

انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010 /

وباستخدام نماذج التخلف الزمني)
م.د عباس كاظم جاسم الدعيمي

أولاً: المقدمة

تعد الأسواق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام وبالتالي فإن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية ومنها النقدية ، وطالما ان تلك الأسواق تلعب دوراً هاماً في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار ولاسيما ان الهدف الرئيس لها تحقيق الاستقرار النقدي ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة والذي بدوره بمنزلة المرتكز الأساسي لحفز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية. في ضوء الانفتاح الاقتصادي وظهور العولمة والتجارة الالكترونية نشأت حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية (تقلبات مؤشرات سوق الأوراق المالية) الأمر الذي أثر بطريقة مباشرة في نتائج أعمال الشركات وأخرى غير مباشرة في أداء تلك الأسواق واستثماراتها وللدرد من هذه التقلبات كان لابد من التعرف على العوامل المسببة لها وكيفية انتقال أثارها ومعالجتها .

كما أصبحت الأسواق المالية اليوم تشكل حيزاً مهماً لتطبيق السياسات النقدية اذ تعد الأسواق المالية قناة مهمة لانتقال اثار تلك السياسات، لذا حظيت باهتمام صانعي تلك السياسة ومتخذي القرار في معظم بلدان العالم . كما ان التقلبات الحادة كما اشرنا اليها اعلاه تدفع نحو خلق الأزمات المتكررة على المستوى المالي والحقيقي والتي بدوره تجعل مستخدمي السياسة النقدية في حيرة من امرهم في مواجهه او السيطرة على التضخم ومواجهة تزايد اسعار تلك الاصول المالية التي تنعكس بدورها على القطاع الحقيقي ومن ثم مستوى النشاط الاقتصادي.

ولعل الازمات المالية المتكررة التي تصيب الاقتصاد العالمي يكون سببها تلك التقلبات الحادة في اسعار الاصول المالية مما يدفعنا نحو بحث الاسباب والمعالجات لتلك الأزمات ،وخصوصاً اذا ما عرفنا ان واحدة من اهم تلك المعالجات استخدام السياسات النقدية والتي تستخدمها معظم البلدان النامية او المتقدمة على حد سواء باستخدام الادوات الكمية غير المباشرة لتلك السياسة.

1- اهمية الدراسة :-

تتأتى اهمية الدراسة من عدة جوانب لعل اهمها :

- يستقطب موضوع الاسواق المالية اهتمام الجميع افراد وشركات ومكونات وذلك لتزايد حجم تلك الاسواق وزيادة معاملاتها وارتفاع حدة المنافسة فيما بينها ، كما تعد قناة للاستثمار والادخار في ان واحد وقناة لتطبيق السياسات الحكومية لتحقيق اهدافها والمتمثلة بالسيطرة على التضخم وخفض معدلات البطالة كهدفين أساسيين لتحقيق الاستقرار الاقتصادي
- اما الجانب الاخر من الاهمية لهذه الدراسة فيتمثل باختيار سوق نيويورك للأوراق المالية والذي يعد من اهم واكبر واكثر الاسواق المالية تطوراً وهذا ما جعله مرآة عاكسة لوضع الاقتصاد العالمي.

• والجانب الآخر من الأهمية فيتأتى بكون السوق المالية ومدى استقرارها يعد مقياساً جيداً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية المطبقة من قبل الحكومة ولعل أهم تلك السياسات هي النقدية.

2- مشكلة الدراسة :-

تتأثر الاسواق المالية كغيرها من الاسواق بمختلف العوامل والاحداث سواء من داخل السوق او من خارجه وقد يكون للبعض منها تأثيراً ايجابياً في الاداء واخر سلبي ،مما يسبب سلسلة الازمات المالية مما ينعكس على الية عمل النظام الاقتصادي ومن ثم على مستوى النشاط الاقتصادي،ولعل من بين تلك الازمات تزايد عمليات الاستثمار المالي التي لا تتصل بالاستثمار الحقيقي والتي تنتهي في دوائر القطاع المالي في مجالات مختلفة من المضاربة والمشتقات وقد يبدو ان تفادي تلك الازمات لا ينتهي مهما بلغت السياسات النقدية والمالية من رصانة والتزام القائمين عليها بالحذر والحكمة وانما هناك اسباب اخرى قد تكون فنية وقد تكون سياسيةالخ من الاسباب.

3-اهداف الدراسة :-

تهدف الدراسة الى تحقيق جملة من الاهداف منها:

• دراسة واقع السياسات النقدية للولايات المتحدة الامريكية للمدة من 1990 - 2010 من خلال دراسة بعض المؤشرات النقدية ومنها عرض النقود وسعر الفائدة.

• دراسة واقع سوق نيويورك للاوراق المالية للمدة 1990- 2010 من خلال دراسة بعض مؤشرات السوق ومنها (المؤشر المركب - مؤشر القيمة السوقية - مؤشر احجام التداول).

• معرفة مدى تأثير مؤشرات سوق نيويورك بمؤشرات السياسة النقدية للولايات المتحدة وكذلك بمتغير التخلف الزمني والذي يتمثل باسعار الاسهم للمدد الماضية من خلال القياس الاقتصادي وباستخدام نماذج التخلف الزمني.

4-فرضية الدراسة :-

تنطلق الدراسة من عدة فرضيات منها:

• تمارس السياسة النقدية اثرها على سوق الاوراق المالية من خلال ادواتها المختلفة والمتمثلة (بعرض النقود وسعر الفائدة وسعر الصرف....الخ) من ادوات السياسة النقدية الا انه درجة التأثير تختلف من متغير الى اخر تبعاً لمستوى النشاط الاقتصادي .

• تقضي صيغة السوق المالي شبه القوية ان لتحركات اسعار الاسهم السابقة وتوقعات الارباح والإعلان عن توزيع الارباح على المساهمين انعكاساً مباشراً على اسعار الاسهم والسندات المستقبلية.

5-منهج الدراسة :-

اعتمدت الدراسة المنهج الاستقرائي معزراً بأسلوب القياس الاقتصادي لغرض قياس درجة العلاقة ما بين المتغيرات المعتمدة والمستقلة والوصول الى صحة او خطأ الفرضيات العامة التي تبينها الدراسة ،اذ استخدمت الدراسة نموذج كويل للتخلف الزمني على اساس الصيغ الرياضية الخطية.

6-مصادر الدراسة :-

ركزت الدراسة على مجموعة من المصادر العربية والنشرات الاحصائية والصادرة عن صندوق النقد الدولي وكذلك نشرات سوق (NYSE) للاوراق المالية ولقد كان لاختيار الاخيرة كنموذج للدراسة باعتباره من

أكبر وأهم الأسواق العالمية ، وبالتالي فإن إمكانية القياس وبيان العلاقة يكون نموذجاً يقتدى به كما كان لاختيار متغير عرض النقود وسعر الفائدة من بين المتغيرات والأدوات النقدية الأخرى كعمليات السوق المفتوحة أو نسبة الاحتياطي القانوني أو سعر الصرف كان بسبب (يستطيع البنك المركزي أن يفرض سيطرة أدق على الأساس النقدي واحدة من محددات الأساس النقدي عمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، وبما أن البنك المركزي يستطيع الربط بين التغير في عرض النقود وبالأساس النقدي، فقد تم الاستعاضة بعرض النقود وسعر الفائدة لعكس وضع السياسة النقدية) أما اختيار مؤشرات السوق المالية المتمثلة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر أحجام التداول كونها مؤشرات تعكس نشاط وحجم السوق المالي .

7- هيكل الدراسة :-

تم تقسيم محاور الدراسة الى عدة محاور يتضمن المحور الاول المقدمة في حين يتناول المحور الثاني ابعاد السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية في حين المحور الثالث تحليل واقع السياسات النقدية للولايات المتحدة وواقع سوق (NYSE) للأوراق المالية والمحور الرابع جاء لقياس اثر السياسة النقدية ومتغير التخلف الزمني في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية لسوق (NYSE)، وأخيراً كان المحور الخامس الاستنتاجات والتوصيات.

ثانياً - (السياسات النقدية وسوق الأوراق المالية) الاطار العام:-

1- الأبعاد النظرية للسياسة النقدية:-

أ- مفهوم السياسة النقدية :-

تمثل السياسة النقدية أداة رئيسة من أدوات السياسات الاقتصادية العامة ، إذ تستخدمها جميع البلدان بجانب السياسات الأخرى كالسياسة المالية والتجارية وسياسة الأجور والأسعار للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها في المتغيرات المحورية المكونة لهذا النشاط كالأستثمار والأسعار والنتائج والدخل. لقد جاء ظهور السياسة النقدية وتطورها بسبب تطور الفكر الاقتصادي والذي تزامن هو الآخر مع تطور النشاط الاقتصادي وممارفته من مشكلات اقتصادية استوجبت القيام بالعديد من الإجراءات النقدية الى جانب إجراءات السياسات الاقتصادية الأخرى. الأمر الذي كان لا بد من أن يدفع الى تطوير أساليبها وأدواتها وأهدافها وذلك على اثر التطور الذي لحق بالنشاط الاقتصادي وبالتالي بالإجراءات النقدية . وهو الآخر (مفهوم السياسة النقدية) قد طرأ عليه العديد من التطورات من حيث الوظائف والأهداف تبعاً لتطور النظريات النقدية إذ يحمل مفهوم السياسة النقدية أكثر من مفهوم ولكننا سنكتفي بأهم تلك المفاهيم .

• المفهوم الضيق للسياسة النقدية :-

تعني مجموعة الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة وهي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين. (حداد وهذلول، 2005 : 183)

• المفهوم الواسع للسياسة النقدية :-

وتعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد في الاقتصاد القومي ، وهي بذلك تعني العمل الذي يوجهه للتأثير في النقد و الائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم و تركيب الدين

الحكومي (Burda, Wybolsz 1997: 190 - 191) ومن خلال المفاهيم الواردة أعلاه من الممكن الاستدلال الى أهم الاهداف التي تسعى السياسة النقدية الى تحقيقها وعبر القنوات المشتركة وفي ظل التطورات التقنية في مجال الصناعة المصرفية .

ب-السياسة النقدية في اطار المذاهب الاقتصادية:-

يرتبط موقف الاقتصاديين من السياسة النقدية بنظرتهم الى النقود ووظائفها ,ولذا سوف نميز بين أكثر من موقف تبعا للنظريات النقدية والتي بحثت في هذا المجال ,ولانريد ان نستعرض تلك النظريات بالتفصيل وانما سنقتصر على استعراض ملخص مواقف الاقتصاديين الكلاسيك والكينزيين والنقوديين واقتصاديو جانب العرض والتوقعات العقلانية فالسياسة النقدية لدى الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود بقصد تنفيذ المعاملات والذي بدوره يحدد كمية النقود الواجب توفرها وهذا ما استطاعوا الوصول اليه لان النقود الى حد الحقبة التي مريها الفكر الكلاسيكي لاتزال وسيلة لتسهيل الحياة الاقتصادية وتتمتع بالحيادية ,وبالتالي حيادية السياسة النقدية خلال مدة الكلاسيك والنيو كلاسيك فعلاقة النقود مع المستوى العام للاسعار لاغيرها (الدليمي, 1990 : 388)

اما كينز فقد اقر للسياسة النقدية ان تلعب دور المساعد للسياسة المالية ويعود تاكيده على ذلك الدور الى جانب السياسة المالية لايمانه على خلاف الكلاسيك بان للنقود وظيفة اخرى مهمة غير كونها وسيلة للمبادلة وانماهي مخزن للقيمة جاعلا للنقود الدور المحرك في التغير الاقتصادي من خلال الدخل والانتاج والاستخدام (الجويجاتي, 2005 : 130-133)

وفي نفس السياق السابق لابد من الاشارة الى محاولة الكينزيين الجدد في تطوير وتقديم النظرية العامة لكينز بصورة منتظمة وسهلة وانطلقوا في ذلك من تفسيرهم لاثر السياسة النقدية من خلال منحنيين اساسيين وهما منحني تفضيل السيولة ومنحني الكفاية الحدية لراس المال (شيحة , 1985 : 307-310) اما التطورات النظرية التي لحقت بالنظرية النقدية بعد التحليل الكنزي قدمها اصحاب المدرسة المسماة بالمدرسة النقودية (والتي يتزعمها الاقتصادي الامريكي ملتن فريدمان) ,اذ أعادوا الروح للنظرية الكلاسيكية ولكن بصيغة أخرى اعتمدت على معادلة التبادل بوصفها وسيلة تحليلية ,وعدا النظرية النقدية الكمية للنقود كأداة للسياسة الاقتصادية بوصفها خير تعبير عن دور كمية النقود ,وفي ذات الوقت تعد همزة وصل بين السياسة النقدية ومقدار الانفاق الكلي في الاقتصاد. (السيدعلسي, 2003 : 567-568)

في حين أكد أصحاب مدرسة التوقعات العقلانية على روح المنهج الكلاسيكي الذي اكد على دور الاسعار والاجور المرنة في تحقيق التوازن ما بين العرض والطلب ولكنه يضيف سمة جديدة لهذا التحليل الاوهي سمة التوقعات العقلانية للوحدات الاقتصادية (افراد - منشأة) , اذا أفترضت هذه النظرية ان توقعات الوحدة الاقتصادية توقعات عقلانية ,أي انها غير متحيزة أحصانيا لانها تستند الى معلومات وافية وكافية عن الحالة الاقتصادية ولاتختلف هذه المعلومات عن تلك التي تستند اليها السياسات الاقتصادية الحكومية من الناحية النظرية والعملية ,ولذا ليس بوسع الحكومة ان تخدع الوحدة الاقتصادية من خلال سياساتها الاقتصادية ومنها النقدية , طالما ان تلك الوحدات على اطلاع جيد على الامور ولديها مدخل للمعلومات ذاتها التي لدى الحكومة ,كذلك أمنت هذه النظرية بنفس الاعتقاد الكلاسيكي والمتعلق بمرونة التغير في الاسعار والاجور. (السيد علي 2003 : 444)

في حين فهم انصار مدرسة أقتصاديو , جانب العرض ان السياسة النقدية الواجب أتباعها هي سياسات النقود الرخيصة بدلا من السياسات النقدية والائتمانية الانكماشية التي تؤثر سلبا في إمكانية انعاش جانب العرض اذ ان الائتمان الميسر ذو الكلفة المنخفضة اسعار فائدة منخفضة من شأنه ان يقود الى زيادة الحوافز الدافعة الى الانتاج والانتاجية , بمعنى ان انخفاض تكلفة الائتمان سيؤدي الى تشجيع الاستثمار وبالتالي زيادة الانتاج وزيادة العرض الاجمالي وهنا يعتقد انصار هذه المدرسة ان أثر السياسة النقدية على الاقتصاد سيكون من خلال جانب العرض الاجمالي وليس الطلب الاجمالي وان اساس السياسة النقدية التي يؤمن بها أصحاب هذه المدرسة تتمثل في سياسة النقود الرخيصة والائتمان الميسر. (باري 618) , 1987 :

ج - السياسة النقدية والتطورات النقدية الحديثة:-

لقد اثير الجدل بن اوساط الادب الاقتصادي حول الطبيعة القانونية للنقود الألكترونية ومدى قيمة وصفها بالنقود على الرغم من الاتفاق في تلك الاوساط حول اهمية تلك النقود للمعاملات التجارية ، وقد اشدت الخلاف حول طبيعة هذه النقود وهل تعد نقوداً تؤدي نفس الوظائف التي تؤديها النقود التقليدية ، واذا ما كانت كذلك فإنها ستكون نوعاً حديثاً من النقود يضاف الى النقود الورقية والمكتوبة ، اذ يرى بعض الاقتصاديين أن النقود الألكترونية يمكنها القيام بنفس الوظائف النقدية والرئيسية المعروفة للنقود (وسيط التبادل - مقياس ومخزن للقيم الخ) في حين يذهب البعض الاخر الى عدم اعتبارها نقوداً وانما مجرد وسيلة دفع ومن ثم تماثل الشيكات السياحية ، وبالتالي فهي اداة نقدية خاصة ، وبين مؤيدين ومعارضين برزت مجموعة من الآراء المتبادلة ولكن اقل صارمة ، وفي كل الاحوال يمكن رصد أكثر من رأي رئيسي حول الطبيعة القانونية للنقود الألكترونية منها (صفوة ، 2006:34-30)

الرأي الاول : يذهب هذا الرأي على ان النقود الألكترونية هي الصيغة غير المادية للنقود الورقية ، فاصدار النقود الألكترونية يتم من خلال تحويل شكل النقود من الصورة الورقية الى الشكل الألكتروني ، أي احلال شكل النقود محل الشكل الاخر ، وبالتالي سوف تكون لدى مؤسسات الاصدار مساواة ما بين (نقود المدخلات) النقود القانونية التقليدية (ونقود المخرجات) النقود الألكترونية أو الرقمية .

الرأي الثاني : اما الرأي الثاني فيذهب الى أن النقود الألكترونية التي لاتصدر عن البنك المركزي بأنها مجرد وسيط في التبادل ، أي أنها تستخدم لاتمام المبادلات التي تتم عبر الانترنت .

الرأي الثالث : أما الرأي الثالث فيرى أن النقود الألكترونية هي عبارة عن الرصيد النقدي المسجل ألكترونياً على بطاقة مختزنة القيمة ، تعتبر أئتمانياً ايضاً ، اذ يعد ذلك التزاماً قانونياً لمصدر البطاقة لحاملها في الوحدات النقدية والرقمية الألكترونية .

الرأي الرابع : يذهب انصار هذا الرأي الى عد النقود الألكترونية بأنها تدافقاً بشكل ثلاث ابعاد لاغنى عنها جميعها لقيامها بدورها كأداة دفع حقيقية ونهائية ، طالما يمكن عدها حق في تلقي وديعة

لقد انعكست الصورة الجديدة للنقود الألكترونية على وسائل وانظمة الدفع والتسويات ومن ثم على العمليات المقدمة للزبائن، اذ اصبح بالإمكان تقديم الخدمات المصرفية في أي مكان واي وقت ، متمثلة بالخدمات المصرفية عبر الهواتف الخلوية والخدمات المعلوماتية كالاستعلام عن الارصدة والاطلاع على عروض المصارف واسعار العملات والفوائد والاستثمارات والقروض والتسهيلات ومواقع البنك الفعلية ودوائرها وغيرها من الخدمات الاستعلامية ، كما تشمل الخدمات المالية لتحويل النقود من حساب الى

حساب وخدمات الدفع النقدي، وفتح الحسابات وإغلاقها... الخ من الاعمال والخدمات المصرفية (7: 2005, www.gemplus.com).

لقد تزامن ظهور وتطور مفهوم النقود والمصارف الالكترونية والتوسع في تقديم الخدمات المالية والمصرفية وفي أي وقت واي مكان مع ظهور وشيوع وتطور الانترنت ، إذ مكن الزبون الدخول من خلال الاشتراك العام عبر الانترنت ، أي ان المصارف يزود العميل من خلال الكمبيوتر الشخصي (PC) بحزمة البرمجيات ، اما مجاناً او لقاء رسوم مالية ، وهذه تمكنه من اداء وتنفيذ عملياته ونشاطاته التجارية والاقتصادية على بعد (المصرف المنزلي) وعرفت هذه الحزمة باسم برمجيات الادارة المالية الشخصية مثل (Microfits Memory) وحزمة (Ntuits Quichn) وغيرها ، وهذا المفهوم للحزمات المالية عن بعد يعبر عنه واقعياً بمصرف الكمبيوتر الشخصي (pc. Banking) وهو مفهوم وشكل قائم ولايزال الاكثر شيوعاً في عالم العمل المصرفي الالكتروني ، والذي ينعكس بدوره على وضع السياسة النقدية ومن ثم على زيادة الانشطة الاقتصادية خاصة في تلك البلدان التي استخدمت تلك التقنية والتكنولوجيا الحديثة في العمل المصرفي.

ان تطور المصارف الالكترونية يعني اتساع التعامل بالنقود الالكترونية والذي من شأنه ان يؤثر على حجم التعامل بالنقود القانونية وهذا ما يؤثر بدوره على السياسة النقدية التي يمكن ان يتبعها البنك المركزي ، بل ان النقود الالكترونية بدأت تثبت وفي كل يوم فاعليتها وكفائتها في توسع وتسوية المعاملات الاقتصادية الجارية يومياً وخصوصاً المعاملات التجارية ، لدرجة انها من الممكن أن تحل محل اوراق البنكوت التي يصدرها المصرف المركزي ، وبالتالي فأنها تمارس تأثيرها في كمية وسائل الدفع من المعروض النقدي ، بما يتبعه ذلك من احتمال انتشار التضخم ، فالنقود الالكترونية تؤدي الى احداث تغيرات في سرعة دوران النقود (Velocity) أو احتمال حدوث اصدار زائد (Cmission Excess) اذا ماتم استخدامها في منح الائتمان ، فضلاً عن التأثير المتوقع على حجم احتياطات المصارف المركزية ومن ثم على ميزانيتها وما يترتب عليه ذلك من اثار على قدرتها على ادارة وتوجيه السياسة النقدية ، يضاف لذلك تأثير استخدام النقود الالكترونية على اسعار الصرف الاجنبي ون ثم اضعاف سلطة المصرف المركزي في التحكم في حجم المعروض النقدي ، مما قد يؤدي الى ظهور وتوليد ازمات مالية . (صفوت ، 2006 - 54 : 60)

2- الأبعاد النظرية للسوق المالية :

أ- مفهوم وتطور السوق المالي :-

إذا ما تتبعنا تاريخ السوق المالي فإنه يكشف لنا ان نشوؤه و تطوره جاء انعكاساً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها ، فنشوؤه لم يكن من قبيل الصدفة ، وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري و الاقتصادي في تلك البلدان ، وان فكرة تلك الاسواق ظهرت منذ ان فكر الانسان باستغلال مدخراته ، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوؤه الشركات ذات الفوائض المالية إذ سعت تلك الشركات الى استثمار تلك الفوائض من خلال تلك الاسواق

وأول من عرف الاسواق المالية كان الرومان في القرن الخامس قبل الميلاد وبالتحديد عام 527 واطلق عليها اسم (Illegia_ Mercatorum) إذ شهدت هذه الاسواق بعض الانشطة المشابهة لانشطة الاسواق المالية المعاصرة ، فهي تشبه الى حد كبير بعض بورصات التجارة في عصرنا الحاضر ، ولقد سبقت هذه الانشطة بعض اشكال التعامل المالي والنقدي ومن اهمها بيوت المال وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية

المدفوعات وغيرها من اعمال الصيرفة قبل حوالي (4000) عام قبل الميلاد, اذ عرفت حضارة وادي الرافدين اقدم اشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة والمال والصيرفة .

وتشير الشواهد التاريخية ان اول بورصة (Bourse) رسمية مارست اعمال وانشطة السوق المالية انشأت في مدينة انفرس البلجيكية عام (1576م) , ثم في امستردام في هولندا عام (1608م). ثم في لندن عام (1666م),وبعدها في باريس عام (1808م) . ثم تلا ذلك انشاء بورصة نيويورك عام (1892م). ولقد كان لانتشار الشركات المساهمة خلال تلك المدة اثر على اقبال الحكومات على الاقتراض وخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية, الامر الذي كان له الاثر الالهم في ظهور بورصات الاوراق المالية (Securities Stock Exchanges) بعد ان كانت اغلب تلك المعاملات تتم على قارة الطريق كما في الدول الكبرى كفرنسا وانكلترا وامريكا,الى ان استقر التعامل بعد ذلك في ابنية خاصة تسمى الان بورصات الاوراق المالية (ادم ، 2001 : 105 – 104) وهكذا نجد كما سبق الإشارة ان التطور الاقتصادي لاي بلد كان لابد انه يصاحبه تطورا ماليا موازيا له في شكله وقوته, لذا يمكن القول عموما ان فكرة الاسواق المالية ونشوءها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للبلد وهي (الشبلي ، 2000 : 17-19)

- المرحلة الاولى / تتميز بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وقبال الافراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية .
 - المرحلة الثانية / تمتاز ببداية ظهور المصارف المركزية وسيطرتها على المصارف التجارية بعد ان كانت المرحلة الاولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة .
 - المرحلة الثالثة / مرحلة ظهور المصارف المتخصصة في الاقراض القصير والمتوسط والطويل الاجل (المصارف الصناعية والعقارية و الزراعية) .
 - المرحلة الرابعة / مرحلة بداية ظهور الاسواق النقدية المحلية ,فوجود سوق نقدي متطور يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تجري فيها .
 - المرحلة الخامسة / وهي مرحلة اندماج الاسواق المالية المحلية بالاسواق المالية الدولية , بحيث تكمل كل سوق منها الاخرى من حيث عرض النقود او الطلب عليها ,وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه .
- ب-المؤشرات المالية والفنية لسوق الاوراق المالية :-

هناك مجموعة من المعايير (المؤشرات) تعطي جميعها صورة واضحة للمتعاملين وغير المتعاملين بالسوق المالية فرصة عن اتخاذ القرار الاستثماري او تنفيذ السياسات النقدية والمالية ولعمل ابرز تلك المؤشرات هي :-

1- المؤشرات المالية لسوق الاوراق المالية :-

تستخدم هذه المؤشرات في قياس اداء السوق والتحقق من مدى تحقيقه لاهدافه كما تعبر عن درجة ونضج السوق ومنها (المؤشر العام لاسعار الاسهم - مؤشر القيمة السوقية - مؤشر حجم التداول - مؤشر

معدل دوران السهم - مؤشر درجة التركيز - مؤشر عدد الشركات) كما تساعد هذه المؤشرات على مقارنة أداء السوق بمؤشرات اسواق اخرى وبالتالي التعرف على اتجاهات السوق ونشاطه .

2- المؤشرات الفنية لسوق الاوراق المالية :-

تعطي هذه المؤشرات القدرة للمتعاملين من مختلف التوجهات مستثمرين ومدخرين على الافادة من التغيرات التي تطرأ على الورقة المالية ، ومن ثم تحديد توقعات قراراتهم بالبيع والشراء ، اذ ان الهدف من تحليل هذه المؤشرات تحديد افضل اوقات الدخول والخروج من السوق المالية لبيع وشراء الورقة المالية ، وبالتالي الحصول على المكاسب الرأسمالية ، وغالباً مايكون عامل التوقيت هو الفارق بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح ، ولعل أبرز تلك المؤشرات هي :- (www.ticherchart.com 2010)

✓ مؤشر التدفق المالي (Money flow Index)

يوضح هذا المؤشر حركة دخول وخروج السيولة للسهم وأثره على المؤشر العام للسهم ، ويمكن الاستفادة من هذا المؤشر في الاستثمار الطويل الاجل وكذلك المضاربة ويتكون هذا المؤشر من جدول ترميم من الصفر الى 100 ، اذ ان حركة المؤشر من الاسفل الى الاعلى تعني دخول سيولة في السهم ، وبالعكس الحركة من الاعلى الى الاسفل تعني خروج السيولة من الاسهم ، فاشارة الدخول كسر الرقم 20 صعوداً واشارة الخروج كسر الرقم 60 نزولاً .

✓ مؤشر القوة النسبية (Relative strength Index)

يستخدم هذا المؤشر لغرض الاستثمار ويستفاد منه لمعرفة القاع والقمم للسهم بشكل تقريبي و يتكون هذا المؤشر من جدول ترميم من الصفر الى 100 ، فوجود هذا المؤشر في المنطقة المحصورة ما بين الصفر الى 30 يعني انه في القاع وهي اشارة للشراء ، وعند وجود المؤشر في المنطقة المحصورة ما بين 31 - 70 دليل استقرار ، اما وجود المؤشر في المنطقة ما بين 71 - 100 تعني ان السهم في القمة وهي منطقة خطره وينصح بعدم الدخول بالشراء ، ولذا فاننا نستطيع ان نستنتج انه اشارة الدخول للسوق المالي هي كسر الرقم 30 صعوداً واشارة الخروج من السوق المالي كسر الرقم 70 نزولاً .

✓ مؤشر الماكد (Macd Index)

يستخدم هذا المؤشر لغرض المضاربة ويتكون هذا المؤشر من خطين (الخط باللون الاخضر ، والخط المتقطع باللون الاحمر في الرسم) والفاصل ما بين هذين الخطين الخط الصفري في المنطقة العليا (فوق الخط الصفري) دليل وجود عمليات شراء وكلما ارتفع خط ماكد للاعلى زادت خطورة الدخول للسهم ، اما المنطقة السفلى (تحت الخط الصفري) دليل على انهيار سعر السهم ، وبالتالي فان كسر الماكد للخط الصفري صعوداً تأكيد لاشارة الدخول للسوق ، كما كسر الماكد للخط الصفري نزولاً تأكيد لاشارة الخروج من السوق .

✓ مؤشر ستوكاستيك (Stochastic Index)

يتكون هذا المؤشر من منحنين %D و %K فاذا كان التباعد والانفراج بين %K و %D نزولاً باتجاه %K حتى لو كان السهم في صعود فهي اشارة للخروج واذا كان صعوداً للأعلى فهي اشارة شراء حتى لو كان السهم في هبوط .

ج- الاسواق المالية والتطورات الالكترونية :-

لقد انعكس التقدم والتطور الإلكتروني على خطوات الاسواق المالية ،اذ ساهم الاستخدام الواسع للادوات الالكترونية (عالم المعرفة المعلوماتية والاتصالات) على خلق بيئة تجارية تسمح لمديري المحافظ المالية والمضاربيين الانتقال وبسرعة بين مختلف الاسواق ، مما جعل التنقل بين تلك الاسواق اجراءً مريحاً ، بعد ان اخذت تلك الاسواق تعتمد على منتجات الثروة الالكترونية وعبر مايعرف بالبورصة الالكترونية (e.stock Exchange) ،اذ يتم تبادل الاوراق المالية وتداولها الالكترونياً ومن خلال شبكة الانترنت ، فضلاً عن سهولة عمليات التبادل لتلك الاوراق وسرعة تداولها ، مما يجعل خطوات الاسواق المالية اسرع بكثير ولعل ابرز الاوراق الالكترونية هي :-
(حنفي وقرياقص ، 2002 : 22، 23)

- شبكات الدولية للمعلومات والاتصالات الالكترونية الانترنت . (Internet)
- شبكة ويب العالمية . (Word Wide Web.WWW)
- شبكة سويفت (Society for world wide Inter Bank Financial Telecommunication) .

وتقدم تلك الشبكات الالكترونية المعلومات المالية والخدمات المالية وعلى نطاق عالمي من خلال الاتصالات الدولية بين المصارف ،وهذه المنشأة مملوكة من قبل اشخاص تقوم بتقديم هذه الخدمات في مجال الاعمال المالية والمصرفية وبالسرعة المطلوبة ،الاداء الفعلي الجيد المضمون وبثقة عالية ،وهذا ما يوفر قاعدة من البيانات يمكن من خلالها توفير المعلومات التي تحتاجها الاسواق المالية لعقد الصفقات بالسرعة المطلوبة واعادة استخدام هذه المعلومات مرات عدة بما يضمن البساطة في اجراء العمليات وكفاءة وبتكاليف اقل ،وهذا يسهم في تطوير السوق المالية.
(الراوي ، 2009 : 449)

د-انعكاسات السوق الكفوء على مؤشرات التداول .

السوق المالي الكفوء هو ذلك السوق الذي تتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير ، اي تقديم جميع الاوراق المالية ، بحيث تكون المعلومات متوفرة للجميع (المقترضين - المدخرين) وبأقل الكلف ، ولهذا فان السوق المالية تعد كفوءة اذا ما استجابت اسعار الاسهم والمؤشرات الاخرى وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد الى المتعاملين فيه سواء كانت هذه المعلومات سياسية او مالية او اقتصائية او اي احداث اخرى يضاف اليها السجل التاريخي لسعر الاسهم في الايام والاسابيع والسنوات المالية والتي من شأنها ان تغير نظرة المتعاملين الى الجهة المصدرة للسهم .

فالقيمة السوقية العادلة تعطي اشارة واضحة ودقيقة على اتجاه كفاءة تخصيص الموارد المالية طالما ان سعر السهم يعكس المعلومات المتاحة كافة والتي من شأنها ان تؤثر في القيمة السوقية ، بمعنى اخر عندما يستلم المستثمر جميع المعلومات المتاحة سيكون له الاثر في قرارات البيع والشراء ، ومن ثم فان اسعار الاسهم تعكس كل المعلومات المفترض ان تؤثر فيه .

وتعد المعلومات المتاحة للمتعاملين من اهم الارقان السائدة لنجاح بورصات الاوراق المالية وتطورها ومن ثم كفاءتها ، فهي تمثل المحرك الاساسي لتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات والتخصيص الكفوء للموارد المالية ، وتنعكس اهمية المعلومات (المالية والاقتصادية الاخرى) على ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة البورصة ، ودرجة هذه الثقة تتحدد بدورها بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة اخص ومنفعة

اعلى شريطة ان تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق التداول ، بالاضافة الى الوضع الاقتصادي في البلد المعني ولذا فان ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ السوق وظروفه (معلومات دقيقة وحقيقية) يجنب المتعاملين فيه التسعير الخاطئ مع ايضاح مستقبل اداء الاستثمارات .

وعلى هذا الاساس فان مؤشرات حجم التداول في السوق المالية تعتمد وبدرجة اساس على مدى تلقي المتعاملين فيه المعلومات الصحيحة ومدى دقتها والتي لها علاقة بظروف السوق والجهات المصدرة والوضع الاقتصادي...الخ من المعلومات.

3- العلاقة ما بين السياسة النقدية والسوق المالية :-

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسات النقدية وتنمية تداول الاوراق المالية , وهذا الترابط ينبع اساسا من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين اسواق النقد (Monetary Market) واسواق رأس المال (Capital Market) ومن هنا يمكن ان نتصور اجراءات النظام المصرفي متمثلة بالمصرف المركزي والمصارف التجارية المتخصصة والتي هي مؤسسات محفزة للنمو الاقتصادي ويمكن ان تصبح احدى الدعائم الرئيسية في قيام سوق متطورة لتداول الاوراق المالية .

فاتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة الى السيولة الكلية للاقتصاد يفسر لنا زيادة ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية الامر الذي يجعل من الضروري توسيع دور وأهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة والتأثير في سيولة السوق , اذ تستطيع السلطة النقدية القيام باجراءاتها المختلفة التي من شأنها ان تؤثر في مكونات السيولة الكلية للاقتصاد , رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد ويمكن ان تنتقل آثار الاجراءات النقدية الى السوق المالية بطريقتين الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة على الرغم من ان الطريقة المباشرة في التأثير تكون مقيدة لنشاط السوق (بيع الاوراق المالية وشرائها من لدن السلطة النقدية) على عكس الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الطريقة الاولى وخصوصا عندما تسود حالة الشفافية والوضوح , اذ يكون تأثير الاجراءات النقدية في الاخيرة من خلال قنوات مشتركة مهمه في التأثير في حجم سيولة السوق ولعل ابرز تلك القنوات هي (Mingh ,et.at ,2005: 1-9) .

• سعر الفائدة :-

ويرتبط سعر الفائدة بعلاقة تشابكية مع ادوات السوق المالية من خلال تأثير هذه الاسعار وبشكل فعال جدا في تلك الادوات ومن جهة اخرى تتحدد اسعار الفائدة من خلال السوق المالية وذلك من خلال علاقة سعر الفائدة .باسعار السندات في سوق السندات واسعار الاسهم في سوق الاسهم , وتتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية .

• منح الائتمان :-

وترتبط هاتان القناتان بعلاقة متداخلة (علاقة سعر الفائدة والائتمان الممنوح), اذ تظهر الادلة العملية والنظرية , وان أتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي الى انخفاض كلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة , ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال المصارف الامر الذي يقود الى انخفاض توجه الافراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل (أي قيام المقترضين بأحلال مهمة الاقتراض من السوق المالية الى المصارف

التجارية) والذي بدوره يؤدي الى انخفاض عرض السندات ومن ثم ارتفاع اسعارها الامر الذي ينعكس على مؤشرات اداء السوق المالي .

فبالاضافة الى ما تقدم فإن هناك العديد من القنوات التي يمكن ان تستخدمها السلطة النقدية بغية التأثير في السوق المالية ,ومن أهم تلك القنوات هي سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني .

وتمتد اثار السياسة النقدية الى السوق المالية ومن ثم التأثير في الاستثمارات المالية عبر القنوات المذكورة ، فقيام السلطة النقدية باستخدام اداة سعر اعادة خصم للتأثير في السوق المالية يتم عبر السوق النقدية فتغير احكام اقراض المصارف التجارية باستخدام الاداة المذكورة له تأثير في حجم احتياطي تلك المصارف ومن ثم في حجم الاستثمارات المالية ،كما تأثير عمليات السوق المفتوحة في السوق المالية تصل من خلال قيام السلطة النقدية ببيع وشراء الاوراق المالية الحكومية القصيرة والمتوسطة والطويلة الاجل وعبر التأثير في قناة الاسعار واسعار الفائدة ،اما نسبة الاحتياطي القانوني فان المصرف المركزي يستطيع التحكم بتلك النسبة الامر الذي يدفع المصارف التجارية الى اللجوء الى السوق المالي لغرض بيع ماديها من اوراق مالية وهذا ينعكس بدوره على اسعار وقيمة الاصول المالية ومن ثم مؤشرات السوق المالية.

ثالثاً - : تحليل واقع السياسة النقدية ومؤشرات التداول لسوق نيويورك للاوراق المالية للمدة (1990-2010)

تحليل مؤشرات السياسة النقدية

من اجل معرفة الدورالمصرفي الذي يؤديه المصرف الفيدرالي في النشاط الاقتصادي عبر قنواته المختلفة وفي سبيل تحقيق اهدافه ،اذ يتم سنوياً تحديد اهداف السياسة النقدية والائتمانية في ضوء ما تتضمنه خطة المصرف في تحقيق تضخم منخفض وتنمية سريعة للمخرجات وبطالة منخفضة،ويرى الفيدرالي ان تحقيق الغايات النهائية للاقتصاد السليم تتمثل في استخدام القنوات والادوات النقدية كالعرض النقدي واسعار الفائدة للمساعدة في تحقيق الاهداف وسيتم استعراض اهم المؤشرات الرئيسية المعبرة عن تلك السياسة كالآتي :

أ- مؤشر عرض النقود / Supply Money Index :-

واحد من اهم مؤشرات السياسة النقدية هو عرض النقد والذي يمكن الاستدلال من خلاله على توجهات السياسة النقدية التي تبغيها السلطة النقدية فيما اذا كانت توسعية او انكماشية ،اذ من الممكن ان تتغير كمية النقد الموجودة باشكاله المختلفة من حين الى اخر تبعا لاجراءات السلطة النقدية وتفضيلات الافراد بالاحتفاظ وعدم الاحتفاظ بالشكل المعين دون اخر كذلك اجراءات وتصرفات المصارف التجارية والمؤسسات المالية المختلفة ، والتي مجتمعتاً لها اهمية وتأثير بالنسبة لمجمل الاقتصاد .

ويلاحظ من الجدول (1) أن $MS2$ (ومكونات $MS1 = MS2 +$ الودائع الزمنية) قد ازداد وبشكل مستمر خلال فترة الدراسة ، اذ بلغ (8595.4) بليون دولار عام 2010 بعد ان كان (3290.8) بليون دولار عام 1990 وبمعدل نمو مركب خلال مدة الدراسة بلغ (4.92 %) ويعود هذا النمو نتيجة لزيادة الودائع الادخارية والزمنية المكونة لـ $MS2$ ، فقد ازدادت اهمية الودائع الزمنية والادخارية من اجمالي الودائع المصرفية ، للزيادة الكبيرة في شهادات الایداع المصرفي (Certifict of Deposits) القابلة للتداول في السوق المالية وتحديدًا

السوق النقدية منها ، بالإضافة الى ادونات الخزانة والسندات الحكومية وتعد الاخيرة ودائع زمنية لاجوز استرداد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق ولكن السبيل الوحيد للتصرف بها يتمثل بعرضها للبيع في سوق التداول الثانوية والتي تكون المصارف التجارية جزءاً منها وزيادة تلك الاصول في التداول يعكس الدور القوي الذي يمكن ان تمارسه المصارف في السوق المالية ، ويمكن الاستدلال على ذلك من ارتفاع نسبة القيمة السوقية واحجام التداول الى G.D.P كما في الجدول (1)، الامر الذي يعكس بوضوح مدى حجم التمويل الذي توفره سوق الاوراق المالية من جانب ومن جانب اخر تطور سيولة السوق ضمن السيولة الكلية للاقتصاد الامريكي .

ب - مؤشر سعر الفائدة (Interest Rate Index)

ان هذا المؤشر لا يقل اهمية عن مؤشر عرض النقد كدليل لتوجهات السياسة النقدية في ما اذا كانت توسعية او انكماشية كما ان السلطة النقدية تستخدم هذه الاداة لكبح حجم التضخم ويلاحظ من الجدول (1) انخفاض اسعار الفائدة على الودائع من (8.15 %) عام 1990 الى (1.73% و 1.15 % و 1.56 %) للاعوام 2002 و 2003 و 2004 بالمقارنة مع سعر الفائدة عام 1990 ولقد كان هذا الانخفاض في سعر الفائدة الرسمي ومايرتبط به من اسعار الفائدة الاخرى قد حصل بسبب السياسات النقدية المتساهلة التي انتهجها البنك الفدرالي بعد عام 2001 في ضوء النتائج الاقتصادية والتي اظهرت ضعف في اداء الاقتصاد الامريكي عقب احداث ايلول سبتمبر ليخفف هذا الاجراء بدوره من الاثار السلبية لاحداث ايلول على وقع الاقتصاد الامريكي ، وقد انعكس هذا الانخفاض في سعر الفائدة الرسمي على العائد من السندات الحكومية ، اذ تراجعت الفائدة على السندات الحكومية بعد قيام السلطة النقدية بخفض اسعار الفائدة عدة مرات والذي انعكس بدوره على وضع الموازنة العامة ، لتعود اسعار الفائدة الرسمية الى الارتفاع بعد عام 2004 لتصل الى 3.05% و 5.1% و 5.2% للاعوام 2005 و 2006 و 2007 على التوالي ، الان بعد عام 2007 شهدت اسعار الفائدة على الودائع انخفاض اخر ليصل الى 2.97% و 0.65% و 0.23% للاعوام 2008 و 2009 و 2010 على التوالي بفعل الازمة المالية العالمية الاخيرة وكجزء من اجراءات السلطة النقدية الفدرالية للتخفيف من حدة تلك الازمة ، ولغرض التوسع في منح الائتمان المصرفي وتوفير السيولة حتى وصلت الفائدة الى مستويات دنيا بعد ان لاح للاقتصاد العالمي ومنه الامريكي الفتور والتراجع وسجلت معظم القطاعات الاقتصادية انخفاضاً في مستوى الناتج مما دفع معظم الاقتصادات العالمية القاندة للنشاط الاقتصادي بخفض سعر الفائدة فقد خفض البنك المركزي الياباني سعر الفائدة الى 0.30 والانكليزي الى 3% وهكذا بقية الاقتصادات .

(ابريهي , 2009 : 37)

جدول(1)

تطور مؤشرات عرض النقد وسعر الفائدة في الولايات المتحدة الامريكية
للمدة (1990- 2010 -)

السنوات	Ms2 بليون دولار	سعر الفائدة على الودائع Deposits Rate	المؤشر العام (المؤشر المركب)	القيمة السوقية (M.V) بليون دولار	نسبة (M.V) الى (G.D.P)	احجام التداول T.V بليون دولار	نسبة (T.V) الى (G.D.B)
					%		%
1990	3290.8	8.15	1908.4	4424.9	76.2	1336.2	23
1991	3391.8	5.84	2426.0	5939.8	99.2	1553.5	25.6
1992	3448.0	3.68	2539.9	6079.2	96.2	1764.6	27.9
1993	3503.8	3.17	2739.4	7069.2	106.4	2305.1	34.7
1994	3517.9	4.63	2653.3	6815.6	96.6	6002.9	85
1995	3662.4	5.92	3484.1	8760.7	118.3	9540.9	128.9
1996	3832.9	5.39	4148.0	9100.0	116.4	11674.7	149.4

153.4	12761.5	140.6	11700.0	5405.1	5.62	4049.1	1997
184.7	16222.8	158.2	13900.0	62999	5.47	4401.6	1998
230.1	21404.3	180.0	16700.0	6876.1	5.33	4672.3	1999
279.3	27469.3	188.8	17700.0	6945.5	6.46	4959.7	2000
290	29241.6	157.7	15900.0	6236.3	3.69	5479.7	2001
389.8	40816.6	127.0	13300.0	5000.0	1.73	5832.3	2002
296.2	32499.9	156.7	17200.0	6464.0	1.15	6112.0	2003
268.5	31511.6	167.1	19600.0	7250.0	1.56	6456.7	2004
289.6	36168.8	169.7	21200.0	7754.0	3.51	6713.3	2005
252	32707.4	193	25000.0	9138.0	5.15	7061.9	2006
165	21879.6	237	31400.7	11432.4	5.27	7522.2	2007
210	27940.6	207	27380.0	9974.9	2.97	8249.3	2008
130	16960.2	146	19012.0	8456.7	0.65	8549.7	2009
154	20431.9	165	21879.6	9859.8	0.23	8595.4	2010

Source:

I.M.F, International Monetary Found, International Financial Statistics year books, 1995, 2005,2006, , 2007

2009 , 2010:

- , fact & Figures, stock price trends, compnnded growth rates of NYSE [www.globalinvnet](http://www.globalinvnet.com) Composite index.
- New York Stock Market (NYSE): fact book for year 2006 And 2010 Market Capitalization Of NYSE Companies.
- www.etrade.wallst.com/vi/stock/charts.asp?ymbol

2 - تحليل مؤشرات التداول في سوق نيويورك للمدة (1990 - 2010)

من اجل الوقوف على تطور اداء سوق نيويورك للاوراق المالية لابد لنا من تتبع مؤشرات اداؤه والتي من أهمها المؤشر العام لاسعار الأسهم، ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر احجام التداول الخ من المؤشرات .

أ- المؤشر المركب لسوق نيويورك:- (Composite Index)

من اجل قياس درجة وفاعلية واداء سوق نيويورك للاوراق المالية والتقلبات التي تصيبه فقد تم اختيار هذا المؤشر كدليل على ذلك ، وتشير البيانات الواردة في الجدول (1) وخلال المدة المدروسة ان هذا المؤشر قد شهد تطوراً ملحوظاً خلال الاعوام الاولى ، اذ ارتفع من 1908.4 نقطة عام 1990 الى 6945.5 نقطة عام 2000 وجاءت هذه الزيادة بسبب زيادة الطلب على الاوراق المالية المدرجة في السوق ومن ثم احجام التداول والقيمة السوقية وكذلك الشركات المدرجة في السوق وتطور النشاط الاقتصادي العالمي ، الا ان هذا المؤشر قد انخفض بعد عام 2000 وبالتحديد للاعوام 2001 ، 2002 ، 2003 ولعل احداث ايلول سبتمبر كانت السبب الرئيس في ذلك وبعد عام 2003 شهد هذا المؤشر تحسناً ملحوظاً الا ان هذا المؤشر انخفض عام 2008 و2009 بفعل الازمة المالية العالمية الاخيرة اذ شهد الاقتصاد الامريكي تدهوراً وفتوراً في معظم قطاعاته الاقتصادية بفعل ازمة الرهون العقارية مما انعكس ذلك على مجمل نشاط سوق نيويورك

ب - مؤشر القيمة السوقية (Market Capitlization Index)

يمثل هذا المؤشر إجمالي الأوراق المالية المدرجة في السوق ، وتعتمد قيمة هذا المؤشر على زيادة عدد الأسهم المدرجة وزيادة عدد الشركات فيها ، فكلما زاد عدد الأسهم وعدد الشركات زادت قيمة هذا المؤشر .

ويظهر لنا جدول (1) ارتفاع القيمة السوقية لسوق نيويورك عام 1990 ، إذ ارتفعت قيمة هذا المؤشر من 4429.4 بليون دولار عام 1990 الى 17700.0 بليون دولار عام 2000 ، وقد جاءت هذه الزيادة بفعل الزيادة في عدد الاسهم المتداولة في السوق ولزيادة عدد الشركات المدرجة فيه (ارتفع عدد الشركات من 1774 شركة عام 1990 الى 2862 شركة عام 2000) ، كما كان لدخول ادوات مالية حديثة كالخيارات والمبادلات والمستقبليات دور في هذا الارتفاع ، إذ شجعت الاخيرة العديد من المستثمرين التوجه نحو السوق طلباً للتمويل الا ان قيمة هذا المؤشر انخفضت للاعوام 2008 ، 2009 ، بفعل بعض الازمات التي ضربت الولايات المتحدة كاحداث أيلول والازمة المالية العالمية الكبيرة .

ج - مؤشر احجام التداول (Trading Volume Index)

يمثل هذا المؤشر فرصة التداول اي عمليات البيع والشراء للادوات المالية في السوق ويرتبط هذا المؤشر ايضاً بالمؤشرين السابقين الذكر ، ويمكن استخدام هذا المؤشر للتعرف على درجة السيولة في السوق ، وكمثله من المؤشرات السابقة فقد ازدادت حركة التداول في السوق المذكورة للمدة من 1990 لغاية 2002 ثم تذبذبت هذا المؤشر مابين الانخفاض والارتفاع بعد التقلبات التي شهدتها الاقتصاد الامريكي والعالمي .

د. مؤشرات التداول والازمة المالية الراهنة :-

• اسباب الازمة وبادر الازمة

انطلقت الازمة من الفشل في سداد القروض المسماة دون المستوى القياسي Sub prime الذي بلغ مستويات لاسابق لها في ذلك المضمار ، لقد وصلت الازمة قممها في مايس 2007 عندما اصبحت المؤسسة المتخصصة بهذا النوع من الاقراض واسمها New Century Financial مقلسة وسرحت نصف عدد منتسبيها ، وهكذا بدء الانهيار بشكل عينا ثقيل على معظم المميزات العمومية للمصارف في معظم بلدان العالم ، ومن اسباب الازمة :-

(www.forumsnusee.com 2- 6 : 2009)

◀ قيام المصرف الفيدرالي بتقديم الاموال بشكل غير محدودة للمؤسسات المالية والمصارف المتخصصة في الاقراض العقاري مقابل نسبة فائدة متدنية جداً وصلت في بعض الاحيان دون مستوى التضخم

◀ التوسع في منح الائتمان من قبل المؤسسات المالية للأفراد من ذوي الدخل المحدود لغرض الاستثمار في القطاع العقاري متجاهلة قاعدة الحذر وتقييم المخاطر .

◀ التوسع في الاسواق الثانوية (عمليات التوريق) بأكثر بكثير من القيمة الحقيقية للانتاج والاصول الحقيقية مما ساهم بابتعاد القطاع المالي عن القطاع الحقيقي .

◀ وجود المؤسسات المالية المدعومة من قبل الحكومة الامريكية والبنك الفيدرالي مثل مؤسسة (Freddie mac) ومؤسسة (Fannie mac) المالية التي تقومون بشراء الرهون العقارية من المصارف واعادة انتاجها على شكل اسهم وسندات تباع للأفراد والمؤسسات .

• الازمة المالية وتقلبات مؤشرات التداول سوق NYSE للأوراق المالية :-

إن التعاقب في الفتر والانتعاش ، والتغيرات الحقيقية في أسعار الفائدة والصرف والبطالة والتضخم وعجوزات وفوائض موازين المدفوعات ، والدين الداخلي والخارجي للحكومات ، تعد جميعها من جملة الحقائق النمطية Stylized Facts في الاقتصاد المعاصر ولذلك لا بد من التمييز مابين الازمة عن بقية المشكلات الاعتيادية ، وهكذا فأننا لا يمكن دراسة الازمة الاخيرة بمعزل عن تطور العلاقة مابين القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي ، وتشير البيانات المتوفرة لدينا ان نسبة القيمة السوقية للنتائج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة الامريكية قد وصل الى 193 % و 237 % و 207 % للاعوام 2006 و 2007 و 2008 على التوالي ، كما ان نسبة احجام التداول للنتائج المحلي الاجمالي قد وصلت الى 252 % و 165 % و 210 % للاعوام 2006 و 2007 و 2008 على التوالي ، ان هذا الارتفاع في نسبة الموجودات المالية الى اجمالي الناتج يدل على ان القطاع المالي اصبح مهيمناً على الاقتصاد الحقيقي ويمثل ثقلاً

كبيراً أكثر من اي وقت مضى ان هذا النمو المتسارع في القطاع المالي دون استناده الى مقومات مالية بعيدة عن متطلبات الاقتصاد الحقيقي ، اي تزايد عمليات الاستثمار المالي التي لا تتصل مباشرة بالاستثمار الحقيقي والتي تنتهي عند دوائر القطاع المالي في مجالاته المختلفة من المضاربة والمشتقات تفسيراً للازمة وبيادر ظهورها، ولعل هذا التفسير يجعل سبب الازمة توقع الانخفاض الشديد في اسعار الموجودات المالية او الاخفاق في التسديد والفتور الاقتصادي ، فالتوقعات تفقد الموجودات المالية الى ارتفاع شاق وهي ذاتها تؤدي بها الى مستويات سحيقة مختلفاً بذلك الازمة ، وإذا ماتتبعنا مؤشرات التداول لسوق نيويورك كما في الجدول (1) لوجدنا ارتفاع اقيامها ونسبها الى الناتج وكان هذا اشارة لظهور ازمة مالية . (ابريهي ، 2009 : 2)

رابعاً - قياس أثر السياسة النقدية في مؤشرات التداول لسوق نيويورك للاوراق المالية للمدة (1990-2010)

تحديد نموذج التقدير الملائم للتطبيق :-

بالاعتماد على فرضيات البحث فانه سيتم اختيار المتغيرات المستقلة والتمثلة بمؤشرات السياسة النقدية للولايات المتحدة الامريكية (عرض النقود بالمعني الواسع وسعر الفائدة) ومتغير التخلف الزمني والمؤثرة في المتغيرات المعتمدة والتمثلة بمؤشرات سوق NYSE للاوراق النقدية (المؤشر العام لاسعار الاسهم / مؤشر القيمة السوقية / مؤشر احوال التداول) وباستخدام نموذج التخلف الزمني (Lagged awale) ومن اختيار النموذج الامثل ومن ثم اختبار دقة معنوية معلمات النموذج باستخدام المعايير الاحصائية والاقتصادية والقياسية . وهنا فان القياس الاقتصادي يهدف من وراء ذلك الى قياس المؤشرات والمعلمات الاقتصادية قياسا واقعيا معتمداً على البيانات الاحصائية الخاصة بالمتغيرات التي تتعلق بهذه المؤشرات و هذا ما سوف نتبعه في هذه الدراسة

و من أجل تحديد النموذج وتقديره تم استخدام نموذج التخلف الهندسي لكويك Koyck's Geometric Layscheme وعلى اساس الصيغ الرياضية الخطية (Linear) حيث يعتبر توزيع او نموذج كويك للتخلف الزمني من أشهر النماذج في مجال البحوث التطبيقية , اذ يفترض ان الاوزان (معاملات التخلف الزمني) تتناقص تدريجيا بمتوالية هندسية , وبمعنى اخر ان تصبح المعاملات أصغر فاصغر بمرور الزمن . ويفترض هذا النموذج ان المتغيرات المتخلفة زمنيا القريبة من المتغير المستقل (Xt) تمارس تأثيرا كبيرا على المتغير التابع (Yt) مقارنة بالمتغيرات البعيدة عنه , كما تتناقص اوزان المتغيرات المختلفة زمنيا تدريجيا بشكل متوالية هندسية أي ان

$$B_i = h_i b_0$$

$$I_f \quad 0 < h < 1$$

وبذلك يصبح نموذج كويك المستخدم في دراستنا هو :

$$Y_t = a_0 (1-h) + b_0 x_t + h Y_{t-1} + V_t$$

$$I_f \quad V_t = U_t - h U_{t-1}$$

وبموجب هذه المعادلة استطاع كويك ان يستبدل المتغير الداخلي المتخلف زمنيا (Yt-1) بالمتغير المستقل (Xt-1 ، Xt-2 ، Xt-3) وان يقدر المعاملات (h, B1, B0) بدلا من تقدير (Bs, B0) لذلك فان المعلمات تدل ان كل زيادة في Xt بمقدار وحدة واحدة تؤدي الى زيادة (Yt) بمقدار a(1-h) = awo وهو ما يسمى بالاثر القريب المدى (Short run impact) وعند زيادة (Xt) بمقدار وحدة واحدة

وبقائه عند المستوى الجديد دون زيادة فإن (Y_t) ستكون مساوية الى Y_{t-1} شريطة ان تكون $0 < h < 1$

اما الاثر البعيد المدى Logng run impact (X) على (y) متساوي

$$a = a(1-h)/(1-h) = bo/1-h$$

وهناك نستطيع اجمال توصيف النموذج الخاص بمؤشرات التداول لسوق نيويورك للاوراق المالية :-

$$Y_{t1} = ao(1-h) + box1 - b1x2 + b3Y_{t-1} + U$$

$$Y_{t2} = ao(1-h) + box1 - b1x2 + b3Y_{t-1} + U$$

$$Y_{t3} = ao(1-h) + box1 - b1x2 + b3Y_{t-1} + U$$

حيث ان :-

Y_{t1} :- يمثل المؤشر العام لاسعار الاسهم .

Y_{t2} :- تمثل مؤشر القيمة السوقية

Y_{t3} :- تمثل مؤشر احجام التداول

$X1$:- يمثل عرض النقد بالمعنى الواسع .

$X2$:- يمثل سعر الفائدة للودائع الثابتة _:

Y_{t-1} :- قيمة المؤشر العام لاسعار الاسهم السابقة (ويمثل متغير التخلف الزمني).

وهكذا نجد ان هذه العلاقة بنيت على اساس الفروض النظرية الخاصة بالنموذج القياسي وبصورة عامة فان البيانات الاحصائية سواء كانت على شكل سلاسل زمنية او مقاطع عرضية تؤدي مهمة اساسية في تحليل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية خلال واقع اقتصادي معين ونجاح التحليل ودقة المؤشرات تتوقف على دقة هذه البيانات المتوفرة

1- طبيعة العلاقة بين متغيرات النموذج :-

من الضروري قبل البدء بقياس العلاقة ما بين المتغيرات المستقلة (عرض النقود بالمعنى الواسع وسعر الفائدة اضافة الى متغير التخلف الزمني (Y_{t-1})) والمتغيرات المعتمدة (المؤشر العام لاسعار الاسهم ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول) لابد من بيان نوع العلاقة النظرية التي تربطها وكالاتي :-

- يرتبط عرض النقود بعلاقة ايجابية بالمؤشر العام لاسعار الاسهم والمؤشرات الاخرى اذ تنتقل هذه العلاقة من خلال الانفاق الكلي عند زيادة عرض النقود ومن ثم الدخل القومي والتي بدورها تؤدي الى زيادة مستوى الارباح الذي ينعكس ايجابيا في المؤشر العام لاسعار وبقية مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية , وهذا يعني وجود علاقة طردية ما بين عرض النقود وكل من مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية.

- اما بالنسبة لسعر الفائدة فيرتبط بعلاقة عكسية مع سعر السهم والقيمة السوقية واحجام التداول, اذ ان هناك علاقة عكسية ما بين اسعار الفائدة واسعار الاسهم والمؤشرات الاخرى في سوق الاوراق المالية , فقيام السلطة النقدية باتباع سياسة نقدية توسعية مثلا يؤدي الى توفير الائتمان والتوجه نحو اسواق الاسهم كسبيل للاستثمار (شراء الاسهم والمضاربة فيها) وذلك بالافادة من اختلاف اسعار الفائدة على الائتمان والتي تكون منخفضة بفعل السياسة النقدية التوسعية وبين عوائد الاسهم , ومن ثم فان التوجه

نحو شراء الاسهم سيعمل على زيادة الطلب عليها , الامر الذي سيؤدي الى ارتفاع اسعارها , لذلك فان العلاقة بينما ستكون عكسية.

• تتأثر أسعار الاسهم هي الاخرى بتحركات الاسعار المستقاة في التسلسل التاريخي وبالتالي فإن التحركات في اسعار الاسهم والعوائد المستقبلية فترتبط بالتغيرات التي تطرأ في تلك الاسعار والعوائد في المدد الماضية وبالعلاقة طردية اذ تعكس صيغة فرضية السوق شبه القوي والاصول الاخرى في لحظة معينة كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني بما في ذلك الحركة التاريخية بمعنى اخرى فان جميع المعلومات المتاحة يجب ان تنعكس مباشرة على اسعار الاسهم بما في ذلك الاسعار السابقة .

3- تقدير وتحليل أثر السياسة النقدية في مؤشرات تداول سوق نيويورك للاوراق المالية للمدة (1990 - 2010)

بعد تحليل البيانات الخاصة بالسياسة النقدية (عرض النقد بالمعنى الواسع وسعر الفائدة ومتغير التخلف الزمني على مؤشرات التداول وباستخدام برنامج Spss حصلنا على عدة نماذج وباستخدام اسلوب الانحدار المتعدد **Multiple Regression** والتي أعمدت في التحليل القياسي .

* المعادلة الاولى :- (تم استبعاد متغير سعر الفائدة والتخلف الزمني لارتباط الاول بعلاقة تشابكية مع عرض النقود لضعف معنوية الثاني)

$$Y_{t1} = -5.26 + 1.36X_1$$

$$t = -1.03 \quad 2.07$$

$$R_2 = 0.39 \quad F = 3.64 \quad D.W = 2.05$$

* المعيار الاحصائي :-

بلغت قيمة F المحتسبة 3.64 وبمقارنتها بـ F الجدولية 3.55 عند مستوى معنوية (0.05, 3, 21) (F) = نلاحظ ان القيمة المحتسبة أكبر من القيمة الجدولية مما يؤكد معنوية النموذج المقدر وبلغت قيمة R2 القوة التفسيرية للنموذج المقدر 0.39 أي ان 39% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للاسعار الاسهم سببها التغيرات الحاصلة في متغير عرض النقد وان التغيرات الاخرى تفسرها عوامل أخرى لم تدخل في النموذج ومن خلال اختبار (t) فقد بلغت القيمة المحتسبة لمعلمة عرض النقد بالمعنى الضيق (2.07) وهي اكبر من القيمة الجدولية 1.72 عند مستوى معنوية = (21, 0.05) مما يدل على معنوية المعلمة في التأثير ويمكن الاعتماد عليهما في عملية التقدير .

* المعيار القياسي :-

بلغت قيمة (D.W) المحتسبة 2.05 وبمقارنتها بالقيمة الجدولية وبمستوى معنوية 0.05 و التي تتراوح قيمتها بين $du = 1.408$, $dl = 2.592$ فانها تقع في منطقة القبول $(du < D.W < 4)$

, ($1.40 < 2.05 < 4$) مما يؤكد عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي بين البواقي العشوائية كذلك فان النموذج خال من مشكلة التعدد الخطي

المعادلة الثانية :-

$$Y_{2t} = -5.72 + 1.62 X_1 + 0.0499 X_2 + 0.133 Y_{t-1}$$

$$t = -3.64 \quad 8.07 \quad 1.73 \quad 1.80$$

$$R_2 = 0.89 \quad F = 44.77 \quad D.W = 2.95$$

المعيار الاحصائي :-

- من النموذج اعلاه نلاحظ ان المعادلة قد تجاوزت جميع المعايير الاحصائية , اذ بلغت قيمة F المحسوبة , 44.77 وهي اكبر من الجدولية والبالغة 3.55 بالمقارنة عند مستوى معنوية F(3,21,0.05) كما نلاحظ ان قيمة t الجدولية لكل من (Y_{t-1}, X₂, X₁) قد بلغت 8.07 و 1.73 و 1.80 (على التوالي وهي اكبر من الجدولية 1.72 عند مستوى معنوية = (21,0.05) t مما يدل على معنوية المعالم في التأثير والاعتماد عليهما احصائيا في عملية التقدير . في حين بلغت القوة التفسيرية لقيمة R² (0.89) اي ان 89% في التغيرات الحاصلة في مؤشر القيمة السوقية سببها التغيرات , الحاصلة في المتغيرات المستقلة وان 11% من التغيرات الاخرى سببها عوامل اخرى لم تدخل في النموذج .

- المعيار القياسي :- بلغت قيمت (DW) المحسوبة (2.95) وبمقارنتها بالقيمة الجدولية وعن مستوى معنوية 0.05 والتي تتراوح قيمتها بين du=1.40 , dl=2.59 فانها تقع في منطقة القبول مما يؤكد عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي .

المعادلة الثالثة :-

(تم استبعاد متغير سعر الفائدة لارتباطه بعلاقة تشابكية مع متغير عرض النقد)

$$Y_{3t} = -13.4 + 2.22 X_1 + 0.457 Y_{t-1}$$

$$t = -2.43 \quad 3.13 \quad 1.76$$

$$R_2 = 0.68 \quad F = 11.15 \quad D.W = 2.94$$

المعيار الاحصائي :-

- من النموذج اعلاه نلاحظ ان المعادلة قد تجاوزت جميع المعايير الاحصائية , اذ بلغت قيمة F المحسوبة 11.15 وهي اكبر من الجدولية 3.55 بالمقارنة عند مستوى معنوية = F(3,21 , 0.05) كما نلاحظ ان قيمة t المحسوبة لكل من (Y_{t-1}, X₁) قد بلغت 3.13 و 1.76 (على التوالي وهي اكبر من الجدولية t 1.72 عند مستوى معنوية = (21,0.05) مما يدل على معنوية المعلمتين في التأثير والاعتماد عليهما احصائيا في عملية التقدير . في حين بلغت القوة التفسيرية لقيمة R² (0.68) , اي ان 68% في التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول سببها التغيرات , الحاصلة في المتغيرات المستقلة وان 32% من التغيرات الاخرى سببها عوامل اخرى لم تدخل في النموذج .
- المعيار القياسي :- بلغت قيمت (DW) المحسوبة (2.95) وبمقارنتها بالقيمة الجدولية وعن مستوى معنوية 0.05 والتي تتراوح قيمتها بين du=1.40 , dl=2.59 فانها تقع في منطقة القبول مما يؤكد عدم وجود ظاهرة الارتباط الذاتي .

• المعيار الاقتصادي :-

اما فيم يتعلق بالتحليل الاقتصادي ؛ فتشير نتائج التقدير الى وجود علاقة ما بين عرض النقد بالمعنى الواسع ومتغير سعر الفائدة ومتغير التخلف الزمني كما تم الاشارة اليه في المعادلات السابقة وهذا ما يفسر اثرهما في مؤشرات التداول ، اذ يرتبط متغير عرض النقد بعلاقة طردية مع متغيرات المعتمدة (مؤشرات التداول) وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية إذ تعكس معلمة المتغير المستقل في المعادلات السابقة ذلك الاثر، فتغير عرض النقد بمقدار 1.36 يؤدي الى تغير المؤشر العام بمقدار وحدة واحدة ، كما ان تغير X_1 بمقدار 1.62 يؤدي الى تغير القيمة السوقية بمقدار وحدة واحدة كما ان تغير X_1 بمقدار 2.22 يؤدي الى تغير مؤشر احجام التداول بمقدار وحدة واحدة ، في حين ان تغير X_2 بمقدار 0.0499 يؤدي الى تغير مؤشر القيمة السوقية بمقدار وحدة واحدة وبشكل يخالف منطق النظرية الاقتصادية والتي تفترض ان يرتبط سعر الفائدة على الودائع الثابتة بعلاقة عكسية مع مؤشرات التداول ، فارتفاع سعر الفائدة على الودائع الثابتة يؤدي الى ارتفاع العائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية الثابتة الامر الذي يدفعهم نحو بيع جزء او كل من اسهمهم او كليهما والتوجه نحو الاستثمارات البديلة باعتبار ان ايداع اموالهم في المصرف وبفوائد عالية اكثر اماناً من تقلبات ومخاطر اسعار الاسهم الامر الذي يساهم في انخفاض مؤشرات التداول بما في ذلك مؤشر حجم التداول الا ان المعادلة الثانية التي تم تقديرها تشير الى ان متغير سعر الفائدة يرتبط بعلاقة طردية وهذا مخالف لمنطق النظرية الاقتصادية ويمكن تفسير ذلك بان ارتفاع سعر الفائدة على الودائع الثابتة في الولايات المتحدة سيؤدي الى ارتفاع اسعار الفائدة الاخرى بما في ذلك اسعار الفائدة على القروض ، اذا ما علمنا ان السلسلة الزمنية التي تم اختيارها ضمن دراستنا (1990-2010) تخللتها الازمة المالية الاخيرة ، ويمكن تفسير مخالفة العلاقة بين المتغيرين اعلاه لمنطق النظرية الاقتصادية اكثر من تفسير ولعل اهمها (ان ارتفاع اسعار الموجودات يشجع على زيادة الائتمان بضمن تلك الموجودات مما يؤدي الى زيادة الطلب عليها (الائتمان) وزيادة اسعارها (الفائدة) وتستمر هذه العملية على هذا الطراز من التغذية المتبادلة والتي يمكن ان تولد فقاعة ومن خلالها ترتفع اسعار الموجودات بعيداً (مؤشرات التداول) وهذا ما يمكن ان يفسر العلاقة الطردية المخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية) وكما يمكن تفسير تلك العلاقة ايضاً عندما ترفع الدولة سعر الفائدة لديها لمواجهة التضخم فان ذلك سيؤدي الى زيادة التدفقات الرأسمالية اليها للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع ، مما قد يؤدي الى زيادة الطلب على الموجودات المالية بما فيها مؤشرات التداول وبالتالي ارتفاع اسعارها) ، وغيرها من العوامل والاحداث والسياسيات الداخلية والخارجية التي يمكن من خلالها تفسير هذه العلاقة المغايرة في حين ان تغير متغير التخلف الزمني ($yt-1$) بمقدار 0.133 و 0.457 كما في المعادلتين الثانية والثالثة يؤدي الى تغير مؤشر القيمة السوقية واحجام التداول بمقدار وحدة واحدة على التوالي وهكذا نرى ان تحركات اسعار الاسهم السابقة ومن خلال متغير التخلف الزمني كان لها الاثر الايجابي على مؤشرات القيمة السوقية واحجام التداول وهذا يعني ان تحركات اسعار الاسهم لها علاقة بمؤشرات احجام التداول في سوق نيويورك للاوراق المالية وفقاً لفرضية صيغة السوق شبه القوي .

خامساً - الاستنتاجات والتوصيات

1- الاستنتاجات :-

أ- لقد انعكس التقدم والتطور الالكتروني على خطوات الأسواق المالية اذ ساهم الاستخدام الواسع للأدوات الالكترونية (عالم المعرفة المعلوماتية والاتصالات) على خلق بيئة تجارية تسمح لمديري المحافظ

المالية والمضاربين الانتقال وبسرعة بين مختلف الأسواق ، مما جعل التنقل بين تلك الاسواق اجراءً مريحاً

ب- تشير البيانات الواردة الى تطور عرض النقود بالمعنى الواسع طيلة مدة الدراسة والتي قابلها تذبذب في سعر الفائدة خلال مدة الدراسة مما يؤيد نهج السياسة النقدية في الولايات المتحدة الى الرغبة في استخدام اداة سعر الفائدة في مواجهة بعض الازمات والفتور الاقتصادي كذلك معالجة بعض المشكلات الاقتصادية، كما تشير البيانات الى ارتفاع نسبة القيمة السوقية واحجام التداول ال G.D.P الامر الذي يعكس بوضوح مدى حجم التمويل الذي توفره سوق الاوراق المالية من جانب ومن جانب اخر مدى تطور سيولة السوق ضمن السيولة الكلية للاقتصاد الامريكي.

ت- شهدت مؤشرات التداول لسوق نيويورك تصاعداً في المدة الاولى للدراسة لانهما بدأت تتذبذب في الاعوام الاخيرة وبالتحديد بعد عام 2001 بفعل احداث ايلول وازمة الرهون العقارية .

بدأت الازمة في الظهور عندما فشلت مؤسسة New Century Financial في سداد القروض المسماة دون المستوى القياسي Subprime الذي بلغ مستويات لاسابق لها في ذلك المضمار ، لقد وصلت الازمة قمتها في ايار 2007 عندما اصبحَت المؤسسة المتخصصة بهذا النوع من الاقراض مفلسة وسرحت نصف عدد منتسبيها ، وهكذا بدء الانهيار يشكل عبئاً ثقيلاً على معظم الميزانيات العمومية للمصارف في معظم بلدان العالم

ج - اظهرت النتائج القياسية وكما في المعادلة الاولى الى وجود علاقة طردية ما بين متغير عرض النقود مع المتغير المستقل (المؤشر العام لاسعار الاسهم) وبشكل يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية ، كما اثبتت النتائج معنوية العلاقة احصائياً وقياسياً من خلال الاختبارات الاحصائية والقياسية المتمثلة ب DW, R2, F, t وكما تم الاشارة اليه ، وكما ان المؤشر العام لاسعار يتأثر فقط بمتغير عرض النقود فقط .

د - اظهرت النتائج القياسية (المعادلة الثانية) الى وجود علاقة ما بين جميع المتغيرات المعتمدة الداخلة بالنموذج بالمتغير المعتمد والمتمثل بمؤشر القيمة السوقية وبشكل يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية ما عدا متغير سعر الفائدة والذي تم تفسيره سابقاً ، وذلك من خلال النتائج المعنوية التي اثبتتها الاختبارات الاحصائية والقياسية المشار اليها ، كما ان مؤشر القيمة السوقية يعد من اكثر المتغيرات التابعة الداخلة بالنموذج استجابة لتغيرات السياسة النقدية (عرض النقود وسعر الفائدة) وكذلك تأثرها بمتغير التخلف الزمني .

و- اثبتت النتائج القياسية (المعادلة الثالثة) الى استجابة متغير حجم التداول للتغيرات في متغير عرض النقود وبتغير التخلف الزمني وهذا ما اثبتته الاختبار الاحصائية والقياسية وبشكل يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية.

2- التوصيات :-

أ- يمكن اعتماد نتائج التحليل القياسي التي توصلت اليها الدراسة في امكانية استخدام السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الاوراق المالية ومنها المؤشر العام لاسعار ، وبالتالي توجيه السياسة النقدية بالاتجاه الصحيح .

ب - يمكن اعتماد النتائج القياسية من قبل صانعي السياسة النقدية في الولايات المتحدة في استخدام ادوات السياسة كعرض النقد وسعر الفائدة للتأثير على النشاط الاقتصادي من خلال سوق الاوراق المالية وبالتحديد

على مؤشر القيمة السوقية باعتباره من اكثر المتغيرات الداخلة في النموذج استجابة لمتغيرات السياسة النقدية .

ث- هناك ادوات نقدية اكثر تأثيراً في مؤشرات سوق نيويورك يمكن للسلطة النقدية ان تستخدمها الى جانب عرض النقود وسعر الفائدة مثل عمليات السوق المفتوحة وسعر اعادة الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني.

د- يمكن لجميع الاطراف المتعاملة بالسوق المالية الاستفادة من جميع المعلومات المتاحة بما في ذلك تحركات اسعار الاسهم السابقة والسياسات النقدية والمالية لتوقع اسعار الاسهم او توقع حالة السوق المالية وبالتالي تعطيهم فرصة الاستثمار في تلك الاصول المالية وتحقيق عوائد اعلى.

و- على السلطة النقدية والمتمثلة بالمصرف الفيدرالي المحافظة على قرب الفجوة ما بين الموجودات الحقيقية والموجودات المالية وذلك منعاً لوقوع الازمات المالية والتي تنعكس على مجمل النشاط الاقتصادي وذلك باستخدام الادوات النقدية المختلفة ولتجعل الاستثمار المالي قريباً من الاستثمار الحقيقي، اذ انه تزايد عمليات الاستثمار المالي بشكل يفوق الاستثمار الحقيقي بشكل عبئاً ثقيلاً على الاقتصاد الحقيقي.

سادساً - المصادر .

- 1- حداد اكرم ،وهذلول مشهور، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري) ،الطبعة الاولى ،دار وائل للنشر، عمان، 2005.
- 2- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية ،الاسواق المالية وتحويل المشروعات ،الدار الجامعية الاسكندرية 2002.
- 3- الراوي خالد وهيب ،العمليات المصرفية الخارجية ،دار المناهج للنشر والتوزيع ،عمان ،الاردن، 2009.
- 4- السيد علي عبد المنعم والعيسى سعد الدين ،النقود والمصارف والاسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ،عمان ، 2003.
- 5- سيجل باري ،النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة طه عبد الله وعبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك مسعود، 1987.
- 6- شيحة مصطفى رشدي،الاقتصاد النقدي والمصرفي ،الدار الجامعية للطباعة والنشر الاسكندرية 1985.
- 7- الشبلي محمد ابراهيم وطارق ابراهيم ،مقدمة في الاسواق المالية والنقدية ،الطبعة الاولى ،عمان ، 2000.
- 8- الدليمي عوض فاضل اسماعيل ،النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر ،العراق ، 1990
- 9- ادم محمد ،اسواق الاوراق المالية واقتصاديات الدول النامية ،مجلة النبأ ،العدد 59،المستقبل للطباعة والنشر ،بيروت، 2001.

- 10 ابريهي احمد ،الازمة المالية الراهنة على مسار اسعار الائتمان واسعار الاصول ،البنك المركزي العراقي،2009.
- 11 الجويجاتي اوس فخر الدين ،اثر تغيرات نقدية ومالية في النحو الاقتصادي في بلدان نامية مختارة ،اطروحة دكتوراه ،كلية الادارة والاقتصاد ،جامعة الموصل ،2005.
- 12 الازمة المالية (الاسباب والتداعيات) شبكة المعلومات الدولية(2009،www.forumsnuseej.com)
- 13 Micheal Burda & Charles Wypols2,Macroeconomic(Aearpeantext) 2d.Edition,Oxford University,New York,Frist Publich,1997.
- 14 Mingh.chen Woog .im, Hyun J.Kim ,Tneimpact of Macroeconomic and Non-Macroeconomic Forces hotel stock returns ,International Journal of hospitality management,2005
- 15 I.M.F, International Monetary Found ,International Financial Statistics year books ,1995,2005,2007,2009,2010
- 16 New York Stok Market (NYSE) ,Fact book for year 2006 and Market Capitaliztion of NYSE Companies.
- 17 ,Fact& Figures Stock price trends growth rates of www.globalinvnet.com NYSE composite index.
- 18 www.Etrade.Wallst.com/vi/stock/charts.asp!vmbol.