترول مؤشرا مهما في اقتصاد البلدان المصدرة والمنتج للنفط لانه يمثل الايرادات التي تعتمد عليها الدولة في تنشيط اقتصادها سواء كانت في تحسين الصناعة والتجارة والخدمات اما الاستثمار في الاصول المالية فيكون بدرجة اقل لان حكومة البلد توجه الايرادات الى مجالات محددة كالصناعة والزراعة والاشغال والخدمات ام الفوائد والارباح التي تنتج خلال دوران نقود والاموال فتستثمر في مجالات البورصة والعقار ، فعلاقة سعر البترول بمؤشر العام لسوق الاسهم هي علاقة ايجابية طردية حيث تثبت النظرية الاقتصادية بالنسبة للدول المصدرة ان زيادة اسعار البترول يؤدي الى ارتفاع المؤشر العام لسوق الاسهم وزيادة تداولها وقد اثبتت بعض الدراسات السابقة ذلك ( احمد 2011 ، ص 4 )

## 2- السوق السعودي للأوراق المالية

إن وظيفة السوق المالي بالدرجة الأولى استعمال الأموال الفائضة الموجهة للاستثمار من طرف المدخرين حيث بدأ سوق الأوراق المالية السعودي بشكل غير رسمي سنة 1932 إلى غاية 1984 حيث اصدر القرار (1230/8) الذي وضع الإطار الرسمي للسوق المعنية تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي بعد ما كانت هناك شركة تسجل الأسهم ، واقتصرت الوساطة في تداول الأسهم عند البنوك التجارية ، وفي سنة 1990 استحدثت النظام الآلي لتداول الأسهم وعمليات التسوية الى ان حمل النظام اسم "تداول " سنة 2001 مما زاد حجم التداول وتأسست سنة 2003 هيئة السوق المالية اي يتمحور دورها في حماية المستثمرين عن طريق أسس وقواعد الى ان فتحت باب الاستثمار الاجنبي والدخول الى سوق المال السعودي وفق شروط وتحفيزات معينة . ويعتبر السوق المال السعودي سوقا ناشئا حسب تصنيف الشركات العالمية للمؤشرات فوتسي راسل و S&P dow.JonesMsci ، كما أصبح سوق الأوراق المالية السعودي حاليا اكثر عمقا وتنوعا في المنتجات المالية و الأدوات الاستثمارية لذلك

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )

أتيح له الانضمام إلى المؤشرات العالمية وتحقيق التكامل مع الأسواق العالمية المتقدمة والوصول إلى درجة إفصاح وشفافية أفضل خاصة فيما يتعلق بتماثل المعلومات ويسمى المؤشر العام للسوق المالي السعودي TASI للتداول حيث يضم القيمة السوقية لكل الشركات المدرجة التي بلغ عددها 212 شركة يوزعها في شكل أسهم قابلة للتداول ( منشذ 2017 ص 09 )

### 2-1 مفهوم مؤشرات السوق المالي

مؤشر السوق المالي هو مقياس لاتجاه السوق فهو المسؤول عن الاتجاه العام لحركة أسعار الأسهم، وهو أداة لقياس تطور الأسعار وحجم الأوراق المالية المتداولة في السوق الأوراق المالية وغرضه معرفة أداء السوق بصفة عامة ، كما انه معيار يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف.(لعصامي ، ص 169 ، 2018 )

### 2-2 العلاقة بين محددات الاداء ومؤشر السوق المالي

تقلبات محددات الاداء تعد من المخاطر التي تواجه المؤسسات والشركات المدرجة في البورصة والعامله في المجال الدولي في نفس الوقت ، التغير في المحددات يؤثر على أسعار الأسهم وبالتالي يؤثر على مؤشر السوق المالي و من الضروري تحقيق التوازنات في الأسواق المالية لذلك وجب التحوط من كل المخاطر والصدمات التي يسببها كل متغير اقتصادي يوتر في السوق سواء كان داخليا أو متعلق بسياسة الاقتصاد الكلي

### 3- الدراسات السابقة

1) Gurmeet singh Relation ship between exchange rate and stock price in india an Empirical study

تطرقت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لسوق الهند NIFTY توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين متغيرات الدراسة بالاستعانة بمنهجية Johansen للتكامل المشترك وكذا وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل

2) Mila Novita dynamic analysis of the stock price Index and the Exchange rate using vector autoregressino ( VAR) an Empirical study of the jakarta stock Exchange 2001 – 2004

تطرقت الدراسة إلى ما إذا توجد علاقة سببية بين مؤشر أسعار الأسهم لسوق جاكرتا المالي و سعر الصرف الروبية بيانات يومية ابتداء من 24 جانفي 2001 إلى غاية جوان 2004 ، توصلت إلى أن

سعر الصرف يتأثر بسعر الصرف السابق و مؤشر أسعار الأسهم أما مؤشر أسعار الأسهم يتأثر بحركات المؤشر السابقة

3) *Kudagewashe zvitarisre Javangwe and Oliver.Exchange rate movement and stock market performance An application of the ARDL Model*

تناولت الدراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية لجنوب إفريقيا و سعر الصرف الفترة 1980 – 2020 بيانات فصلية 80 مشاهدة بطريقة ARDL حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية ايجابية بين سوق الأوراق المالية و سعر الصرف في الأجل القصير و علاقة معنوية سلبية بين سوق الأوراق المالية و سعر الفائدة و التضخم في الأجل الطويل و علاقة سلبية بين سعر الفائدة و سوق الأوراق المالية

4) دراسة ( زهرة دريش وآخرون ) دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية ماليزيا (2013-2019 ) نموذجاً عالجت الباحثة موضوع تقلبات سعر الصرف وعلاقته بالمؤشر العام لأسعار ماليزيا أي سعر صرف الرينغيت الماليزي .وصلت الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين متغيرات الدراسة متجهة من سعر الصرف الى مؤشر كولاالمبور . الفترة ما بين 2013-2019 بالأشهر.

5) دراسة (كاظم المعموري واخرون ) دراسة اثر التقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم في العراق توصلت الدراسة الى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين متغيرات الدراسة وهذا ما تم طرحه في البحث حول معرفة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار أسهم سوق العراق

6) دراسة د. صلاح ابو نصر العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في السوق المال السعودي دراسة قياسية .من اجل معرفة العوامل المؤثرة في سوق المال السعودي للفترة 2001 و 2015 بيانات ربع سنوية 59 مشاهدة حيث توصلت الدراسة الى ان العائد على الاسهم ومضاعف الربحية . معدل النمو الاقتصادي الحقيقي ومعدل التضخم لها دلالة معنوية على اسعار السوق المالي السعودي بينما سعر الفائدة على الودائع وعرض للنقود ونسبة المديونية بالشركات المتداولة ليس لها دلالة معنوية إحصائية

ان اغلب الدراسات السابقة المختارة استخدمت نماذج قياس مختلفة و بمتغيرين احدهما تابع و الاخر مستقل لدراسة العلاقة التوازنية بينهما وكذا اتجاه التأثير ، اما دراستنا فقد ركزت على المتغيرات التي يمكن اعتبارها محددات لاداء السوق المالي فاختيرت مجموعة متغيرات على اساس انها محددات لاداء السوق المالي السعودي و اختبار العلاقة في الاجلين القصير و الطويل باستخدام منهجية ARDL الذي

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )

يعطي احسن النتائج في الاجل الطويل ، اضافة الى فترة الدراسة المحددة بالاشهر خلافا مع الدراسات السابقة اعلها استعملت بيانات سنوية.

#### 4. الطريقة والأدوات

1-4 منهج الدراسة لاختبار العلاقة الإحصائية بين محددات الأداء ومؤشر السوق المالي تم استخدام المنهج القياسي وباستخدام نموذج ARDL (نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ) لان نموذج ARDL يعطي افضل النتائج للمعلومات في المدى الطويل ، إضافة إلى أن هذه المنهجية تجعل المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في الأمدين الطويل والقصير في نفس المعادلة التي تحدد العلاقة التكاملية بينهما ، لهذا يعتبر نموذج ARDL اكثر النماذج ملائمة فيمثل هكذا دراسة .

#### 2-4 التعريف بنموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL

تم تطوير منهجية ARDL من قبل كل من PESARAN and all (2001) حيث يتميز هذا الاختبار عن بقية الاختبارات في انه لا يشترط تكامل السلاسل الزمنية من نفس الدرجة ، إضافة إلى ذلك فان منهجية ARDL لها عدة مميزات في حالة الدراسات ذات المشاهدات القليلة حيث يساعد على التخلص من المشكلات المتعلقة بحذف المتغيرات ومشكلات الارتباط الذاتي ويتميز ARDL بانه يأخذ عدد كافي من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة بيانات و يطبق في حال اذا كانت السلاسل ساكنة أي متكاملة من الرتبة  $I(0)$  او متكاملة من الرتبة  $I(1)$  او من الرتبة نفسها كما يمكن ARDL من فصل تغيرات الأجل الطويل عن الأجل القصير حيث نستطيع من هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المدى القصير والطويل في نفس المعادلة ( jhonas , p 8, april 2018)

#### 3-4 التعريف بمتغيرات الدراسة

لتحديد أثر محددات الأداء على مؤشر السوق المالي تم الاعتماد في النموذج على المتغيرات الاتية

المتغيرات	المفهوم	المصدر	اشارته
المؤشر-LNDICE-G-M-F	متغير تابعا للمؤشر العام لسوق الاسهم السعودي TASI يحتوي على 218 شركة في مجالات مختلفة الصناعة و الخدمات و البنوك و هو يعبر على النشاط المالي للسعودية ويعكس صورة اقتصادية على الصعيد الأكاديمي والمهني	هيئة سوق المال السعودي	

روينة مصعب ، بلحييب عبد الكامل ، ريمي عقبة

سالبية		وهو سعر صرف الريال السعودي مع الدولار الأمريكي	سعر الصرف TAUX DE CHANGE
سالبية		سعر الفائدة على الودائع المحدد من طرف البنك المركزي بالسعودي	سعر الفائدة TAUX D INTERET
سالبية	البنك المركزي السعودي	يقيس المستوى العام للأسعار المستهلكين في السعودية المواد الاستهلاكية	معدل التضخم INFLATION
موجبة	البنك المركزي السعودي	النقد في التداول مضافا اليه الودائع تحت الطلب	عرض النقد 01 MASSE MONETAIRE
موجبة	البنك المركزي السعودي	01 M مضاف إليه الودائع الآجلة و الودائع بالعملات الأجنبية	عرض النقد 02 MASSE MONETAIRE
موجبة	Investing.com	سعر البترول الخام الذي تحدده السوق العالمية نتيجة قوى العرض و الطلب	سعر البترول PRICE OIL

النتائج ومناقشتها

(1) اختبار جذر الوحدة ان الغاية من هذا الاختبار هو تجنب الانحدار الزائف فلو تطرق الباحث الى دراسة المتغيرات من دون اجراء اختبار استقرارية السلاسل لتحصل على نتائج مغلوطة ، ومن اجل تحديد سكون السلسلة الزمنية لكل متغير تم الاستعانة باختبار ( ديكي ، فولر ) فيليب وبيرون . انظر الجدول رقم (1).

وبمقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الجدولية عند درجة مستوى دلالية 5% كل المتغيرات غير ساكنة عند المستوى (0) اي تحتوي على جذر الوحدة لكن عند اخذ الفروق الاولى (1) أصبحت السلسلة لكل متغيرات الدراسة مستقرة اي ساكنة عند مستوى دلالة 5% ، ومنه يمكن استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة. (bouchra , p 11, nov 2021)

(2) تقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة

(أ) اختبار فترات الإبطاء

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي و المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )

يهدف هذا الاختبار إلى اختيار أفضل فترات الإبطاء الزمنية باستخدام معيار AKaike انظر الشكل (1) والذي يبين ان النموذج المناسب هو (2.4.4.4.3.3.1) ARDL اي ان المتغير التابع IND له فترتي ابطاء اما بالنسبة لمتغير سعر الصرف و سعر الفائدة ، التضخم فان لهم اربع فترات ابطاء . اما متغير الكتلة النقدية M01 والكتلة النقدية M02 فلها ثلاث فترات ابطاء و فترة ابطاء واحدة بالنسبة لسعر البترول ومنه يمكن صياغة معادلة الدراسة بالكيفية الاتية

$$d(IND_t)=c+$$

$$\alpha IND_{t-1} + \beta_1 Exch_{t-1} + \beta_2 INT_{t-1} + \beta_3 INF_{t-1} + \beta_4 MM1_{t-1} + \beta_5 MM2_{t-1} + \beta_6 PP_{t-1} + \sum_{c=1}^2 \gamma_1 d(IND_{t-1}) + \sum_{c=1}^4 \gamma_2 d(Exch_{t-1}) + \sum_{c=1}^4 \gamma_3 d(INT_{t-1}) + \sum_{c=1}^4 \gamma_4 d(INF_{t-1}) + \sum_{c=1}^3 \gamma_5 d(MM1_{t-1}) + \sum_{c=1}^3 \gamma_6 d(MM2_{t-1}) + \sum_{c=1}^1 \gamma_7 d(PP_{t-1})$$

d الفروق من الدرجة الاولى

C الحد الثابت

T متجه الزمن

( $\alpha, \hat{\alpha}_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ ) معاملات الاجل الطويل

( $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4, \gamma_5, \gamma_6, \gamma_7$ ) معاملات الاجل القصير

(ب) اختبار التكامل المشترك

يظهر ذلك من خلال معادلة ARDL اي اختبار العلاقة التوازنية في المدى الطويل بين المتغيرات

حيث لم تم صياغة الفرضية الاتية

H0 فرضية العدم =0 =..... = $\alpha_3 = \alpha_2 = \alpha_1$  يعني لا وجود لعلاقة في الامد الطويل

H1 فرضية البديل  $\alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \dots \neq 0$  يعني يوجد علاقة في المدى القصير

وإجراء اختبار باوندتاست Bound test حيث يظهر الجدول رقم (2) F= 7.183997 القيمة المحسوبة

اكبر من القيم الجدولية العليا و الدنيا ( 2.94 / 3.99 ) عند مستوى دلالة 10% و 5% و 1% على

الترتيب

وهذا دليل على وجود علاقة توازنية في الاجل الطويل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة يعني قبول الفرض البديل الذي يؤكد على وجود العلاقة بين المتغيرات في الأمد البعيد

### ج - تقدير العلاقة في الاجل الطويل

بعد اثبات وجود علاقة طويلة الاجل يتم تقدير المعلمات طويلة الاجل انظر الجدول رقم (3) يظهر معامل التحديد  $R=0.98$  أي أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع بـ 98% والباقي 2% يعود لحدود الخطأ وقيمة فيشر المحسوبة تساوي 100% اكبر من القيمة الجدولية وقيمة الاحتمال 0.0000 وهذا يعني ان للنموذج قدرة عالية للتفسير و ذو دلالة معنوية وان كل المتغيرات المستقلة المختارة يمكن ان نعتبرها محددات لأداء السوق المالي ونلاحظ أن اغلب معاملات المتغيرات المستقلة تتصف بإشارة سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بينها وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في السعودية TASI فاشارة كل من صعر الصرف و عرض النقد 01 و سعر البترول سالبة و كل من سعر الفائدة و التضخم و عرض النقد 02 موجبة اي انه يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بحيث لا تؤثر المتغيرات المستقلة في الاجل الطويل ، ماعدا سعر البترول فله اثر ذو دلالة معنوية في الأجل الطويل على المؤشر العام لأسعار أسهم السوق السعودي وهذا منطقي و يتماشى مع طبيعة الاقتصاد السعودي .

### د- تقدير العلاقة في الاجل القصير

نلاحظ ان كل المتغيرات المستقلة ( سعر الصرف ، سعر الفائدة ، التضخم ، الكتلة النقدية 1 ، الكتلة النقدية 2 ، سعر البترول ) لها علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية لان الاحتمالات عند الفروق اقل من 5% لكن باشارات مختلفة للمقدرات فسعر البترول اشارته موجبة حيث تربطه علاقة طردية بالمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي فاشارة معلمة سعر الصرف سالبة و اشارة معلمة سعر الفائدة موجبة و اشارة معلمة التضخم موجبة و اشارة معلمة عرض النقد 01 و 02 سالبة اي مايدل على وجود علاقة عكسية في الاجل القصير للمتغيرات التي تحمل معلماتها اشارة سالبة و المؤشر العام للاسعار ، في حين هناك علاقة طردية للمتغيرات التي تحمل معلماتها اشارة موجبة

### 1- اختبار جودة النموذج

#### 1- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يتبع النموذج المختار توزيعا طبيعيا حسب اختبار Normality Test of Residuals حيث لدينا jarque-bera تساوي 32% والاحتمال يساوي 82.9% اي اكبر من 5% يعني ان البيانات تتبع التوزيع الطبيعي

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )

2- اختبار LM الهدف من هذا الاختبار هو تحديد مشكلة الارتباط الذاتي حيث ومن خلال قيمة الاحتمال 0.4335 اي اكبر من 0.05 وهذا يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي

3- اختبار ARCH يهدف هذا الاختبار لاكتشاف مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي ، حيث تظهر قيمة الاحتمال لـ  $hetreskidasticity\ test\ arch$  0.7919 اكبر من 0.05 هذا يعني قبول فرضية العدم لا وجود لارتباط ذاتي بين البواقي

4- اختبار Breusch-Godfrey يهدف هذا الاختبار لمعاينة عدم ثبات التباين ونلاحظ ان قيمة Prob  $chi-squire$  اكبر من 5% اي  $1.000 > 0.05$  وهذا ما اكده فرض العدم وهو عدم وجود مشكلة (عدم ثبات تباين) .

#### اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

يهدف هذا الاختبار الى التحقق و التأكد من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية عبر الزمن ولتحقق من ذلك يتم استخدام الاختبارين ( اختبار المجموع التراكمي للبواقي Cusum واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum of square ) وتبين لنا ان المعاملات المقدره بصيغة Ucem لنموذج ARDL تقع داخل منطقة الحدود الحرجة عند مستوى المعنوية 5% وبذلك وجود انسجام بين نتائج الأجل الطويل ونتائج الأجل القصير ومنه لا يوجد اي تغير هيكل في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة

#### خاتمة:

خلصت الدراسة إلى إثبات أن المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة في النموذج القياسي يمكن أن نعتبرها محددات أداء السوق المالي السعودي من خلال دراسة الأثر لهذه المحددات على المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي TASI الذي يعكس صورة أداء السوق الفترة (2018-2022) بيانات شهرية 58 مشاهدة ، إحصائياً كانت السلاسل الزمنية مستقرة عند الفرق الأول أثبتتها نتائج اختبار ADF و PP إضافة إلى أن النموذج المطبق يتميز بجودة عالية وقدرة تفسيرية عالية من خلال نتائج قيمة معامل التحديد 98% للمتغيرات المستقلة سعر الصرف، سعر الفائدة ، التضخم ، عرض النقد 01 ، عرض النقد 02 ، البترول ، لها قدرة تفسيرية عالية للمؤشر TASI.

وأوضح اختبار BOUND TEST ان هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة المختارة اي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل لكنها معنوية فقط مع متغير سعر البترول كما أثبتت الدراسة وجود علاقة

ذات دلالة معنوية في الأجل القصير ايجابية معنوية بين كل من عرض النقد و سعر البترول و المؤشر العام TASI و سلبية معنوية بين كل من سعر الصرف و سعر الفائدة و التضخم و المؤشر TASI كما ان نموذج تصحيح الخطأ يثبت ان هناك تصحيح للتوازنات بنسبة 45 % تنطلق من الأجل القريب إلى الأجل الطويل

#### توصيات

- لنرجع الى كل ما سبق دراسته وانجازته في هذه الورقة البحثية نجده انطلق من توصيات الباحثين و الاكاديميين في مجال التخصص ، لذلك انطلقا من النتائج المتوصل اليه اوصي بـ
- اعتماد سياسة سعر صرف رشيدة لكي تحسن اداء سوق المال
  - اتباع سياسة مالية و نقدية شاملة لتقليل خطر التضخم على اداء سوق المال
  - تحرير تبعية السوق المالي من سعر البترول و خطورة انهياره
  - توسيع عينة الدراسة الى بلدان اخرى نامية كدول BRICSA مثلا
  - استخدام بيانات يومية لكي تعطى نتائج اقضل و اذق

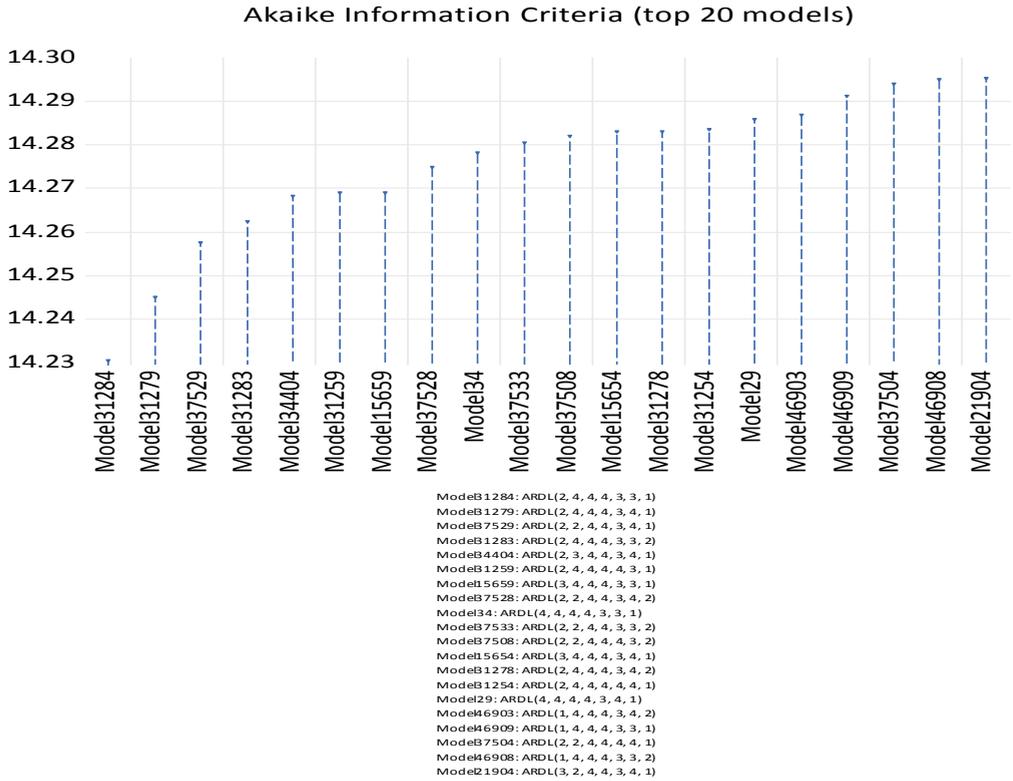
جدول 1: نتائج اختبار ADF واختبار PP

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي و المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )

الفرق الاول		عند المستوى				
PROB	T.S	PROB	T.S			
0.0000	-7.016416	0.8990	-0.414945	الحد الثابت	ADE	IND
0.0000	-6.999651	0.7628	-1.642707	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0000	-7.018865	0.8990	-0.414945	الحد الثابت	PP	
0.0000	-6.992344	0.7413	-1.692660	الحد الثابت مع اتجاه		EXC
0.0000	-8.909010	0.0121	-3.485535	الحد الثابت	ADE	
0.0000	-8.878008	0.0363	-3.630443	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0000	-10.13547	0.0094	-3.576293	الحد الثابت	PP	INF
0.0000	-10.11031	0.0286	-3.728003	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0000	-7.205709	0.3379	-1.882689	الحد الثابت	ADE	
0.0000	-7.160173	0.5436	-2.082752	الحد الثابت مع اتجاه		INT
0.0000	-7.209178	0.3379	-1.882689	الحد الثابت	PP	
0.0000	-7.161490	0.5436	-2.082752	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0008	-4.405410	0.7532	-0.982755	الحد الثابت	ADE	MM1
0.0035	-4.507748	0.9994	0.609164	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0005	-4.542513	0.7265	-1.056546	الحد الثابت	PP	
0.0029	-4.573843	0.9848	-0.411054	الحد الثابت مع اتجاه		PP
0.0000	-9.499312	0.5456	-1.461216	الحد الثابت	ADE	
0.0000	-9.422789	0.5352	-2.098288	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0000	-9.688984	0.6063	-1.336607	الحد الثابت	PP	MM2
0.0000	-9.695800	0.6632	-1.856665	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0000	-5.837725	0.7678	-0.940548	الحد الثابت	ADE	
0.0000	-5.813681	0.8639	-1.351927	الحد الثابت مع اتجاه		PP
0.0000	-7.725949	0.7032	-1.116452	الحد الثابت	PP	
0.0001	-5.629968	0.8194	-1.495315	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0000	-10.28365	0.9853	0.500326	الحد الثابت	ADE	MM2
0.0000	-10.30598	0.0388	-3.598659	الحد الثابت مع اتجاه		
0.0000	-10.28365	0.9885	0.595937	الحد الثابت	PP	
0.0000	-10.73343	0.0499	-3.491507	الحد الثابت مع اتجاه		

2EVIEW51 | المصدر مخرجات برنامج

الشكل 2 :اختبار فترات الابطاء الملائمة للنموذج



المصدر مخرجات برنامج 12EIEWS1

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic k	7.183997 6	Asymptotic: n=1000		
		10%	1.99	2.94
		5%	2.27	3.28
		2.5%	2.55	3.61
		1%	2.88	3.99
Actual Sample Size	52	Finite Sample: n=55		
		10%	2.139	3.204
		5%	2.49	3.658
		1%	3.33	4.708
		Finite Sample: n=50		
		10%	2.17	3.22
5%	2.55	3.708		
1%	3.424	4.88		

المصدر مخرجات برنامج 12EIEWS1

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي و المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
 للفترة ( 2018 - 2022 )

الشكل 4: اختبار التكامل المشترك ARDL

Dependent Variable: LNDICE\_G\_M\_F  
 Method: ARDL  
 Date: 11/12/22 Time: 07:36  
 Sample (adjusted): 5 56  
 Included observations: 52 after adjustments  
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)  
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)  
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): TAUX\_DE\_CHANGE  
 TAUX\_D\_INTERET INFLATION MASSE\_MONETAIRE  
 MASSE\_MONETAIRE\_02 PRICE\_OIL  
 Fixed regressors: C  
 Number of models evaluated: 62500  
 Selected Model: ARDL(2, 4, 4, 4, 3, 3, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LNDICE_G_M_F(-1)	0.722190	0.139678	5.170388	0.0000
LNDICE_G_M_F(-2)	-0.174829	0.110652	-1.579995	0.1272
TAUX_DE_CHANGE	18409.46	33915.14	0.542809	0.5923
TAUX_DE_CHANGE(-1)	47153.49	37396.36	1.260911	0.2195
TAUX_DE_CHANGE(-2)	-140997.1	39869.27	-3.536486	0.0017
TAUX_DE_CHANGE(-3)	-78653.92	40393.05	-1.947214	0.0633
TAUX_DE_CHANGE(-4)	65373.81	35338.96	1.849908	0.0767
TAUX_D_INTERET	634.8485	470.0307	1.350653	0.1894
TAUX_D_INTERET(-1)	910.6211	651.6741	1.397357	0.1751
TAUX_D_INTERET(-2)	-1881.911	747.8929	-2.516284	0.0190
TAUX_D_INTERET(-3)	-938.8404	800.1568	-1.173321	0.2522
TAUX_D_INTERET(-4)	1717.738	535.4329	3.208129	0.0038
INFLATION	-17.93942	48.65626	-0.368697	0.7156
INFLATION(-1)	-20.73577	47.92337	-0.432686	0.6691
INFLATION(-2)	-26.25173	44.75068	-0.586622	0.5629
INFLATION(-3)	-36.21628	40.99769	-0.883374	0.3858
INFLATION(-4)	115.7733	33.68645	3.436793	0.0022
MASSE_MONETAIRE	-90.75118	41.19983	-2.202708	0.0375
MASSE_MONETAIRE(-1)	25.36458	47.70948	0.531647	0.5999
MASSE_MONETAIRE(-2)	-79.45266	61.53089	-1.291265	0.2089
MASSE_MONETAIRE(-3)	-244.9055	56.20052	-4.357709	0.0002
MASSE_MONETAIRE_02	2.24E-05	0.003313	0.006768	0.9947
MASSE_MONETAIRE_02(-1)	0.002802	0.003319	0.844427	0.4068
MASSE_MONETAIRE_02(-2)	0.000987	0.003383	0.291911	0.7729
MASSE_MONETAIRE_02(-3)	0.010368	0.003310	3.131923	0.0045
PRICE_OIL	27.73442	11.48568	2.414696	0.0237
PRICE_OIL(-1)	-58.47487	13.00804	-4.495287	0.0001
C	314684.5	174676.0	1.801532	0.0842
R-squared	0.991200	Mean dependent var	9356.740	
Adjusted R-squared	0.981300	S.D. dependent var	1870.915	
S.E. of regression	255.8413	Akaike info criterion	14.23073	
Sum squared resid	1570915.	Schwarz criterion	15.28139	
Log likelihood	-341.9989	Hannan-Quinn criter.	14.63353	
F-statistic	100.1232	Durbin-Watson stat	1.846723	
Prob(F-statistic)	0.000000			

\*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر مخرجات برنامج EViews12

الشكل 5: علاقة قصيرة الاجل

ARDL Error Correction Regression  
 Dependent Variable: D(LNDICE\_G\_M\_F)  
 Selected Model: ARDL(2, 4, 4, 4, 3, 3, 1)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 11/12/22 Time: 05:24  
 Sample: 1 58  
 Included observations: 52

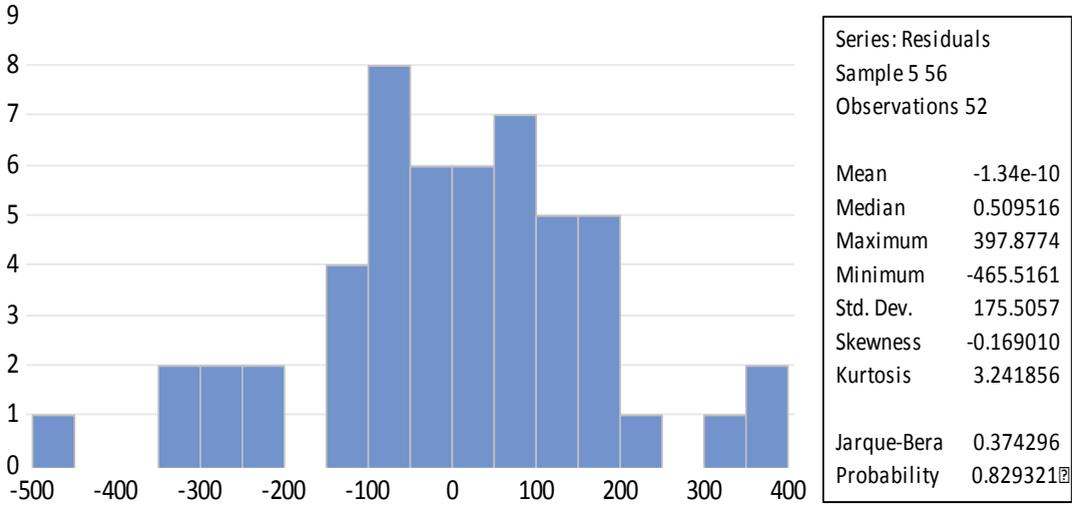
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNDICE_G_M_F(-1))	0.174829	0.083131	2.103056	0.0461
D(TAUX_DE_CHANGE)	18409.46	25652.34	0.717652	0.4799
D(TAUX_DE_CHANGE(...	154277.2	25888.51	5.959293	0.0000
D(TAUX_DE_CHANGE(...	13280.11	23221.30	0.571893	0.5727
D(TAUX_DE_CHANGE(...	-65373.81	20195.71	-3.237015	0.0035
D(TAUX_D_INTERET)	634.8484	329.5332	1.926508	0.0660
D(TAUX_D_INTERET(-1))	1103.013	330.6869	3.335522	0.0028
D(TAUX_D_INTERET(-2))	-778.8975	383.4422	-2.031330	0.0534
D(TAUX_D_INTERET(-3))	-1717.738	388.3143	-4.423576	0.0002
D(INFLATION)	-17.93942	29.76131	-0.602777	0.5523
D(INFLATION(-1))	-53.30532	26.13604	-2.039533	0.0526
D(INFLATION(-2))	-79.55705	27.29794	-2.914398	0.0076
D(INFLATION(-3))	-115.7733	25.70106	-4.504614	0.0001
D(MASSE_MONETAIRE)	-90.75118	32.07409	-2.829423	0.0093
D(MASSE_MONETAIRE(...	324.3582	45.38031	7.147554	0.0000
D(MASSE_MONETAIRE(...	244.9055	38.91631	6.293134	0.0000
D(MASSE_MONETAIRE...)	2.24E-05	0.001889	0.011871	0.9906
D(MASSE_MONETAIRE...)	-0.011355	0.002385	-4.760976	0.0001
D(MASSE_MONETAIRE...)	-0.010368	0.002138	-4.848483	0.0001
D(PRICE_OIL)	27.73442	7.285388	3.806856	0.0009
CointEq(-1)*	-0.452639	0.052535	-8.615953	0.0000
R-squared	0.880780	Mean dependent var	81.66885	
Adjusted R-squared	0.803864	S.D. dependent var	508.2964	
S.E. of regression	225.1103	Akaike info criterion	13.96149	
Sum squared resid	1570915.	Schwarz criterion	14.74950	
Log likelihood	-341.9989	Hannan-Quinn criter.	14.26360	
Durbin-Watson stat	1.846723			

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر مخرجات برنامج EViews1

دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )

الشكل 6: اختبار التوزيع الطبيعي



المصدر مخرجات برنامج EViews1

الشكل 08: اختبار LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:  
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	0.274529	Prob. F(1,23)	0.6053
Obs*R-squared	0.613353	Prob. Chi-Square(1)	0.4335

المصدر مخرجات برنامج EViews1

الشكل 9 اختبار ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.422006	Prob. F(4,43)	0.7919
Obs*R-squared	1.813128	Prob. Chi-Square(4)	0.7701

المصدر مخرجات برنامج EViews1

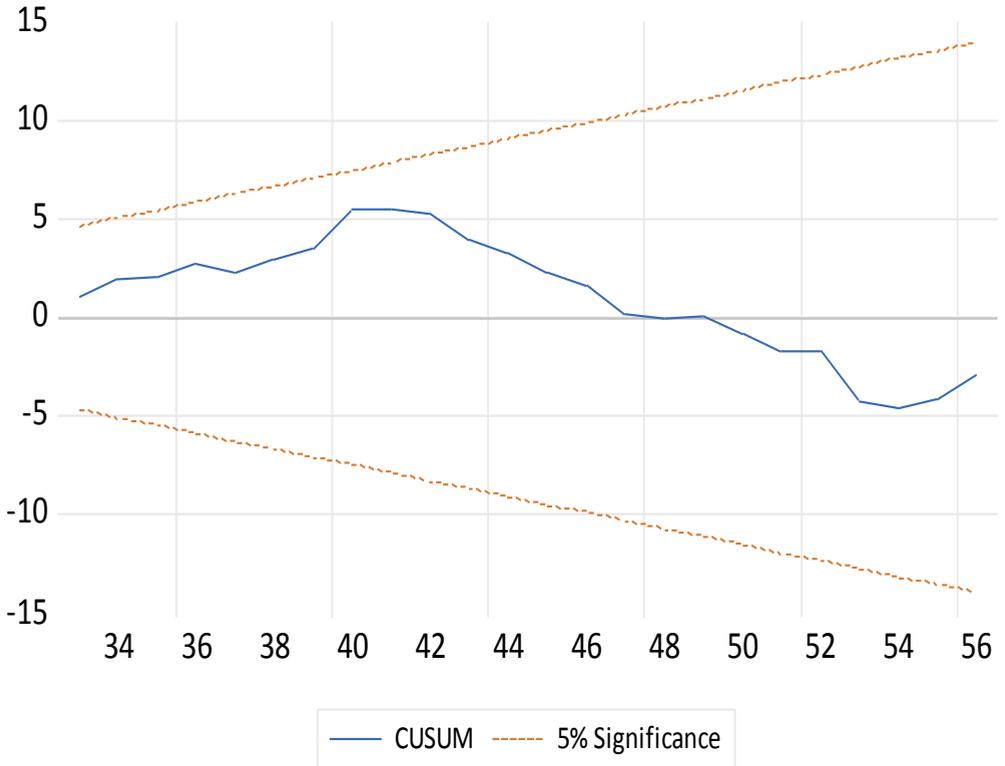
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

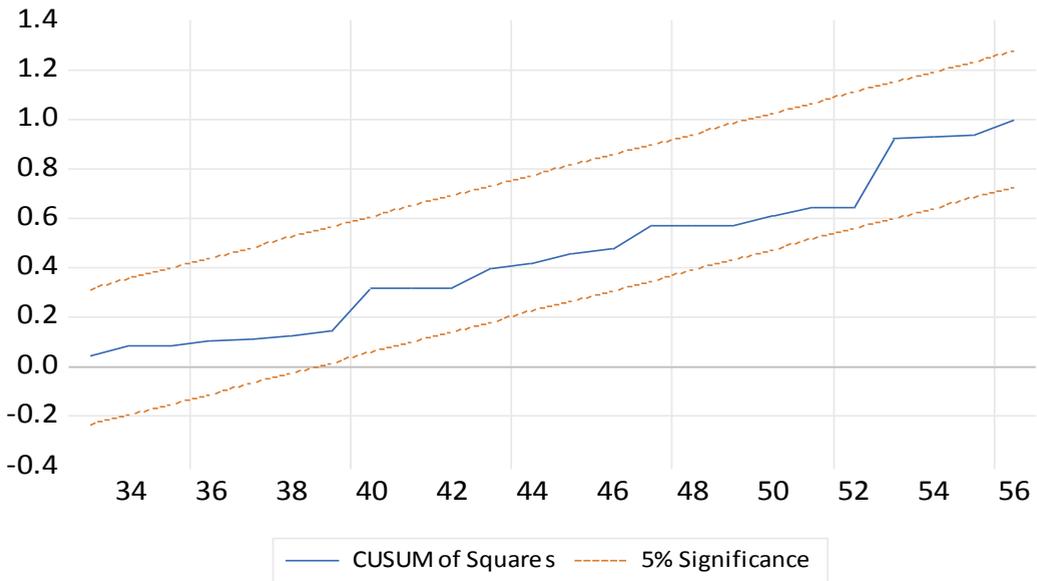
F-statistic	0.959090	Prob. F(27,24)	0.5446
Obs*R-squared	26.98769	Prob. Chi-Square(27)	0.4645
Scaled explained SS	6.444055	Prob. Chi-Square(27)	1.0000

المصدر مخرجات برنامج EViews12

الشكل 11: اختبار المجموع التراكمي للبقايا CUSUM



دراسة قياسية للعلاقة بين محددات أداء السوق المالي والمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي  
للفترة ( 2018 - 2022 )



المصدر مخرجات برنامج EViews1

المصادر والمراجع

طلحة محمد قياس اثر التضخم على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية سعر الصرف ، النمو الاقتصادي بالجزائر الفترة 1970-2017 اطروحة دكتوراه جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان 2021.

نصر الدين بوعمامة محددات العرض النقدي وسبل التحكم فيه دراسة حالة الجزائر اطروحة دكتوراه جامعة الجزائر 3 الجزائر ماي 2017

بسبع عبد القادر اثر المتغيرات الكلية على أداء سوق الاسهم السعودي للفترة (2005-2013) باستخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطا مجلة العلوم الاقتصادية .المجلد 10 العدد 10 جوان 2015

لهادي امنة تاثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الاسواق المالية العربية دراسة حالة سوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018) اطروحة دكتوراه جامعة فرحات عباس سطيف 1. 2021

جميل نجار قياس اثر المتغيرات الاقتصادية الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي دليل من فلسطين . مجلة جامعة النجاح للابحاث ( العلوم الانسانية ) المجلد 36 (1) 2022

Christian kratzer .impact of macroeconomic variables on stock prices in Austria . master of business administration movation Vienna . 23 jone 2021

*Mila novita. nachrowi djalal . dynamic analysis of the stock prices index and the exchang rate using vector actor egression (var) : an empirical study of the Jakarta stock exchange . 2001-2004 . economic and fnance in Indonesia vol 53, (3) page 263-278. 2005 .*

*Jones kibala koma , modlisation ARDL , test decontegration aux bovrnes et aproche de toda –yamamoto : elements de therie et pratique cum logiciels . licence congo – kinshasa 2018apre*

*Shabbaz mohamed , macroeconomic determinants of etock market capitalization in pakistan : fresh evidence from contegation with unknwn struck toral breaks . MPRA. University of Malaya kuala por , malysia decembre 2013*

*Abbas alavirad , macroeconomic variables and stock market evidence from iran , international journal of economic and finances studio vol 3 nov 1 . 2011 azad university iran .*

*Didier marteau , les marches de capitaux , 3 edition , DUNOD.*