

أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالي -دراسة تطبيقية على السوق المالي
لدولة مصر خلال الفترة (2010-2021)-

*The Impact of Money Supply on the Performance of Financial Market
Indicators - An Empirical Study on the Financial Market of the State of Egypt
During the Period (2010-2021)-*

شرفي براهيم
جامعة الشلف (الجزائر)
b.cherifi@univ-chlef.dz

شنة خديجة*
مخبر البحوث والدراسات الاقتصادية الأورومتوسطية
جامعة الشلف (الجزائر)
k.chena85@univ-chlef.dz

تاريخ النشر: 2023/06/ 30

تاريخ القبول: 2023/04/ 19

تاريخ الاستلام: 2023/03/ 16

الملخص:

تهدف من خلال هذه الورقة البحثية إلى معرفة أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالي وتبيان طبيعة العلاقة بينهما ومن أجل ذلك تم تقدير نماذج انحدار بسيط باستخدام طريقة المربعات الصغرى اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews لاختبار هذا الأثر بعد عرض الأدبيات النظرية للمتغيرات، حيث تم إسقاط الدراسة على السوق المالي لدولة مصر، وقد تم اختيار مجموعة من المؤشرات كونها تعبر عن السعر، الحجم والنشاط، والتي تتمثل في القيمة السوقية، كمية الأسهم المتداولة وأحد أهم مؤشرات السوق المالي المصري المعروف بمؤشر EGX30 أما الإطار الزمني للدراسة فشمّل الفترة من 2010 إلى غاية 2021.

توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة طردية بين العرض النقدي وكل من القيمة السوقية، كمية التداول ومؤشر EGX30، كما كشفت نتائج الدراسة على وجود أثر معنوي بين المتغيرات ومدى قدرة العرض النقدي المعتبرة في تفسير التغيرات التي تحدث في مؤشرات السوق المالي المصري محل الدراسة حيث تراوحت النسب ما بين 54% و 77%.

الكلمات المفتاحية: العرض النقدي، السوق المالي، القيمة السوقية، كمية التداول، مؤشر EGX30.

تصنيف JEL: E44, E51, E52, G12

Abstract :

Through this paper, we aim to know the effect of money supply on the performance of financial market indicators and to show the nature of the relationship between them. For this, simple regression models were estimated using the method of least squares based on the statistical program Eviews to test this effect after presenting the theoretical literature on the variables, the study was projected on the financial market of the State of Egypt, and a set of indicators were chosen as they reflect the price, volume and activity, which are represented in the market value, the quantity of traded shares and one of the most important indicators of the Egyptian financial market known as the EGX30 index, as for the time frame for the study, it included the period from 2010 to 2021.

The study concluded that there is a direct relationship between the money supply and each of the market value, the volume of trading and the EGX30 index. The percentages ranged between 54% and 77%.

Keywords: money supply, financial market, market value, traded volume, EGX30 index.

JEL classification codes: E44, E51, E52, G12

مقدمة:

تعتبر السياسة النقدية من بين السياسات الاقتصادية التي تستخدم في الإطار العملي المتعلق بالنقود، حيث تمثل النقود المحور الأساسي الذي تدور حوله هذه السياسة ويعد البنك المركزي المسؤول عن تنفيذها من خلال مجموعة من الإجراءات والأدوات التي تؤثر في عرض النقود وإدارة الائتمان تماشياً مع الأوضاع الاقتصادية للدول.

وبالتالي فالتذبذبات المتتالية في كمية النقود من شأنها أن تحدث تغيرات تنعكس مباشرة على الاقتصاد، فنجد أن هذه السياسة تستخدم جملة من الأدوات وتقوم باتخاذ إجراءات معينة يتم تنسيقها بما يتلاءم مع الهدف المراد الوصول إليه للحد من التأثيرات السلبية التي من الممكن أن تحدث .

وتتعدد الأدوات التي يلجأ إليها البنك من أجل تنظيم المعروض النقدي، حيث أن سوء إدارة النقود يمكن أن ينجر عنه أزمات على مستوى الاقتصاد بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص كون أن هذه الأخيرة تعد جزءاً من النظام الاقتصادي وتؤثر في النشاط الاقتصادي عن طريق خلق السيولة النقدية من خلال قدرتها على حشد المدخرات والفوائض المالية من الوحدات ذات الفائض وتحويلها إلى الوحدات ذات العجز، فهي تسمح بجمع الأموال من المستثمرين من ناحية وتتيح لهم الفرصة لتنمية ثرواتهم من ناحية أخرى، الأمر الذي يسهل توجيهها نحو الاستثمارات الهادفة ويساهم في التخصيص الكفء لرأس المال ويرفع من معدلات النمو الاقتصادي .

ونظراً للاهتمام الكبير الذي أضحت تشهده الأسواق المالية نتيجة الدور الفعال الذي تلعبه من ناحية أنها تشكل حلقة الوصل التي تربط بين المدخرين سواء كانوا مؤسسات مالية أو أفراد وبين المستثمرين، من هنا تأتي أهمية معرفة الأثر الذي يمكن أن يطرأ على أداء مؤشرات هذه الأسواق جراء التغيرات في المعروض النقدي على اعتبار أن جزء كبير من الأموال يتجه نحو هذه الأسواق .

ومن أجل الإلمام بالموضوع ارتأينا طرح الإشكالية التالية: ما هو أثر التغير في العرض النقدي

على أداء مؤشرات السوق المالي في مصر خلال الفترة (2010-2021) ؟

1. الأسئلة الفرعية

تندرج تحت هذا الإشكال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- ما هو مفهوم العرض النقدي وما المقاييس المعتمدة لتحديده؟
- 2- هل يعمل تواجد الأسواق المالية على خدمة الاقتصاد؟
- 3- كيف يمكن لمؤشرات السوق المالي أن تعبر عن كفاءة أداء السوق المالي؟

2. الفرضيات

قبل الشروع في دراسة الموضوع وبناء على ما ورد في إشكالية البحث فإن هذه الدراسة تنطلق من الفرضيات التالية:

- ❖ الفرضية الأولى: وجود أثر معنوي للعرض النقدي على مؤشر رسملة السوق في بورصة مصر .
- ❖ الفرضية الثانية: وجود أثر معنوي للعرض النقدي على كمية الأسهم المتداولة في بورصة مصر .
- ❖ الفرضية الثالثة: وجود أثر معنوي للعرض النقدي على مؤشر (EGX 30) في بورصة مصر .

3. أهداف البحث

يهدف البحث إلى التعرف على مختلف المفاهيم المتعلقة بالعرض النقدي وتبسيط الضوء على مؤشرات السوق المالي، إضافة إلى شرح آليات انتقال التقلبات في السياسة النقدية إلى الأسواق المالية، مع

محاولة تحديد طبيعة العلاقة بين العرض النقدي ومؤشرات السوق المالي في مصر وقياس مدى تأثير مؤشرات السوق المالي في دولة مصر بالتغيرات الحاصلة في العرض النقدي.

4. أهمية البحث

تتجلى أهمية البحث في كونه يسلط الضوء على العلاقة بين العرض النقدي ومؤشرات السوق المالي، ويساهم في معرفة أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالي في ضوء تجربة دولة مصر.

5. منهجية وأدوات البحث

اعتمدنا في بحثنا على المنهج الاستنباطي مستخدمين أدوات الوصف والتحليل للإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بالموضوع، أما الجانب التطبيقي فتم الاعتماد فيه على المنهج الاستقرائي بالاعتماد على الأدوات الإحصائية المتمثلة في برنامج eviws لمعرفة قوة وطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة.

6. تقسيمات البحث

لمعالجة الموضوع قمنا بتقسيمه إلى أربعة محاور رئيسية كما يلي:

- I. الإطار المفاهيمي للعرض النقدي والأسواق المالية
- II. الإطار النظري للعرض النقدي والأسواق المالية
- III. تحليل تطورات العرض النقدي وتقييم أداء مؤشرات السوق المالية المصرية
- IV. قياس أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالي المصري

7. الدراسات السابقة

حظى موضوع تأثر الأسواق المالية بالسياسة النقدية عموماً والعرض النقدي بشكل خاص باهتمام العديد من الباحثين، ومن بين الدراسات التي تناولت هذا التأثير من زوايا مختلفة نذكر ما يلي:

❖ أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان: دراسة قياسية 1978-2006، دراسة للباحثين رياض المومني ومحمد ملاوي منشورة سنة 2009 عن جامعة اليرموك، كان الهدف من الدراسة استقصاء أثر زيادة أو تخفيض الكمية المعروضة من النقود على أداء بورصة عمان، وبيان انعكاسات ذلك على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في تلك البورصة خلال الفترة الممتدة من 1978 إلى غاية 2006، باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR وكذلك في إدخالها لمتغير تابع مهم في البورصة وهو معدل دوران الأسهم، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية قصيرة الأجل فيما بين عرض النقود بمفهوميه الضيق M1 والواسع M2 من جهة ومتغيرات البورصة المستهدفة من جهة أخرى، ونظراً لاستجابة أسعار الأسهم لمتغير عرض النقود لذلك أوصت الدراسة بإمكانية استخدام معلومات عرض النقود من بعض المستثمرين من أجل تحقيق عوائد غير عادية .

❖ أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية. الولايات المتحدة الأمريكية والصين للمدة 2003-2014، رسالة ماجستير للباحثة آيات حسين علي الخفاجي، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، سنة 2016، هدفت الدراسة إلى تشخيص أهم المؤشرات المعبرة عن أداء الأسواق المالية وتحديد المتغيرات ذات العلاقة بأداء الأسواق المالية والكشف عن الآثار التي تتركها بعض المتغيرات المتمثلة في (سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد) بوصفها متغيرات مستقلة في أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية (القيمة السوقية للأسهم المتداولة، معدل دوران الأسهم المتداولة، مؤشر Shanghai ومؤشر Shrnzhen) بوصفها متغيرات تابعة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد وطريقة المربعات الصغرى، وتوصلت الدراسة إلى أن من أهم المتغيرات النقدية تأثيراً في أسعار الأسهم هي عرض النقد وسعر الصرف الأجنبي فيما يخص القيمة السوقية للأسهم المتداولة ومعدل الدوران، أما سعر الفائدة فكان تأثيره واضحاً على مؤشري Shanghai و Shrnzhen، إضافة إلى تباين تأثير السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية في كلا البلدين نظراً لتباين السياسة النقدية المتبعة ودرجة استجابة المستثمرين للمتغيرات في السياسة النقدية.

❖ أثر التوسع النقدي على أداء بورصة قطر للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزع ARDL، مقال للباحثين خضير عقبة وغالم عبد الله منشور سنة 2021 عن

مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، حيث تمثل هدف البحث في التعرف على أثر التوسع في عرض النقد على أداء مؤشر سوق قطر للأوراق المالية للفترة (2014-2017)، وخلصت الدراسة القياسية إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل مع عرض النقد M3 حيث كان لها تأثير سلبي على أداء السوق في المدى الطويل.

وتأتي دراستنا هذه لاستكمال الاسهامات العلمية في مجال دراسة أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات الأسواق المالية للتعرف على اتجاهاتها حديثا، وما يميز دراستنا الحالية أنها ركزت على المتغيرات مجتمعة والتي لها علاقة مباشرة بمستوى أداء السوق والتي تعبر عن (السعر والحجم والنشاط).

II- الإطار المفاهيمي للعرض النقدي والأسواق المالية

من خلال الإطار المفاهيمي للعرض النقدي والأسواق المالية سنتطرق لأهم التعاريف المقدمة لكلا المصطلحين وستتناول مقاييس العرض النقدي والأهمية الاقتصادية للأسواق المالية وأبرز مؤشراتهما.
1. تعريف السياسة النقدية

تعرف السياسة النقدية على أنها الإجراءات التي تستعمل في تتبع عرض النقود من قبل البنك المركزي كوسيلة للوصول لأهداف السياسة النقدية وهي تشير إلى مجموع التدابير التي تهدف إلى تسيير الكتلة النقدية، وأسعار الفائدة من أجل الحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي (دردوري و لقليطي، 2019، صفحة 42)

السياسة النقدية هي السياسة التي تتولى تنظيم المعروض النقدي وتسمى هذه السياسة أيضا "بسياسة الائتمان" وتلعب هذه السياسة دورا لا يقل أبدا في أهميته عن السياسة الاقتصادية والسياسة المالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي (رمزي، 2019، صفحة 16).

وبالتالي نستطيع القول أن السياسة النقدية هي الآلية التي يستطيع من خلالها البنك المركزي التحكم في كمية النقود في الاقتصاد بما يتماشى مع السياسة المراد تبنيها من قبل البنك المركزي سواء كانت سياسة توسعية أو انكماشية تحقيقا لأهداف السياسة الاقتصادية عموما.

2. مفهوم عرض النقود

يعبر عرض النقود عن مجموع وسائل الدفع المتداولة في البلد خلال فترة زمنية معينة (بوعمامة، 2017، صفحة 16).

وهناك مقاييس متعددة لتحديد العرض النقدي وأكثرها استخداما ما يلي (غربي، 2018، صفحة

:24)

❖ المقياس الأضيق للنقود M_0 : هو مجموع النقود الورقية والمعدنية (النقد السائل) التي تم إصدارها من قبل الدولة ويتم تداولها في الاقتصاد.

❖ المقياس الضيق للنقود M_1 : هو عبارة عن M_0 + مجموع المبالغ المتوفرة في الحسابات الجارية (الودائع تحت الطلب).

❖ المقياس الواسع للنقود M_2 : هو عبارة عن M_1 + مجموع الأنواع الأخرى من حسابات الادخار والودائع لأجل (أشباه النقود).

❖ المقياس الأوسع للنقود M_3 : هو M_2 + مجموع الأصول النقدية المتداولة على مستوى السوق النقدية مثل: أذونات الخزينة الحكومية التي تشكل أصول ذات سيولة عالية.

ويعتمد عرض النقود على سياسة البنك المركزي الذي يتحكم بكمية النقود المتداولة في الاقتصاد (العيسى و قطف، 2006، صفحة 286)، باعتباره مؤسسة مستقلة تمتلك حق إصدار العملة الوطنية للدول وتدير النظام النقدي والمصرفي في الدولة وتراقب المعروض النقدي والائتمان الممنوح بهدف ضمان الاستقرار الاقتصادي وكفاءة النظام المالي، وتحقيق الاستقرار المالي (إدريس، 2021، صفحة 22).

ويتجلى هدف السياسة النقدية المتعلق بتحقيق الاستقرار في السوق المالي من خلال آلية عمل هذه الأسواق، حيث أن حالة عدم الاستقرار في تلك الأسواق يمكنها أن تؤثر على حالة الاقتصاد من حيث استقراره وقدرته على التحكم في تحويلات رؤوس الأموال بين السوق المالية ومدخرات الأشخاص، وذلك بالنظر لأن هذه السوق هي سوق استثمارية، والاستقرار فيها يؤثر على جانب من جوانب حماية الاستثمار، فكلما كانت هذه السوق مستقرة، كان ذلك مؤشرا على نجاح البنك المركزي في التحكم في إدارة السياسة النقدية لأن استقرار السوق المالي أحد أهداف السياسة النقدية التي تسعى لتحقيقها (رمزي، 2019، صفحة 37).

3. مفهوم الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية القلب النابض للاقتصاد، كونها تضخ الأموال في القطاعات التي تعاني عجز مالي، وذلك بعد أن تستقطب هذه الأموال من القطاعات التي تشهد فائض في الأموال، فهي بذلك توفر المجال الأفضل لتوظيف أموال أصحاب الفوائض المالية، حيث استطاعت في الآونة الأخيرة تعبئة المدخرات المالية وتوفير المجال الواسع لاستغلال الفرص، ناهيك عن أنها تضخ التمويل اللازم للمؤسسات الاقتصادية وجميع القطاعات بما في ذلك الدولة وذلك بسبب العجز المالي، وعدم القدرة على توفير المستلزمات الضرورية للمضي قدما نحو تحقيق استراتيجيات ناجحة (سمرد، 2021، صفحة 28).

1.3 الأهمية الاقتصادية لوجود الأسواق المالية

تتمثل أهمية الأسواق المالية في الدور الرئيسي الذي تلعبه في الموائمة بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز، إضافة إلى ذلك فهي تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية وذلك عن طريق عملية طرح أسهم المشاريع الضخمة في الأسواق المالية للاكتتاب بها، كما أنها تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان متوسط وطويل الأجل بالمستوى المطلوب نظرا لوجود أسباب عديدة منها: المخاطرة، التضخم والتغير في سعر الفائدة. وتساهم الأسواق المالية أيضا في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مما له أثر كبير في تنمية ثروتهم. كما أن وجود سوق مالي من شأنه أن يوفر القروض بكلفة مناسبة إذا ما تم مقارنتها بالاقتراض الخارجي الذي قد يكلف الدولة أعباء كبيرة لا سيما في حال ارتفاع أسعار الفوائد عليها (مصيطفي و بن بوزيان، 2015، صفحة 28).

2.3 مؤشرات أداء الأسواق المالية

يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات لقياس درجة تطور سوق الأوراق المالية، أهمها:

❖ مؤشر حجم السوق: ثمة مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية هما:

أ. مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق): يقصد برسملة السوق مجموع قيم الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويعد مؤشر رسملة السوق مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق (الخيكاني و الموسوي، 2020، صفحة 134).

أي أن معدل رسملة السوق المالي يحتسب بالعلاقة التالية:

معدل رسملة السوق = القيمة السوقية للأوراق المدرجة/الناتج المحلي الإجمالي

ب. عدد الشركات المدرجة بالسوق: يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق، باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الدولة ما يعود عليها بالإيجاب، غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق)، إذ

قد يكون عدد الشركات المدرجة فى السوق المالى كبرى ولكن إجمالى القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغىرا (أندراوس، 2015، صفحة 212).

❖ مؤشـر سيولة السوق: هناك مؤشـران يستخدمـان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما:
أ. نسبة حجم التداول أو التعاملات: يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة فى البورصة على الناتج المحلى الإجمالى (سراى، 2017، صفحة 46).
الملاحظ أن هذه النسبة تعكس بشكل ملحوظ مستوى السيولة فى الاقتصاد، وتكمل نسبة التداول نسبة رسملة السوق، فأحيانا قد تكون نسبة رسملة السوق مرتفعة فى حين أن حجم التعاملات فيه ضعيف، لذا من الضرورى الاعتماد على المؤشرين معا للحصول على البيانات الصحيحة عن السوق.
ب. معدل الدوران: ويشير إلى قيمة الأسهم المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية لتلك الفترة (Vladimir & Ivna, 2008, P 481)

أي أن: $\text{معدل الدوران} = \text{حجم التداول} / \text{القيمة السوقية}$

❖ المؤشـر العام لأسعار الأسهم: يستخدم هذا المؤشـر للتعرف على الاتجاهات السوقية وحركة الأسعار ككل، حيث يستخدم كمقياس للحركة العامة فى السوق، ويتم قياسه من مجموعة من الأوراق المالية التى تمثل كافة قطاعات السوق، وبالتالى فإن ارتفاعه أو انخفاضه بالضرورة يعنى ارتفاع أو انخفاض فى السوق ككل، وعادة يقوم السوق نفسه بحساب هذا المؤشـر ونشره بموقعه الإلكترونى (أزهري، 2017، صفحة 148).

❖ مؤشـرات تمركز السوق: يعبر هذا المؤشـر عن طريقة ونسبة توزع الأدوات المالية المتعامل بها داخل السوق على عدد معين من الشركات المدرجة فى السوق (بن بخمة و الشريف، 2017، صفحة 44).
يحدد هذا المؤشـر ما إذا كانت القيمة السوقية لمجموع الأدوات المالية فى السوق محصورة فى عدد معين من الشركات المدرجة أو موزعة على عدد كبير من الشركات وغالبا ما تقاس درجة تمركز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من إجمالى رأس مال السوق.

II- الإطار النظري للعرض النقدي والأسواق المالية

تعتبر جدلية العلاقة بين العرض النقدي والأسواق المالية من المواضيع التى استقطبت اهتمام الباحثين على مر السنين خاصة فى ظل الأزمات المالية الكبرى التى شهدتها هذه الأخيرة، لذا فقد

تعددت الدراسات والأبحاث في هذا الشأن لمعرفة طبيعة العلاقة وطبيعة الأثر الذي يتركه العرض النقدي على مؤشرات هذه الأسواق وهو ما سنتطرق إليه فيما يلي.

1. العلاقة بين العرض النقدي والأسواق المالية

تساهم التغيرات التي تطرأ على معدلات نمو العرض النقدي في إحداث تغيرات واضحة على النشاط الاقتصادي بصفة عامة وعلى أداء الأسواق المالية بشكل خاص، وتتضح العلاقة بين عرض النقود والأسواق المالية من خلال ربطهما بمعدل الفائدة.

فالتقلبات التي تحدث في نمو عرض النقود لها تأثير كبير على تقلبات معدل الفائدة وهذا ما يؤثر على حجم الائتمان واتجاهات تخصيصه وتحويله من المدخرين إلى المستثمرين (الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، 2018، صفحة 21)، حيث أن حدوث صدمة إيجابية في المعروض النقدي ستقود الناس إلى توقع تنفيذ سياسة نقدية انكماشية في المستقبل التي ستؤدي بدورها إلى رفع معدل الفائدة الحالي، لترتفع معدلات الخصم وبالتالي انخفاض الأرباح المستقبلية، نتيجة لذلك تنخفض أسعار الأسهم (Maskay, 2007, P 72).

وقد وُجد أن هناك علاقة بين الكمية المعروضة من النقود وأسعار الفائدة فعند زيادة المعروض من النقود فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض في أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار في الأسهم وذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد، وإذا كان لزيادة المعروض من النقود تأثير إيجابي على أرباح الشركات فإن لها تأثير سلبي يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي بالنهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر، وهنا تظهر أهمية المحلل الأساسي في أنه يكشف عن التأثير الإيجابي السلبي لزيادة المعروض من النقود على الربحية أكبر من التأثير السلبي الإيجابي على معدل العائد على الاستثمار والنتائج عن التضخم (شقيري، 2019، الصفحات 166، 167).

فحسب المدرسة الكينزية فإن التغير في كمية النقود سوف يؤدي إلى قيام الأشخاص ببيع أو شراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات وذلك لتحقيق التوازن بين ما يحتفظون به من نقود سائلة وأصول مالية كالأسهم والسندات، فإذا أدت الزيادة في عرض النقود إلى زيادة كمية النقود السائلة في أيدي الأفراد فسوف يقومون بشراء أوراق مالية، والعكس صحيح في حالة انخفاض عرض النقود، والزيادة في طلب أو في عرض الأصول المالية سوف يؤدي إلى التغير في أسعارها ومن ثم التغير في سعر الفائدة (بن ابراهيم، 2022، صفحة 312)، لأن الزيادة في عرض النقود تؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة بسبب توفير المزيد من الأموال (Hornel, 2007; P 4)، وعندما تكون أسعار الفائدة

منخفضة للغاية، فإن الأوراق المالية ذات الفائدة الثابتة توفر عائدا مرتفعا (Kabir, Akhtaruzzaman, & Shuubhasish, 2006, P 5 وبالتالي الانخفاض في سعر الفائدة، يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة مستوى الدخل وما يترتب على ذلك من زيادة في الإنفاق الاستهلاكي، والعكس صحيح فإذا انخفض عرض النقود فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة وانخفاض الاستثمار (حامد، 2017، صفحة 139).

وقد أشار بعض النقاد أمثال Friedman و Schwartz (1963) ، Tobin (1963) ، Brunner و Meltzer (1973) إلى نماذج متعددة من الأصول في تحليلاتهم أوسع نطاقا مما اشتملت عليه نظرية كينز التقليدية للسيولة، وفي ظل هذه النماذج فإن عمليات البنك المركزي التي تزيد من السيولة سوف تسبب زيادة في أسعار الأصول التي تشكل المحفظة الاستثمارية للقطاع الخاص بما في ذلك الأسهم والعقارات، وأن تأثير السياسة النقدية التوسعية يظهر أولا في أسعار الأوراق النقدية الحكومية قصيرة الأجل، ثم الأوراق المالية الطويلة الأجل كالأسهم، ثم الأصول الأخرى كالعقارات والسلع كالذهب، كما يرى أصحاب هذا الرأي أن ارتفاع أسعار الأصول إنما هو نذير مسبق لحدوث التضخم (Michael & David, 2004, P 3).

ولم يقبل النقادون فرضية كينز بانخفاض سعر الفائدة عند زيادة المعروض النقدي، وبرروا ذلك بأن للنقود بدائل أخرى وليست فقط السندات كما يرى كينز، حيث أن هناك طيف واسع من البدائل للاحتفاظ بالنقود ومن ثم طيف واسع من العائد على الاستثمار، فالفائض في العرض النقدي سيتجه نحو اقتناء الأصول الأخرى أو زيادة الاحتياطات النقدية في البنوك، مما يشجع البنوك على زيادة الإقراض بسبب فائض السيولة لديها، مما يؤدي إلى توسع إضافي في عرض النقود يتجه نحو مزيد من الإنفاق على السلع وبالتالي ارتفاع الأسعار، حيث يرون بأن سعر الفائدة ينخفض مؤقتا عند زيادة عرض النقود الأمر الذي يتسبب في زيادة الاستثمار والطلب الكلي ومن ثم زيادة الدخل والطلب على النقود، إلا أن زيادة الطلب الكلي والإنفاق الكلي يسبب زيادة الأسعار وبالتالي زيادة الدخل، وهذه الزيادة في الدخل تحفز الأفراد وبعض رجال الأعمال على زيادة الطلب على القروض مما يتسبب في ضغوط إضافية على الأسواق النقدية تؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة لاستعادة التوازن النقدي (الأفندي، 2018، صفحة 119).

أما الكينزيون الجدد فيرون بأن زيادة العرض النقدي تجعل محفظة الأفراد في حالة غير متوازنة، لأن انخفاض سعر الفائدة يؤثر على النسبة التي يحتفظ بها الأفراد من الأصول المالية، ويصبح العائد من رأس المال العيني أعلى من العائد على السندات، مما يجعل الأفراد يميلون لزيادة عدد الوحدات من

الأصول المالية، الأمر الذي يتطلب بعض الوقت ومزيد من الاستثمارات الجديدة (القطاري، 2011،
صفحة 72).

2. النظريات المفسرة لتأثير العرض النقدي على الأسواق المالية

هناك نظريتان تفسران أثر التغير في عرض النقود على الأسواق المالية خاصة أسعار الأسهم وهما:
1.2 نظرية J-Tobin نسبة لجيمس توبن الذي قام بتطوير نظرية أسماها نظرية Q توبن وتوضح هذه
النظرية الآلية التي تؤثر بها الزيادة في العرض النقدي على الاقتصاد من خلال تأثيرها على تقييم
الأسهم، حيث عرف توبن القيمة "Q" على أنها النسبة ما بين القيمة السوقية لأصول الشركات
والمؤسسات وبين تكلفة استبدال أو إحلال رأس المال بها، فعندما تكون Q منخفضة، لن تشتري
الشركات آلات استثمار جديدة لأن القيمة السوقية للشركات منخفضة بالنسبة لتكلفة رأس المال،
والعكس صحيح فعندما تكون قيمة Q عالية أي أن القيمة السوقية للشركات عالية نسبة إلى التكلفة
البديلة لرأس المال فإن الإنفاق الاستثماري سيرتفع لأن الشركات يمكن أن تشتري الكثير من السلع
الاستثمارية الجديدة، فعندما يرتفع عرض النقود، ينجم عنه انخفاض أسعار الفائدة التي تجعل
السندات أقل جاذبية مقارنة بالأسهم التي سترتفع أسعارها ويزداد الطلب عليها، وهذا ما يؤدي إلى
ارتفاع قيمة Q وبالتالي زيادة الإنفاق الاستثماري ومن ثم زيادة الطلب الكلي (Mishkin, 1996, P 6).

$$\boxed{MS \uparrow} \Rightarrow \boxed{r \downarrow} \Rightarrow \boxed{Ps \uparrow} \Rightarrow \boxed{Q \uparrow} \Rightarrow \boxed{I \uparrow} \Rightarrow \boxed{Y \uparrow}$$

2.2 نظرية Modigliani التي بين من خلالها الدور الذي يمكن أن تؤديه السياسة النقدية التوسعية
في النشاط الاقتصادي من خلال تأثير زيادة الثروة على الاستهلاك، حيث أوضح أن المستهلكين يحاولون
تحسين مستواهم الاستهلاكي عبر الزمن من خلال زيادة الإنفاق الذي يحدد بالدخل الحالي والتدفقات
النقدية المحتملة، وهذه الموارد تتكون بصورة أساسية من الأسهم العادية، حيث عند ارتفاع أسعارها
Ps تزيد ثروتهم المالية وبالتالي يزيد استهلاكهم، وبما أن الاستهلاك هو أحد مكونات الطلب الكلي، فإن
زيادة الاستهلاك تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي والناتج الكلي (التلواني، 2022، صفحة 478).

$$\boxed{MS \uparrow} \Rightarrow \boxed{Ps \uparrow} \Rightarrow \boxed{C \uparrow} \Rightarrow \boxed{Y \uparrow}$$

III- تحليل تطورات العرض النقدي وتقييم أداء مؤشرات السوق المالية المصرية

1. تطورات العرض النقدي في مصر

يبين لنا الجدول التالي التغيرات التي طرأت على العرض النقدي مع معدلات نمو هذا الأخير في
مصر خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2021.

الجدول رقم (01): تطورات العرض النقدي في مصر خلال الفترة 2010-2021

السنة	العرض النقدي (جنيه مصري)	معدل النمو%	السنة	العرض النقدي (جنيه مصري)	معدل النمو%
2010	974 275 947	-	2016	2 658 900 370	39,51
2011	1 039 210 326	6,66	2017	3 202 658 622	20,45
2012	1 167 524 792	12,35	2018	3 628 680 751	13,30
2013	1 388 078 592	18,89	2019	4 110 515 518	13,28
2014	1 606 928 410	15,77	2020	4 920 524 925	19,71
2015	1 905 896 869	18,60	2021	5 822 649 000	18,33

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي.

والملاحظ من خلال الجدول أن العرض النقدي شهد ارتفاعا مستمرا منذ سنة 2010 حيث بلغت قيمته 974 مليون جنيه مصري ثم ارتفعت هذه القيمة لتتجاوز عتبة المليار جنيه مصري في سنة 2011 بمعدل نمو قدر بـ 6.66% مقارنة بالسنة التي قبلها، وكانت الزيادة في قيمة المعروض النقدي خلال سنة 2011 محصلة لنمو كل من النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي والودائع الجارية نتيجة لزيادة ودائع كل من القطاع العائلي وقطاع الأعمال الخاص، كما يرجع ارتفاع العرض النقدي نهاية 2011 أيضا إلى قيام البنك المركزي المصري بزيادة كمية النقد المصدر لمواجهة عمليات السحب المفاجئ من حسابات ودائع العملاء التي زادت خلال الظروف المصاحبة لثورة 25 جانفي 2011، لتواصل قيم المعروض النقدي ارتفاعها، لكنها شهدت فترة من الانكماش سنتي 2018 و 2019 نتيجة الانخفاض في النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي كنسبة من الودائع ضمن السيولة المحلية بعد تحرير سوق الصرف الأجنبي وعودة السلوك الطبيعي للاحتفاظ بالنقود، لتشهد معدلات النمو في المعروض النقدي تحسنا مرة أخرى بداية من سنة 2020 نتيجة لارتفاع مساهمة مصادر تمويل عجز المالية العامة للدولة.

2. مؤشرات أداء السوق المالية المصرية

ترجع نشأة البورصة في مصر إلى أواخر القرن التاسع عشر، حيث كانت نشأة بورصة الاسكندرية في سنة 1883م أما بورصة القاهرة فكانت في سنة 1890م، ومع بداية القرن العشرين وبالتحديد في سنة 1903م بدأ نشاطها الفعلي في الاسكندرية، ثم في القاهرة في سنة 1907م (شريط، 2019، صفحة 24).

ومن بين أهم المؤشرات في البورصة المصرية مؤشر EGX 30 المعروف بمؤشر CASE 30 سابقا وهو مؤشر تم تصميمه وحسابه بمعرفة البورصة المصرية، وقد كان 02 جانفي 1998 هو تاريخ بداية المؤشر بقيمة أساس تبلغ 1000 نقطة، وتم حساب مؤشر EGX 30 وفقا للعملة المحلية والدولار ابتداء من 1998 وقد تم بدء نشر المؤشر مقوماً بالدولار في 01 مارس 2009، يضم مؤشر EGX 30 أعلى 30

أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالي: دراسة تطبيقية على السوق المالي لدولة مصر خلال الفترة
(2021-2010)

شركة من حيث السيولة والنشاط، يتم ترجيح مؤشر EGX 30 برأس المال السوقي ويتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة إلى إجمالي الأسهم المتضمنة فيه، ويحسب رأس المال السوقي المعدل للشركة المقيدة بعدد الأسهم المقيدة لهذه الشركة مضروباً في سعر إقفالها بالجنيه المصري مضروباً في نسبة الأسهم حرة التداول، ويجب ألا تقل نسبة التداول الحر للشركة عن 15% كحد أدنى لكي يتم إدراجها في المؤشر، مما يضمن لمشاركي السوق أن مكونات المؤشر تعبر بصدق عن الشركات ذات التداول النشط وأن المؤشر يعد مقياس جيد وموثوق به للسوق المصرية (البورصة المصرية).

وقد سجل هذا المؤشر ارتفاعاً بنحو 13.62 في نهاية الربع الرابع من عام 2021، ليغلق عند مستوى 11.949.00 نقطة نهاية ديسمبر من عام 2021 (صندوق النقد العربي، 2021، صفحة 45).

ومن أجل تتبع تطورات أداء السوق المالية المصرية سنتابع مؤشرات أداء السوق التي يبينها الجدول التالي:

الجدول رقم (02): مؤشرات السوق المالي المصري خلال الفترة 2021-2010

مؤشرات السوق	القيمة السوقية (مليار جنيه مصري)	حجم التداول (مليار جنيه مصري)	كمية التداول (مليار سهم)	عدد الصفقات (بالمليون)	عدد الشركات المدرجة	معدل الدوران (%)	مؤشر EGX 30 (نقطة)
2010	489	321	33	10	228	43	7.142.14
2011	295	148	18.5	5.6	232	32	3.622.35
2012	377	185	34	6.2	235	29	5.462.42
2013	428	162	29	4.8	236	21	6.782.84
2014	501	291	57	7.3	247	38	8.926.58
2015	431	248	45	4.9	252	27	7.006.01
2016	603	285	69	6	254	30	12.344.89
2017	826	332	78	7	254	31	15.019.14
2018	751	358	60.7	6.2	252	36	13.035.77
2019	709	410	49.7	4.9	247	27	13.961.56
2020	651	690	92.8	8.6	241	42	10.845.26
2021	765	1007	136.2	11.4	246	48	11.949.18

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

بالنظر إلى أداء مؤشرات بورصة مصر نلاحظ أنها سجلت تراجعاً في الأداء سنة 2011 وذلك نتيجة الاضطرابات التي أعقبت ثورة 25 جانفي 2011 والتي أدت إلى تعليق التداول في البورصة لفترة ثلاثة أشهر، بعدها اتخذت إدارة البورصة جملة من الإجراءات بهدف استرجاع ثقة المستثمرين من أجل تجنب تداعيات الأزمة التي كان من الممكن أن تسبب في خسائر كبيرة، لكن بعد سنة 2012 شهدت كل المؤشرات أداء تصاعدياً مرة أخرى حتى أن المؤشر الرئيسي EGX30 سجل تحسناً ملحوظاً وارتفاعاً في الأداء بنحو 22% وهو ما جعله يحتل المرتبة الأولى على مستوى الدول العربية خلال سنة 2017، غير أن الأزمة الصحية العالمية كوفيد-19 والتي ألحقت الضرر بقطاعات كبيرة من الاقتصاد العالمي

كان لها تأثيرها أيضا على السوق المالى فى مصر حيث تسببت فى تقلبات واضحة فى بعض مؤشرات السوق كما نلاحظ من خلال الجدول، خاصة القيمة السوقية التى تراجعى بحوالى 8% سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، ومؤشر EGX30 الذى تراجع بحوالى 3.116.30 نقطة، لكن سرعان ما تحسنت جميع المؤشرات فى سنة 2021.

IV- قياس أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالى المصرى

1. توصيف النموذج القياسى المقترح

سنقوم ببناء نموذج قياسى بغية قياس أثر العرض النقدي على مؤشرات السوق المالى المصرى للفترة الممتدة ما بين 2010 إلى غاية 2021 حيث اعتمدت الدراسة على أربعة متغيرات، كما يفترض النموذج ثبات العوامل الأخرى حيث يكون النموذج على النحو التالى:

$$MC = \alpha_1 + \beta (MS) + u$$

$$TV = \alpha_2 + \beta (MS) + u$$

$$EGX30 = \alpha_3 + \beta (MS) + u$$

الجدول رقم (03): وصف متغيرات النموذج القياسى

رموز النموذج	توصيفها
1	القيمة السوقية (Market Capitalization) MC
2	كمية التداول (Tranded Valume) TV
3	مؤشر EGX30
4	العرض النقدي (Money Supply) MS
5	β هو معامل انحدار العرض النقدي
6	α_1 يمثل الحد الثابت لدالة القيمة السوقية
7	α_2 يمثل الحد الثابت لدالة كمية التداول
8	α_3 يمثل الحد الثابت لدالة مؤشر EGX30
9	u يمثل الخطأ العشوائى

المصدر: من إعداد الباحثين

2. مصادر المعلومات وطريقة تحليل البيانات

تمت عملية تجميع البيانات من مصادرها الموثوقة استنادا على التقارير السنوية لبورصة مصر والبنك المركزى المصرى وقاعدة بيانات البنك الدولى، كما تم الاعتماد على البرمجية المعتمدة فى مجال تحليل السلاسل الزمنية والتحليل الاقتصادى القياسى Eviews لتقدير معالم النموذج وإجراء الاختبارات الاحصائية اللازمة من خلال استخدام نموذج الانحدار الخطى البسيط وطريقة المربعات الصغرى.

3. الإحصاء الوصفى لبيانات ومتغيرات الدراسة

الجدول رقم (04): الإحصاء الوصفي لبيانات ومتغيرات الدراسة

EGX30	TV	MC	MS	
9.674845	58.57500	568.8333	2701.583	Mean
9.885920	53.35000	552.0000	2281.500	Median
15.019140	136.2000	826.0000	5822.000	Maximum
3.622350	18.50000	295.0000	974.0000	Minimum
3.677230	32.60193	172.4048	1635.309	Std,Dev
-0.104164	1.072210	0.002305	0.598442	Skewness
1.724491	3.688014	1.704206	2.089517	Kurtosis
0.835162	2.535951	0.839551	1.130754	Jarque-Bera
0.658638	0.281401	0.657194	0.568146	Probability

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- ❖ متوسط العرض النقدي MS في العينة محل الدراسة بلغ قيمة 2701.583 بقيمة وسيط بلغت 2281.500، في حين بلغت أعلى قيمة له 5822.000 وكانت أقل قيمة له 974.0000 وقيمة الانحراف المعياري بلغت 1635.309 فيما بلغ معامل الالتواء قيمة موجبة بلغت 0.598442 تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي يميناً بمعامل تفرطح مقدرب 2.089517.
- ❖ متوسط القيمة السوقية MC في العينة محل الدراسة بلغ قيمة 568.8333 بقيمة وسيط تساوي 552.0000، في حين بلغت أعلى قيمة له 826.0000 وكانت أقل قيمة له 295.0000 وقيمة الانحراف المعياري قدرت بـ 172.4048 في حين كانت قيمة معامل الالتواء موجبة وبلغت 0.002305 تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي قليلاً جهة اليمين بمعامل تفرطح مقدرب 1.704206.
- ❖ متوسط كمية الأسهم المتداولة TV في العينة محل الدراسة بلغ قيمة 58.57500 بقيمة وسيط بلغت 53.35000 في حين بلغت أعلى قيمة له 136.2000 وكانت أقل قيمة له 18.50000 وقيمة الانحراف المعياري بلغت 32.60193، فيما بلغ معامل الالتواء قيمة موجبة بلغت 1.072210 تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي يميناً بمعامل تفرطح مقدرب 3.688014.
- ❖ متوسط مؤشر EGX30 في العينة محل الدراسة بلغ قيمة 9.674845 بقيمة وسيط بلغت 9.885920، في حين بلغت أعلى قيمة له 15.01914 وكانت أقل قيمة له 3.622350 وقيمة الانحراف المعياري بلغت 3.677239 أما معامل الالتواء فكانت قيمته سالبة بلغت -0.104164 تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي يساراً بمعامل تفرطح مقدرب 1.724491.
- ❖ أما فيما يتعلق فحص Jarque-Bera فنلاحظ أن القيم الاحتمالية لجميع المتغيرات أكبر من القيمة المعنوية 0.05 وهذا ما يؤكد لنا أن جميع البيانات محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي، وبالتالي ليس لدينا مشكل في التوزيع الطبيعي.

4. تقدير أثر العرض النقدي على القيمة السوقية وكمية الأسهم المتداولة ومؤشر EGX30

1.4. فحص وتقييم نتائج تقدير أثر العرض النقدي على القيمة السوقية

تظهر نتائج التقدير في الجدول الموالي:

الجدول رقم (05): أثر العرض النقدي على القيمة السوقية للسوق المالي المصري للفترة 2010-2021

MC = 335.1532 + 0.086497 MS			معادلة نموذج الانحدار المقدر	
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
C	335.1532	59.51534	5.631375	0.0002
MS	0.086497	0.019060	4.538113	0.0011
R-squared	0.673144	Mean dependent var		568.8333
Adjusted R-squared	0.640458	S.D. dependent var		172.4048
Sum squared resid	103.3771	Akaike info criterion		12.26566
S.E of regression	106868.2	Schwarz criterion		12.34647
Log likelihood	-71.59393	Hannan-Quinn criter		12.23573
F-statistic	20.59447	Durbin-Watson stat		1.287605
Prob (F-statistic)	0.001078			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

من خلال نتائج التقدير المتحصل عليها من الجدول أعلاه يمكننا القول بأن هناك أثر طردي للمتغير المستقل (العرض النقدي) في المتغير التابع (القيمة السوقية) وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار التي تساوي 0.086497 كما أن القيمة الاحتمالية 0.0011 أقل من 0.05 دالة إحصائياً وتعني أن هذا الأثر معنوي، كما يبين لنا معامل التحديد أن 67% من التغيرات في القيمة السوقية MC تفسر من خلال العرض النقدي MS والنسبة المتبقية 33% تعود لعوامل أخرى.

1.1.4. الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء

بالنظر إلى قيمة Durbin-Watson نلاحظ أنها تساوي 1.28 وهي منخفضة نوعاً ما لذلك سنقوم بإجراء اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test للتأكد من عدم وجود ارتباط خطي ذاتي للأخطاء، وعليه تم صياغة الفرضيات التالية:

H0: عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

H1: وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

الجدول رقم (06): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.939763	Prob. F(2,8)	0.4299
Obs*R-squared	2.282934	Prob. Chi-Square(2)	0.3194

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

من خلال الجدول رقم 06 نلاحظ أن Prob. Chi-Square(2) تساوي 0.3194 وهي أكبر من 0.05 ، وهذا يدل على أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء، وبهذا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

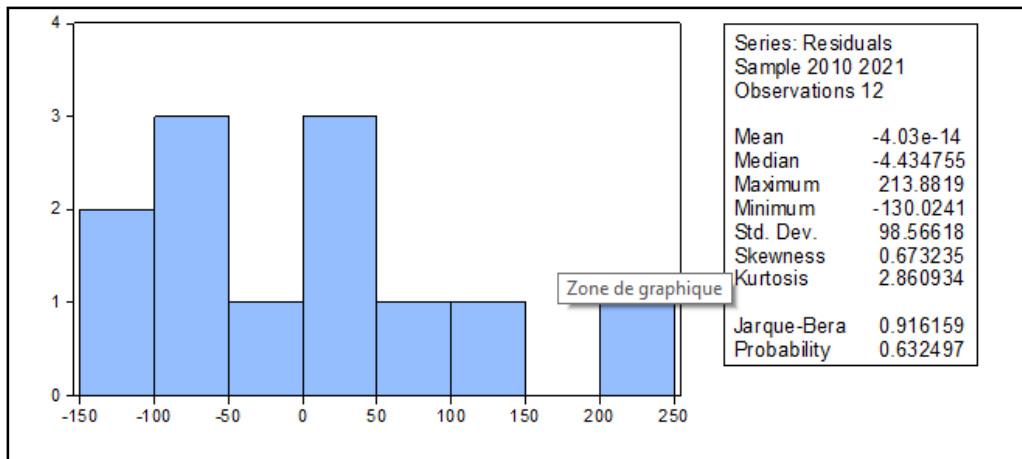
2.1.4. إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

تحقق فرض أن متغير الأخطاء العشوائية يمتلك توزيعاً احتمالياً طبيعياً يعد من بين الفروض الأساسية لتحليل الانحدار ويتسبب عدم تحققه في عدم دقة نتائج مقدرات طريقة المربعات الصغرى، وللتأكد من ذلك تم صياغة الفرضيات التالية:

H0: الأخطاء تتوزع توزيعاً احتمالياً طبيعياً.

H1: الأخطاء لا تتوزع توزيعاً احتمالياً طبيعياً.

الشكل رقم (01): التوزيع الطبيعي للبواقي لأثر العرض النقدي على القيمة السوقية



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج Eviews

من خلال الشكل 01 نلاحظ أن قيمة Jarque-Bera تساوي 0.916 بقيمة احتمالية تساوي 0.632 وهي أكبر من 0.05 وهذا يدل على أن متغير الأخطاء يتبع التوزيع الطبيعي وبهذا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

3.1.4. الكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ

تعد مشكلة عدم تجانس التباين من المشاكل التي تواجه طريقة المربعات الصغرى، ومن الاختبارات الشائعة التي تستخدم للكشف عن هذه المشكلة هو اختبار Breusch-Pagan-Godfrey، وللتأكد من ذلك تم صياغة الفرضيات التالية:

H0: تجانس التباين.

H1: عدم تجانس التباين.

الجدول رقم (07): اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.166781	Prob. F(1,10)	0.6916
Obs*R-squared	0.196854	Prob. Chi-Square(1)	0.6573
Scaled explained SS	0.127199	Prob. Chi-Square(1)	0.7214

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يتبين من الجدول 07 أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.6573 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يعني أنه لا يوجد مشكلة عدم تجانس التباين، وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على تجانس التباين ونرفض الفرضية البديلة.

2.4. فحص وتقييم نتائج تقدير أثر العرض النقدي على كمية الأسهم المتداولة

الجدول التالي يوضح نتائج التقدير كما يلي:

الجدول رقم (08): أثر العرض النقدي على كمية التداول للسوق المالي المصري للفترة 2010-2021

TV = 11.11323 + 0.017568 MS		معادلة نموذج الانحدار المقدر		
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
C	11.11323	9.305581	1.194255	0.2599
MS	0.017568	0.002980	5.894988	0.0002
R-squared	0.776541	Mean dependent var		58.57500
Adjusted R-squared	0.754195	S.D. dependent var		32.60193
Sum squared resid	16.16363	Akaike info criterion		8.554416
S.E of regression	2612.629	Schwarz criterion		8.635234
Log likelihood	-49.32650	Hannan-Quinn criter		8.524494
F-statistic	34.75088	Durbin-Watson stat		1.562894
Prob (F-statistic)	0.000152			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يستدل من نتائج التقدير المتحصل عليها في الجدول أعلاه على أن هناك أثر طردي للمتغير المستقل (العرض النقدي) في المتغير التابع (كمية التداول) وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار التي تساوي 0.017568 وأن هذا الأثر معنوي تدل على ذلك القيمة الاحتمالية 0.0002 حيث كانت أقل من 0.05 كما بلغت القدرة التفسيرية لهذا النموذج 75 %، وإجمالاً كان النموذج معنوي عند مستوى معنوية 5% بالنظر للقيمة الاحتمالية لإحصائية F.

1.2.4. الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء

نلاحظ أن قيمة Durbin-Watson تساوي 1.56 وهي تقع في منطقة القبول وبالتالي نستطيع القول أنه لا توجد لدينا مشكلة الارتباط الذاتي وما يعزز هذا القول هو إحصائية Chi-Square(2) التي تساوي 0.2958 وهي أكبر من 0.05، ما يجعلنا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالي: دراسة تطبيقية على السوق المالي لدولة مصر خلال الفترة (2021-2010)

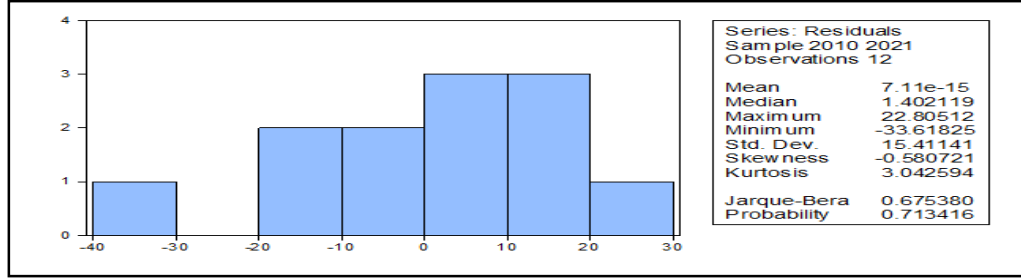
الجدول رقم (09): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.019009	Prob. F(2,8)	0.4034
Obs*R-squared	2.436360	Prob. Chi-Square(2)	0.2958

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

2.2.4. إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

الشكل رقم (02): التوزيع الطبيعي للبواقي لأثر العرض النقدي على كمية التداول



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج Eviews

من خلال الشكل 02 نلاحظ أن قيمة Jarque-Bera تساوي 0.675 قيمة احتمالية Probability تساوي 0.713 وهي أكبر من 0.05 وهذا يدل على أن متغير الأخطاء يتبع التوزيع الطبيعي وبهذا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

3.2.4. الكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ

الجدول رقم (10): اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	3.143446	Prob. F(1,10)	0.1066
Obs*R-squared	2.869974	Prob. Chi-Square(1)	0.0902
Scaled explained SS	2.035483	Prob. Chi-Square(1)	0.1537

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يتبين من الجدول 10 أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.09 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يعني أنه لا يوجد مشكلة عدم تجانس التباين، وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على تجانس التباين ونرفض الفرضية البديلة.

3.4. فحص وتقييم نتائج تقدير أثر العرض النقدي على مؤشر EGX30

يبين الجدول الآتي نتائج التقدير المتحصل عليها كما يلي:

الجدول رقم (11): أثر العرض النقدي على مؤشر EGX30 للسوق المالي المصري للفترة 2021-2010

EGX30 = 5.170 + 0.0016 MS				معادلة نموذج الانحدار المقدر	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob	
C	5.170189	1.489712	3.470595	0.0060	
MS	0.001667	0.000477	3.494956	0.0058	

R-squared	0.549848	Mean dependent var	9.674845
Adjusted R-squared	0.504833	S.D. dependent var	3.677239
Sum squared resid	2.587604	Akaike info criterion	4.890353
S.E of regression	66.95694	Schwarz criterion	4.971171
Log likelihood	-27.34212	Hannan-Quinn criter	4.860432
F-statistic	12.21471	Durbin-Watson stat	1.089025
Prob (F-statistic)	0.005775		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يظهر من الجدول أعلاه أن علاقة الانحدار بين المتغيرين هي علاقة طردية ويتبين لنا أن قيمة معامل التحديد تقدر بـ 54.98%، تشير إلى أن العرض النقدي يفسر نسبة 54.98% من التغيرات التي تحدث في مؤشر EXG30 وباقي النسبة المساوية لـ 45.02% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ومتضمنة في الخطأ العشوائي، كما أن القيمة الاحتمالية لـ F أقل من تقدر بـ 0.005 دلالة على معنوية النموذج ككل.

1.3.4. الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء

قيمة Durbin-Watson تساوي 1.089 وهي تقع في منطقة عدم التأكد، لذلك قمنا بإجراء اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test للتأكد من عدم وجود ارتباط خطي ذاتي للأخطاء، حيث كانت نتائجه كالتالي:

الجدول رقم (12): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء

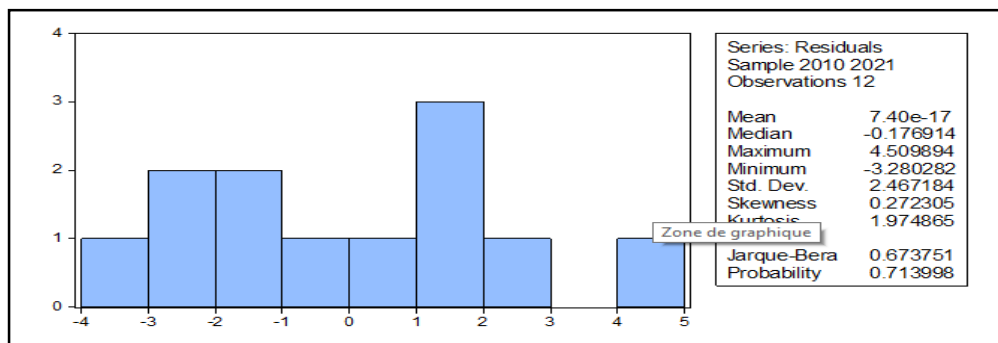
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.969286	Prob. F(2,8)	0.4198
Obs*R-squared	2.340664	Prob. Chi-Square(2)	0.3103

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

في ضوء نتائج الجدول رقم 12 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (2) Prob. Chi-Square(2) للاختبار مساوية لـ 0.3103 وهي أكبر من 0.05 لذلك سنقبل فرضية عدم التنص على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء ونرفض الفرضية البديلة.

2.3.4. إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

الشكل رقم (03): التوزيع الطبيعي للبواقي لأثر العرض النقدي على مؤشر EGX30



المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج Eviews

من خلال الشكل 03 نلاحظ أن قيمة Jarque-Bera تساوي 0.673 بقيمة احتمالية Probability تساوي 0.713 وهي أكبر من 0.05 وعليه فإن متغير الأخطاء يتبع التوزيع الطبيعي أي أننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

3.3.4. الكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ

الجدول رقم (13): اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.169881	Prob. F(1,10)	0.3048
Obs*R-squared	1.256823	Prob. Chi-Square(1)	0.2623
Scaled explained SS	0.425428	Prob. Chi-Square(1)	0.5142

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول رقم 13 أن قيمة Obs*R-squared تساوي 1.2568 باحتمالية تساوي 0.2623 ما يشير إلى عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين، أي أننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

V- الخاتمة

لقد سعينا من خلال مساهمتنا البحثية إلى معرفة طبيعة وقوة العلاقة بين العرض النقدي ومؤشرات السوق المالي لدولة مصر وذلك خلال الفترة ما بين 2010 – 2021، حيث توصلنا من خلال الدراسة القياسية إلى جملة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- ❖ يتأثر مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي لمصر إيجاباً بكمية المعروض النقدي، حيث أن ارتفاع عرض النقود بنسبة 1% جعل القيمة السوقية للبورصة ترتفع بحوالي 8%، أي هناك علاقة طردية بين المتغيرين، وهذا ما يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية حيث أن تطبيق السياسة النقدية التوسعية بزيادة العرض النقدي يجعل الأسعار السوقية للأسهم ترتفع نتيجة تحريك الطلب عليها، ومن هنا نستطيع القول أن الفرضية الأولى صحيحة.
- ❖ تتأثر كمية الأسهم المتداولة في سوق المالي لمصر بصورة إيجابية بالعرض النقدي إذ تشير النتائج إلى أن هناك علاقة طردية بين المتغيرين فارتفاع المعروض النقدي بنسبة 1% يجعل الكمية المتداولة من الأسهم ترتفع بمقدار 1.7%، فانخفاض أسعار الفائدة الذي يعود سببه لزيادة العرض النقدي يسمح للمضاربين بزيادة الاقتراض وتوجيه هذه القروض نحو المضاربة في أسواق رأس المال لأن الأسهم في هذه الحالة تصبح أكثر جاذبية للاستثمار من السندات ومن هنا تزيد كمية الأسهم المتداولة وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- ❖ بينت نتائج الدراسة ارتباط مؤشر EGX 30 بعلاقة طردية بالعرض النقدي فى السوق المالى المصرى، الذى ساهم بتفسير التغيرات فى EGX30 بنسبة 54.98% ما يثبت صحة فرضية الثالثة. بناء على النتائج العملية التى تم التوصل إليها يمكن تقديم مجموعة من الاقتراحات كالتالى:
- ❖ ضرورة تفعيل دور السياسة النقدية من خلال التحكم فى مستويات العرض النقدي التى تؤدى إلى الرفع من مستوى أداء السوق المالى المصرى من أجل تعزيز قدرته على توفير السيولة اللازمة.
- ❖ محاولة استفادة المحللين المالىين من دور التقلبات فى السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية بهدف الرفع من كفاءة هذه الأسواق.
- ❖ على المستثمرين فى الأسواق المالية الاطلاع على السياسات المطبقة من قبل البنوك المركزية للتعرف على التوجهات المستقبلية لها وأخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية من أجل تحقيق عوائد مرتفعة.

VI- المراجع

- ❖ Hornel, D. The relationship between the money supply and the inflation rate and the role of the European Central Bank in changing the money supply. *the subject Economics – Monetary theory and policy*-. Germany. (2007).
- ❖ Kabir, A., Akhtaruzzaman, & Shuubhasish, B. Effect of monetary Policy on Price formation of financial Assets: A test for Bangladesh. *Working paper, 0703*. Bangladesh Bank, september (2006).
- ❖ Maskay, B. Analyzing the Effect of change in Money Supply on Stock prices. *The Park Place Economist, 15*(1). (2007).
- ❖ Michael , B., & David, W. Monetary policy and asset prices: a look back at past u.s stock market booms. (N. B. Research, Éd.) Cambridge. (2004).
- ❖ Mishkin, F. THE CHANNELS OF MONETARY TRANSMISSION: LESSONS FOR MONETARY POLICY. (N. B. Research, Éd.) Cambridge. (1996).
- ❖ Vladimir, B., & Ivna, F. Stock market liquidity: comparative analysis of croatian and regional markets. *Financial Theory and Practice, 4*(32). (2008).
- ❖ أحمد محيى الدين محمد التلبانى، قياس أثر تغير العرض النقدي على نمو الاقتصاد المصرى باستخدام نموذج VECM، المجلد العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، مصر، 52 (3)، أكتوبر (2022).
- ❖ البورصة المصرية EGX. The Egyptian Exchange على الرابط: <https://www.egx.com.eg/ar/overviewegx30.aspx?nav=1> تم الاطلاع عليه بتاريخ 12 جانفى 2023 على الساعة 11:17
- ❖ دردورى لحسن & لقليطى الاخضر، أساسيات المالية العامة (الإصدار 1). دار حميثرا للنشر والترجمة. القاهرة، (2019).
- ❖ رمزى محمود. التسيير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومى (الإصدار 1). دار التعليم الجامعى. الإسكندرية، (2019).
- ❖ سراي صالح - دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية -دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية (المغرب، الأردن، مصر).- أطروحة دكتوراه فى العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، (2017).

أثر العرض النقدي على أداء مؤشرات السوق المالي: دراسة تطبيقية على السوق المالي لدولة مصر خلال الفترة
(2021-2010)

- ❖ سليمان بن بخمة & الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2007-2016. مجلة العلوم التجارية والتسيير. 13(1)، (2017).
- ❖ شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، (الإصدار 1)، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، (2019).
- ❖ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، (الإصدار 1)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، (2019).
- ❖ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع، العدد 107، (2021).
- ❖ الطيب الفكي أحمد أهري، أسواق المال (الإصدار 1)، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، (2017).
- ❖ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها (الإصدار 1)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، (2015).
- ❖ عبد الحلیم عمار غربي، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي. مطبوعات. Kie publications، سوريا، (2018).
- ❖ عبد اللطيف مصيطفي & محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية. (éd. 1)، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر، بيروت، (2015).
- ❖ فايز بن ابراهيم الحبيب، مبادئ الاقتصاد الكلي (الإصدار 6)، العبيكان للنشر، الرياض، (2022).
- ❖ محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي (الإصدار 1)، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، (2018).
- ❖ محمد أحمد الأفندي، النظرية الاقتصادية الكلية والسياسة الاقتصادية الجزء الثاني (الإصدار 1)، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان (2018).
- ❖ محمد إدريس، السياسة النقدية (العدد 17). سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق المقدم العربي، (2021).
- ❖ محمد ضيف الله القطاري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية) (الإصدار 1)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، (2011).
- ❖ محمود حامد محمود، الاقتصاد الكلي (الإصدار 1)، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، (2017).
- ❖ نزار سعد الدين العيسى &، ابراهيم سليمان كطف.. الاقتصاد الكلي ومبادئ وتطبيقات (الإصدار 1)، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، (2006).
- ❖ نزار كاظم الخيكاني & حيدر يونس الموسوي.. السياسات الاقتصادية -الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي- دار اليازوري العلمية الأردن. (2020).
- ❖ نصر الدين بوعمامة، محددات العرض النقدي وسبل التحكم فيه مع دراسة حالة الجزائر. أطروحة دكتوراه في علوم التسيير. جامعة الجزائر 3. (2017).
- ❖ نوال بوعلام سمرد، البورصة والأسواق المالية. دار اليازوري العلمية. عمان، (2021).