

اختبار العلاقة بين يوريبور وأسعار الأسهم في البورصات الناشئة

دراسة قياسية خلال الفترة 1999-2010

Testing the relationship between EURIBOR and share prices in emerging stock markets

Econometric study during the period 1999-2010

أ. فاطمة بن الناصر

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المركز الجامعي لعين تموشنت

د. علي بن الضب

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المركز الجامعي لعين تموشنت

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين معدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا (يوريبور) وأسعار الأسهم في البورصات الناشئة (الأرجنتين، المكسيك، تل أبيب، ماليزيا، هونكونغ) خلال الفترة 1999-2010 باستخدام نماذج الانحدار الخطي واختبارات السببية بمفهوم غرانجر 1988. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة بين معدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا (يوريبور) وأسعار الأسهم في البورصات الناشئة، كما توجد هناك علاقة سببية ذات دلالة في الاتجاهين بينهما، ما يستوجب على صانعي القرار في الدول الناشئة الأخذ في الحسبان سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا عند رسم السياسات النقدية والاقتصادية ووضع الأهداف الإستراتيجية.

الكلمات المفتاح: يوريبور، أسعار الأسهم، البورصات الناشئة، واختبارات السببية بمفهوم غرانجر 1988

Abstract:

This study aims to highlight the impact of policy lending by international banks in Europe on equity prices in emerging stock markets (Argentina, Mexico, Tel Aviv, Malaysia, Hong Kong) during the period 1999-2010, using linear regression models and the concept of Granger causality tests in 1988, the study concluded and there is a significant inverse relationship between the rate of lending between international banks in Europe (EURIBOR) and Equity prices in emerging stock markets, as there is a causal relationship with the importance in both directions between them, which calls for policymakers in developing countries, taking into account the policy of lending by international banks in Europe when formulating monetary policy, economic, and strategic objectives.

Keywords: policy EURIBOR, share prices, emerging stock markets, the concept of Granger causality tests in 1988

تقديم :

تتشارك السياسات الاقتصادية والنقدية في هدف أساسي هو تحقيق الاستقرار في الأسعار ومحاولة خلق توازن في الاقتصاد ، وذلك من خلال تحقيق رفاهية لأفراد المجتمع وضمان توزيع عادل للثروة بينهم ، ولا يتحقق ذلك إلا بتحقيق تنمية اقتصادية شاملة ومستدامة.

تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في تنمية اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها؛ وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد. لتحقيق ذلك لا بد من توفر هذه الأسواق على الشرط الأساسي المتمثل في الكفاءة ، وإلا صارت هذه الأسواق بمثابة مصدر للأزمات المالية والاقتصادية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار الاقتصادي وتوزيع غير عادل للدخل بين أفراد المجتمع.

أصبحت الأصول المالية في ظل العولمة المالية تتداول خارج حدود الوطن ، ورؤوس الأموال تنتقل من دولة لأخرى دون رقيب ولا حسيب ، مما زاد من حدة تعقيد وصعوبة وضع وصياغة السياسات النقدية والمالية المحلية لاسيما في الدول الناشئة التي تتميز باقتصاديات هشّة وريعية.

جاءت هذه الدراسة لتختبر مدى تأثير معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في الدول الناشئة ، ومن ثمة على السياسات النقدية والاقتصادية المحلية لهذه الدول؛ خاصة في ظل وجود بعض الدراسات التي تثبت وجوب استجابة السياسة النقدية من قبل البنك المركزي لتغيرات أسعار الأسهم والمؤشرات البورصية.

تم تقسيم هذا البحث إلى أربعة محاور رئيسية وهي:

- 1 - الإطار العام للدراسة؛
- 2 - الإطار النظري للدراسة؛
- 3 - الدراسة التطبيقية؛
- 4 - الاستنتاجات والتوصيات؛

1- الإطار العام للدراسة :-

ارتبطت مختلف دول العالم في ظل العولمة في العديد من مجالات الحياة؛ لاسيما الاقتصادية منها والمالية خاصة على مستوى الأسواق المالية؛ أين يتم تبادل الأصول المالية والنقدية خارج حدود الوطن بحيث أضحت الأسواق المالية الدولية وساطة الربط بين الكثير من دول العالم بسبب احتوائها لصفقات الصرف ، الأسهم السندات ، القروض الدولية و بروز ظاهرة الدولار الأوروبي (الدولرة) ، حيث تعتبر البنوك الدولية أحد إفرازات ظاهرة العولمة المالية وتتميز بانتشار واسع على مستوى العالم ليقى التساؤل مطروحا حول وجود وطبيعة العلاقة بين سياسة الإقراض لدى هذه البنوك والمتغيرات المالية في الدول النامية.

1-1 إشكالية الدراسة :

ما مدى تأثير معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في البورصات الناشئة ؟

و تنطوي تحت هذه الإشكالية الرئيسية عدة إشكاليات فرعية وهي:

- هل توجد علاقة سببية ذات معنوية إحصائية بين معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا (يوربيور) وأسعار الأسهم في البورصات الناشئة ؟
- هل توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في الدول الناشئة ومعدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا (يوربيور)؟
- ما طبيعة العلاقة الموجودة بين معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا (يوربيور) وأسعار الأسهم في الدول الناشئة 1؟.

1-2 فرضيات الدراسة :

تم وضع أربع فرضيات للإجابة على إشكالية الدراسة هي:

- توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا (يوربيور) وأسعار الأسهم في الدول الناشئة؛
- توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في الدول الناشئة ومعدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا (يوربيور)؛
- توجد علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا (يوربيور) وأسعار الأسهم في الدول الناشئة؛
- تختلف السببية عن الارتباط اختلافا جوهريا من حيث المفهوم والتطبيق.

1-3 أهمية البحث:

- يتميز موضوع السببية بين سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا وأسعار الأسهم في الدول الناشئة بأهمية بالغة يمكن إيجازها في النقاط التالية:
- يعالج موضوع الدراسة سياسة الإقراض للبنوك الدولية في أوروبا من خلال تأثيرها على السيولة الدولية واثار ذلك على أسعار الأسهم في الدول النامية؛ ومن ثمة التأثير على السياسة النقدية والمالية في تلك الدول؛
 - يهتم بالأسواق المالية في الدول الناشئة ومالها من دور في التنمية خاصة دور تخفيض تكلفة التمويل؛
 - يعتمد على أحد الاختبارات القياسية الحديثة المتمثلة في اختبارات السببية؛
 - يرتبط موضوع الدراسة بالعملة المالية ومالها من انعكاسات على اقتصاديات الدول الناشئة.

1-4 أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف هي :
- إبراز أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في الدول النامية؛
 - إثبات أو نفي العلاقة العكسية بين السياسة النقدية (معدل الفائدة) وأسعار الأسهم؛
 - قياس القدرة التفسيرية لأسعار أسهم بعض الدول الناشئة لمعدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا؛
 - تحليل مظاهر العولمة المالية ولفت نظر متخذي القرار في الدول الناشئة إلى ضرورة الأخذ في الحسبان السياسة النقدية والمالية في العالم وفي الدول الناشئة عند وضع السياسات النقدية والمالية المحلية؛

1-5 حدود البحث:

تتمثل الحدود الزمنية للدراسة في الفترة الممتدة ما بين 1999-2010 حيث تمثل الفترة الكاملة منذ إنشاء معدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا ، أما الحدود المكانية فتتمثل في قسمين الأول يخص منطقة الاتحاد الأوروبي ممثلة في البنوك الدولية في أوروبا ، أما القسم الثاني يخص الدول الناشئة وهي البرازيل ، المكسيك ، تل أبيب ، ماليزيا ، هونكونغ ، كما تم اختيار دولتين متقدمتين للمقارنة هما فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية.

6-1 منهجية البحث :

لقد اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي في دراسة اثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في الدول النامية؛ حيث تتمثل هذه الأخيرة في قيمة المؤشر العام للسوق (سعر إقفال) خلال الفترة 1999/01/04-2010/08/17 (أزيد من 2450 مشاهدة يومية) ، فبعد جمع بيانات الدراسة من المواقع الإلكترونية للبورصات المدرسة ، وموقع يوريبور www.euribor.org ، وبعض المواقع الأخرى ذات الصلة بالموضوع تمت معالجة هذه البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews لتقدير معلمات نماذج الانحدار ومعاملات الارتباط واختبارات السببية بمفهوم غرانجر 1988 ، واختبار الدلالة الإحصائية اعتمدنا على التوزيع الطبيعي وتوزيع كاي تربيع؛

نقصد بالسببية بمفهوم غرانجر 1988 أن معرفة القيم التاريخية لقيم المتغير x (المتغير الداخلي) سوف تحسّن من التنبؤ بقيم المتغير y (المتغير الخارجي). وفي دراستنا هذه تم اختبار السببية (دون متغيرات شبه التكامل) في الاتجاهين (y=f(x), x=f(y)) بين معدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا (يوريبور) ومؤشر كل سوق الأسهم ، فبعد تحديد درجة التفاضل عند الرتبة 5 تم التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS لمعلمت نموذجي الانحدار التاليين:

$$y_t = \sum_{i=1}^5 a_i y_{t-i} + \sum_{i=0}^5 b_i x_{t-i} + \varepsilon_{1,t} \quad (1)$$

$$y_t = \sum_{i=1}^5 a_i y_{t-i} + u_{1,t} \quad (2)$$

حيث:

Yt: المتغير الخارجي؛

Xt: المتغير الداخلي.

لاختبار السببية بين المتغيرين يتعين اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرات:

$$b_0 = b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = 0$$

تتبع القيمة الإحصائية قانون فيشر F(p , T-2p-1) حيث p عدد المتغيرات و T عدد المشاهدات ، أما القيمة المحسوبة فيتم حسابها كالآتي:

$$\frac{\frac{SCR_2 - SCR_1}{p}}{\frac{SCR_1}{T - 2p - 1}}$$

مع اعتبار أن:

SCR1: مجموع مربعات بواقي النموذج 1؛

SCR1: مجموع مربعات بواقي النموذج 2؛

إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر أكبر من القيمة المحدولة فعند مستوى دلالة 5٪ فإنه يتم رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 ومن ثمة نقول أن المتغير x يسبب في المتغير y ؛ أما في الحالة العكسية فإنه يتم رفض وجود سببية بين المتغيرين.

1-7 أدبيات الدراسة:

قامت دراسة PRAS Isabelle (1999) بتسليط الضوء على العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة من جهة والمتغيرات الاقتصادية والمالية من جهة أخرى. توصلت إلى أن هناك ثلاثة علاقات للتكامل المتزامن (COINTEGRATION). معدل الفائدة الفرنسي قصير الأجل يرتبط مع معدل الفائدة الفرنسي طويل الأجل ومعدل الفائدة قصير الأجل في الولايات المتحدة. معدل الفائدة الفرنسي طويل الأجل مرتبط بالدين المحلي، مؤشر أسعار الاستهلاك، والإنتاج الصناعي ومعدل طويل في الولايات المتحدة. وأخيرا عوائد SBF 250 (بالتوزيعات) مرتبطة مع أرباح على مؤشر الإنتاج الصناعي، معدل الفائدة الفرنسي قصير ومعدل الفائدة الفرنسي طويل الأجل وعوائد SP500 (بالتوزيعات).

عالجت دراسة Ologunde A.O et all (2006) هذه الدراسة العلاقة بين معدل الرسملة في سوق الأسهم وسعر الفائدة. بيانات السلاسل الزمنية التي تم الحصول عليها من البنك المركزي لنيجيريا وبورصة نيجيريا، باستخدام نماذج الانحدار. أظهرت النتائج أن سعر الفائدة السائد له تأثيرا إيجابيا على معدل الرسملة في سوق الأسهم. رفع الحكومة في معدل الأسهم له تأثير سلبي على سوق الأسهم ومعدل الرسملة، سعر الفائدة السائد له تأثير سلبي على رفع الحكومة لأسعار الأسهم. كشفت الدراسة أيضا معلومات مهمة جدا لتطوير سوق رأس المال لذلك أوصت برفع نيجيريا لمهتوى الوعي بحيث يكون المستثمرون على إطلاع على الأحداث في السوق.

حاولت دراسة Rouabah Abdelaziz (2006) هذه الورقة اختبار مشكلة العلاقة السلبية بين عوائد الأسهم وتوقعات التضخم. الأساس النظري لهذه العلاقة هي اختبار فيشر؛ في هذا السياق القيمة الحقيقية للأصول مستقلة عن التضخم المتوقع. لكن الاختبارات التجريبية الحديثة أثبتت رفض فرضية فيشر ونتائج تقدير الاقتصاد القياسي تراعي النشاط الاقتصادي المتوقع وهو ما يتعارض مع فرضية فاما (Fama) بالوكالة. يشير هذا التحليل إلى إدخال بعدا إضافيا هو تعدد الأنظمة الأساسية لعائدات السوق في تحليل العلاقة بين توقع معدلات التضخم والعوائد الاسمية للأسهم. نتائج تقديرات

البيانات الخاصة بمنطقة اليورو والسويد هي تبعا لفرضية فيشر. ومن ثمة فإن الأسهم توفر حماية من التضخم والتغيرات في أسعار الأسهم بمثابة مؤشر مبكر عن التضخم المتوقع.

حققت دراسة (2008) N'dri. Konan Léon في آثار تقلبات أسعار الفائدة على عوائد سوق الأوراق المالية وتقلباتها باستخدام العوائد الأسبوعية لمؤشر KOSPI 200 وNCD 91 خلال الفترة من 31 يناير 1992 إلى 16 أكتوبر 1998. لاختبار هذه العلاقات تم استخدام نموذج GARCH(1,1) مع إدماج أسعار الفائدة في النموذج. تم وجود علاقة سلبية وكبيرة ذات دلالة للعوائد الشرطية للسوق مع أسعار الفائدة؛ في حين أن التباين المشروط للعوائد الإيجابية لديها علاقة ولكن ليست ذات دلالة مع أسعار الفائدة. هذه النتائج تشير إلى أن أسعار الفائدة لديها قوة إيجابية قوية لعوائد الأسهم، وقوة ضعيفة للتنبؤ بتذبذبات العوائد.

هدفت دراسة (2009) Vladimir Borgy and Valérie Mignon إلى فهم ديناميكية التكامل المالي بين الولايات المتحدة ومنطقة اليورو من خلال المؤشرات المالية على أساس أسعار الفائدة وأسعار الأصول. حيث تمت دراسة وتحليل سلوك أسعار الفائدة وأسعار وعوائد الأسهم بالقيم الاسمية والحقيقية. وتحقبا لتقييم التكامل المالي على أساس أسعار الفائدة قام الباحث بتحليل الفجوات لكشف التكافؤ في أسعار الفائدة. كما طبق تقنية الارتباط المتحرك (الزلق) وتحليل التكامل المتزامن أو المشترك.

سعت دراسة (2009) Alam Mahmudul and Salah Uddin Gazi إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية استنادا إلى البيانات الشهرية من يناير 1988 إلى آذار/ مارس 2003، ودراسة العلاقة التجريبية بين مؤشر البورصة وسعر الفائدة في خمسة عشر دولة متقدمة ونامية هي: استراليا، بنغلادش، كندا، شيلي، كولومبيا، ألمانيا، إيطاليا، جامايكا، اليابان، ماليزيا، المكسيك، الفلبين جنوب إفريقيا، اسبانيا وفنزويلا. خلصت اختبارات السكون إلى أن عوائد السوق تتبع نموذج المشي العشوائي وهو لا يعني الكفاءة عند المستوى الضعيف وللتحقيق في أسباب عدم كفاءة السوق تم اختبار العلاقة بين سعر السهم وسعر الفائدة؛ حيث وجدت الدراسة أن سعر الفائدة في علاقة سلبية كبيرة مع سعر السهم بالنسبة لجميع البلدان، وأن التغيرات في سعر السهم في علاقة سلبية كبيرة مع التغيرات في أسعار الفائدة بالنسبة لستة بلدان. حيث اعتمدت الدراسة على تقنية السلاسل الزمنية ونماذج الانحدار.

ركزت دراسة (2009) Bennaceur Samy et all على العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم، وعلى تحليل التفاعل بين السياسة النقدية وأسواق الأصول في ثماني دول من منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وهي البحرين، مصر الأردن، المغرب وعمان، السعودية، تونس وتركيا. ولتحقيق هذا الهدف، تم استخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR) وتعتبر طبيعة العلاقة بين تحركات أسعار الأصول والسياسة موضوعا جدليا ساخنا في الاقتصاد الكلي في الوقت الراهن. وأما النتائج الأساسية التي تطرحها هذه الدراسة فهي:

- تبدو السياسة النقدية ذات تأثير ذاو دلالة على عائدات سوق الأسهم في البحرين وعمان والأردن والسعودية؛

- لا تؤثر السياسات النقدية في كل من تونس والمغرب ، وبدرجة أقل في مصر ، تأثيراً ذا دلالة على أسعار الأسهم؛

- ردود فعل السياسات النقدية بالنسبة لتحركات أسعار الأسهم أبعد ما تكون عن التجانس ، فبينما تستجيب السلطات النقدية في كل من السعودية والأردن للزيادة في عائدات سوق الأسهم ، لا تبدي الدول الأخرى أي رد فعل.

2- الإطار النظري للبحث :-

2-1 الأسواق المالية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية

تلعب الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء؛ وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد. بحيث يعتبر سوق الأوراق المالية نظام مفتوح يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين للأصول المالية ، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

وللقيام بالدور المنوط لها ينبغي أن تتوافر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو شرط الكفاءة التي تقوم على توفر بعض السمات والمواصفات منها:

توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة بدون تكلفة حيث يكون هناك تجانس في توقعاتهم؛

توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة (تسمى أيضاً Marketability أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق).

العمق: أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري ولا يؤثر تصرف واحد منهم على الأسعار؛

تكلفة المعاملات: كلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة ، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة (Percentage of Value of Trade) ، وتسمى الكفاءة الداخلية.

رشادة المتعاملين؛

تعمل الأسواق المالية على تحقيق التوازن بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات ، وتزداد أهمية الأسواق المالية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف في الاقتصاد ، وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية ، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

كما تقوم الأسواق المالية على توفير الموارد لتمويل المشاريع الاستثمارية من خلال طرح الأسهم أو السندات؛ حيث تمثل حافظاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. كلما كانت الأسواق المالية ذات كفاءة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة باعتبارها مرآة عاكسة للحياة الاقتصادية، وذلك من خلال:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق القيمة العادلة للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛

تخفيض تكلفة تمويل التنمية الاقتصادية؛ وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها؛

القدرة على توفير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة؛

رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد؛

المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخل سواء على المستوى الفردي أو المستوى الوطني؛

2-2 أثر السياسة النقدية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية :

يتمثل أثر السياسة النقدية على السوق المالي في مدى السيطرة والقدرة التي تمارسها الحكومة على العرض من النقود المتمثل في رصيد الودائع الجارية، الودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور، ونظرياً هناك علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي، حيث زيادة العرض النقدي يتبعه تحسن في مستوى أداء الاقتصاد؛ وذلك على أساس أن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، الأمر الذي يشجع على الاستثمار، ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج الذي يؤثر بدوره إيجابياً على أرباح المؤسسات. ومن هنا يمكن القول أن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال هو المحصلة النهائية لزيادة العرض النقدي الذي يؤدي إلى خفض معدل الفائدة.

إذا كان لزيادة العرض النقدي تأثير إيجابي على أرباح المؤسسات، فإن له أيضاً تأثيراً سلبياً يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة في الحد الأدنى للعائد المطلوب من قبل المستثمرين (تكلفة رأس المال). وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة دالة تابعة للتدفقات النقدية المتوقعة وتكلفة رأس المال، فإن النتيجة النهائية لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم تتوقف على حجم

تأثيرها على كل من هذين المتغيرين. لكن من يأتي تأثيره أولاً؟ تفاعل أسعار الأسهم أم تأثير السياسة النقدية؟.

بالرغم من الآثار السلبية التي يمكن أن يحدثها التضخم على السوق المالي يبقى التساؤل قائماً حول قوة ومدى تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على حركة السوق الذي يتمتع نسبياً بمستوى كفاءة أقل مقارنة مع أسواق المال العالمية.

تتأثر حركة تداول الأوراق المالية بجملة من العوامل والمتغيرات سواءً كانت بالمحيط الداخلي أو الخارجي، كما نجد أن سوق الأوراق المالية يعتبر من أبرز العوامل المؤثرة على أداء القطاعات الاقتصادية سواءً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

ففي هذا الإطار نجد أن طبيعة العلاقة بين السياسة النقدية وحركة التداول في الأوراق المالية أصبحت من أكثر الموضوعات إثارة للجدل على مستوى الاقتصاد الكلي؛ لذلك نجد عدد كبير من الدراسات التي اهتمت بهذه المسألة ولديها وجهة نظر تتمثل في وجوب قيام البنك المركزي بالاستجابة لتغيرات الأوراق المالية.

تتفاوت درجة تأثير معدل الفائدة على أسعار الأسهم من دولة لأخرى تبعاً للظرفية الاقتصادية والسياسية للدولة ولكفاءة كل من السوق النقدي والسوق المالي؛ ففي ظل العولمة المالية ومالها من تداعيات على اقتصادية الدول الناشئة تبقى معدلات الفائدة في سوق الإقراض بين البنوك الدولية من بين المتغيرات الدولية محتملة التأثير على السياسة النقدية والمالية وأسعار الأسهم في الدول الناشئة.

2-3 سوق الإقراض بين البنوك الدولية

هي السوق التي تتبادل فيها البنوك ودائع بعملات أجنبية خارج الدولة المصدرة لها) بكميات كبيرة ولمدد تتراوح بين يوم إلى سنة). تتواجد السوق في عدد من المراكز المالية الدولية، وأشهرها لندن التي يوجد فيها ممثل لأكثر من 500 بنك، وتستحوذ على 20% من إقراض البنوك الدولية، و30% من قيمة صفقات العملات الدولية. تؤدي سوق الإقراض بين البنوك الدولية دور بالغ الأهمية يتمثل في:

تساهم سوق الإقراض بين البنوك الدولية في استثمار فوائض السيولة قصيرة الأجل، أو الحصول على القروض قصيرة الأجل لتمويل الاحتياج لرأس المال العامل.

مصدر رئيس لتمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل لكل عملة في السوق حيث سعر فائدة يحدده البنك المركزي لتلك العملة.

تتيح السوق أسعار فائدة تنافسية وذلك للأسباب الآتية:

- لا يفرض على ودائعها نسبة احتياطي؛

- تتمتع بتسهيلات ضريبية؛

- لا يوجد رسوم تأمين على ودائعها؛

- انخفاض تكلفة تقييم القروض؛
- قلة القيود المفروضة من الحكومة المضيفة على الإقراض؛
- أصبحت السوق مركزاً رئيساً لتداول المشتقات المالية المتعلقة بسعر الفائدة وخاصة العقود الآجلة والمبادلات.

2-3-1 معدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا (يوريبور)

يمثل معدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا (EURIBOR®) متوسط مجموعة من المعدلات لأسعار الفائدة على القروض المتبادلة بعملة اليورو بين البنوك الدولية في أوروبا مدد استحقاق محددة تتراوح بين أسبوع لسنة ، حيث تم إنشاء هذا المعدل رسمياً لأول مرة يوم 30 ديسمبر 1998 .

يعتبر يوريبور متوسط معدل الإقراض بين 57 بنكاً من أكبر البنوك في أوروبا ذات حجم الأعمال الأكبر في أسواق المال في منطقة اليورو ، وتمثل هذه البنوك في:

- بنوك من دول الاتحاد الأوروبي المشاركة في اليورو منذ البداية؛
 - بنوك من دول الاتحاد الأوروبي غير المشاركة في اليورو منذ البداية؛
 - البنوك الدولية الكبيرة من دول خارج الاتحاد الأوروبي ولكن لها أهمية في منطقة اليورو.
- يتم حساب يوريبور على أساس السنة التجارية بشكل دالة خطية في الزمن مع الأخذ في الحسبان الانحرافات الكبيرة من أجل حماية المؤشر من الأحداث الطارئة. عينة البنوك في تطور مستقر وعادة ما تكون بصورة مستقرة عبر الزمن.

أ- استعمال يوريبور

يستخدم يوريبور كمرجع في تسعير العديد من الأوراق المالية مثل:

- عقود سعر الفائدة الآجلة؛
- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة قصيرة الأجل؛
- مجموعة من هذه عقود سعر الفائدة الآجلة عقود المبادلات والخيارات؛
- السندات معومة الفائدة؛
- القروض المجمعة؛
- القروض العقارية معومة الفائدة؛
- الصكوك الإسلامية معومة العائد.

ب- مزايًا حساب بوريبور

الشفافية: يتم إعلان جميع العروض التي تقدمها البنوك المساهمة على شاشات رويتر وغيرها من الشركات المتخصصة ببث المعلومات المالية ، وهو ما يضمن عدم تعارض مصالح البنوك مع المعدلات التي تضعه؛
تحديد أثر المعدلات المتطرفة: من خلال استبعاد أعلى وأدنى معدلات عند حساب كل معدل.

2-3-2 العوامل المؤثرة على معدلات بوريبور

الظرفية الاقتصادية الدولية؛
أسعار الأسهم في البورصات العالمية؛
توقعات البنوك للتغير في سعر الفائدة؛
السيولة لدى البنوك الدولية؛
تشكيلة البنوك المساهمة.

3-3-2 معدلات مرجعية أخرى

يوجد تقريباً في كل دولة ذات نظام بنكي متطور معدل مشابه لليوريبور ، يستخدم لتسعير فائدة القروض المتبادلة بين البنوك. يتم تحديد هذه المعدلات بطرق مشابهة لتحديد يوريبور ، وقد يعتمد بعضها عليه بشكل مباشر AIBOR , ... , CIBOR (Copenhagen), BIBOR (Bangkok), LIBOR (London), ... , ZIBOR (Zurich), SIBOR (Saudi, Singapore), ... (Amsterdam) ؛

3- الدراسة التطبيقية :-

بعد أن تم تقديم الإطار العام للبحث نحاول تحت هذا العنوان الدراسة التطبيقية والتي نستعملها بتقديم الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة؛

1-3 الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة :

نلاحظ من الجدول (01) أن بورصة الأرجنتين تتميز بمخاطر كلية أكبر مقارنة ببقية البورصات الناشئة والمتطورة قيد الدراسة وكذا سوق الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا ، وذلك استناداً إلى مؤشر تذبذب أسعار الأسهم المعبر عنه بالانحراف المعياري (Std. Dev) ، هذا الأخير بلغ أدنى قيمة له بسوق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية (SP500) ويرجع ذلك إلى كفاءة بورصة نيويورك ، قوة الاقتصاد الأمريكي ، قلة المخاطر السياسية مقارنة بالدول الناشئة التي عادة ما تتميز

باقتصاديات هشة ، مخاطر سياسية كبيرة ، غياب الشفافية والإفصاح وندرة المعلومات مما ينعكس سلباً على كفاءة السوق المالي وارتفاع درجة المخاطرة.

يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة والمتطورة وكذا بوربيور نحو اليمين عدا في الولايات المتحدة الأمريكية أين التوى شكل التوزيع نحو اليسار؛ وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي ، كما يتصف شكل التوزيع الإحصائي لأسعار السهم في ماليزيا وهونكونغ بتفرطح زائد عن الطبيعي (Platykurtic) وعكس ذلك في بقية البورصات الناشئة والمتطورة وفي سوق الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا أين يظهر شكل التوزيع بأنه مدبب (Leptykurtic).

نستنتج مما سبق أن أسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتقدمة وكذا معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا لا تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما تثبته كذلك إحصائية Jarque-Bera التي كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99٪ ولجميع المؤشرات المدروسة.

3-2 الإحصائيات الوصفية للعوائد الاسمية لتغيرات الدراسة:

تم حساب العوائد الاسمية لمؤشرات الأسهم وبوربيور بالعلاقة التالية:

$$Re=[\ln(pt)-\ln(pt-1)]*100.....(03)$$

حيث:

Re: العائد الاسمي حيث؛

Ln: اللوغاريتم النيبيري؛

Pt: قيمة المؤشر (سعر إقبال) في الفترة (يوم) t.

يقترّب متوسط العوائد الاسمية للأسهم في البورصات المتقدمة ولمعدل الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا من الصفر REEURIBOR = 0.002% , RECAC40 = 0.002% , RESP500 = -0.004% (0.003% = حسب نتائج الجدول (02) ، في حين تميزت العوائد الاسمية في البورصات الناشئة بقيم أكبر من نظيراتها في الدول المتقدمة خاصة دول أمريكا الجنوبية أين بلغ متوسط العوائد أقصاه (REBOVESPA=0.067% , REIPC=0.068%).

يفترض أن تكون العوائد الاسمية ذات متوسط معدوم إذا ما رجعنا إلى فرضيات الكفاءة ، وبالتالي كلما اقتربت العوائد الاسمية من الصفر دلت على ارتفاع كفاءة السوق؛ ومنه نخلص أن سوق الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا ذات الوسيط المعدوم (Median = 0) والأسواق المالية المتقدمة ذات كفاءة عالية مقارنة بالبورصات الناشئة محل الدراسة وهذا حسب معيار متوسط العوائد الاسمية دون المخاطرة.

يعد الاستثمار في الأسهم الأرجنتينية الأكثر مخاطرة مقارنة بالبورصات الناشئة التي تتميز بعوائد اسمية مرتفعة لاسيما الأسهم البرازيلية التي بها عوائد أكبر ، ويمكن إرجاع هذا الارتفاع إلى أزمة العملة التي ضربت اقتصاديات دول أمريكا الجنوبية وكذا أزمة أنفلونزا الخنازير التي ظهرت بها وبعدها الأزمة المالية العالمية الراهنة. تعتبر البورصة الماليزية بالرغم من العائد الاسمي المرتفع الأقل مخاطرة من الدول المتقدمة بل حتى من سوق الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا والتي يفترض أن تكون أقل مخاطرة؛ حيث يمكن تفسير ذلك بالمنهج اللاربوي الذي تعتمد ماليزيا وما له من انعكاسات على الرفع المالي الذي يؤدي إلى ارتفاع التكاليف الثابتة ومن ثمة ارتفاع المخاطرة.

لا تتبع العوائد الاسمية للأسهم في البورصات الناشئة والمتقدمة وكذا معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا التوزيع الطبيعي؛ وهو ما تثبته إحصائية Jarque-Bera التي كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99٪ ولجميع المؤشرات المدروسة؛ حيث التوى التوزيع الإحصائي نحو اليسار لجميع المؤشرات عدا يوريبورو الأرجنتين.

تتميز العوائد الاسمية لجميع المؤشرات بتفرطح زائد عن الطبيعي حيث فاق معامل (Kurtosis) الثلاثة وهي خاصية تتصف بها جل عوائد السلاسل الزمنية المالية.

3-3 تحليل الانحدار المتعدد بين سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا وأسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتقدمة

بعد الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة نحاول بعد ذلك دراسة أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا على أسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتقدمة ، حيث اعتبرنا معدل يوريبورثلاثة أشهر كمقياس لسياسة الإقراض فرفع معدل الإقراض دليل على السياسة الانكماشية في منح الائتمان وخفض معدل يوريبور دليل على سياسة الائتمان التوسعية ، ونستهل ذلك بدراسة الانحدار والارتباط.

$$Y_t = f(x_1, x_2, \dots, x_n) + \varepsilon_t \dots \dots \dots (04)$$

Y_t : المتغير التابع والمتمثل في يوريبور في الفترة t ؛

x_i : أسعار الأسهم المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق i في الفترة t ؛

ε_t : البواقي.

يبدو من الجدول (03) إن النموذج مقبول إحصائياً عند مستوى دلالة 99٪ حسب إحصائية فيشر التي تختلف معنوياً عن الصفر. تفسر المؤشرات البورصية المدروسة حوالي 51٪ من التغيرات الحاصلة في سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا وتبقى حوالي 49٪ تتحكم فيها عوامل أخرى وأخطاء النموذج؛

جميع المتغيرات المستقلة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99٪ لكن درجة وطبيعة التأثير تختلف من بلد لآخر ، ففي جميع الدول كان التأثير سلبي وهي نتيجة مطابقة للنظرية الاقتصادية والمالية عدا بوصتي باريس وهونكونغ اللتين كان أثرهما إيجابياً؛ وهو ما يمكن تفسيره باختلال فرضيات

النموذج واحتمال وجود امتداد خطي بين المتغيرات المستقلة فيما بينها خاصة وأنه في ظل عوامة الأسواق المالية وتكاملها تكون درجة الارتباط عالية بين الأسواق:

يرتبط يوريبور سلبيا مع جميع المؤشرات البورصية قيد الدراسة وبدرجات متفاوتة (انظر الجدول (04)) فأقصى درجة بلغها كانت مع مؤشر بورصة المكسيك وأدنى درجة مع مؤشر بورصة باريس. يدل الارتباط العكسي على العلاقة العكسية بين السياسة المنتهجة من قبل البنوك الدولية في أوروبا في منح الائتمان وأسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتطورة؛ فسياسة الإقراض التوسعية التي تفرض معدل إقراض منخفض يتبعها ارتفاع في أسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتطورة؛ وهي نتيجة مطابقة للنظرية الاقتصادية والمالية التي تقر وجود علاقة عكسية بين أسعار الأسهم وسعر الفائدة حيث هذا الأخير يعتبر معدل استحداث لخصم التدفقات المالية المستقبلية للورقة المالية من جهة ومن جهة يؤدي انخفاض معدل الإقراض إلى توفر السيولة مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم ومن ثمة تتجه أسعار الأسهم نحو الارتفاع.

تميزت معظم المؤشرات البورصية قيد الدراسة بالارتباط الطردي المتوسط والقوي سواء بين البورصات الناشئة فيما بينها (خاصة المتقاربة جغرافيا) أو وبين البورصات المتطورة ما عدا بورصتي تل أبيب وباريس اللتين تميزتا بارتباط عكسي وضعيف.

3-4 تع ليل الانحدار البسيط بين سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا وأسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتقدمة

تفرض مشكلة الارتباط القوي بين المتغيرات المستقلة عدم وجودها مع بعض داخل النموذج وهو ما يسبب في الامتداد الخطي؛ وللقضاء على هذا المشكل نقوم بدراسة الانحدار الخطي البسيط لكل مؤشر من المؤشرات البورصة مقابل يوريبور وفقا لدالة خط الانحدار التالية:

$$Y_t = \alpha + \beta x_t + \epsilon_t \dots \dots \dots (03)$$

Y_t : يوريبور في الفترة t ؛

X_t : المؤشر العام للسوق في الفترة t ؛

ϵ_t : البواقي.

تعتبر بورصة تل أبيب هي المفسر الرئيسي في التغيرات الحاصلة في سياسة الإقراض للبنوك الدولية في أوروبا حيث فاقت القدرة التفسيرية 23%، وهي أعلى من القدرة التفسيرية لمؤشر SP500 التي لم تبلغ 20%، وتقارب القدرة التفسيرية للدول الناشئة الباقية مجتمعة. يمكن تفسير ارتفاع القدرة التفسيرية لبورصة تل أبيب بوجود رجال أعمال وبنوك إسرائيلية لها سيطرة كبيرة على القطاع المصرفي على المستوى الدولي.

نلاحظ من الجدول (05) أن لسياسة الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا تأثير سلبي ذو معنوية إحصائية على جميع المؤشرات قيد الدراسة لكن بدرجات متفاوتة؛ تعد الأسهم المتداولة في البورصة الأمريكية هي الأكثر حساسية للتغيرات في سياسة الإقراض بحيث كل زيادة في مؤشر SP5003 بنسبة 1% تؤدي إلى تراجع يوريبور بنسبة 2.24% ويمكن إرجاع ذلك لانفتاح الاقتصاد الأمريكي على العالم والتعامل بالدولار في المنطقة الأوروبية (الدولة) من جهة وكفاءة السوق الأمريكي من ناحية الإفصاح عن التقارير المالية.

تتأثر أسعار الأسهم في الأرجنتين كذلك بالسياسة المنتهجة من قبل البنوك الدولية في أوروبا لكن بدرجة أقل من باقي الدول حيث كل زيادة في BOVESPA4 بنسبة 1% تؤدي إلى تراجع يوريبور بنسبة 0.11%.

أثبتت الاختبارات الخاصة بالارتباط إلى وجود علاقة عكسية بين سياسة الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا وأسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتقدمة، والاختبارات الخاصة بالانحدار إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية، لكن هل يعني ذلك وجود سببية؟

3-5 دراسة السببية بين سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا وأسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتقدمة

نعني بالسببية بمفهوم غرانجر 1988 أن معرفة القيم التاريخية للمتغير المستقل سوف تحسن من التنبؤ بقيم المتغير التابع، وبالتالي فاختبارات السببية تختلف اختلافا جوهريا عن الارتباط والانحدار من حيث الهدف أو المنهجية؛ فحسب هذه الأخيرة اختبارات السببية تتعلق بالسلاسل الزمنية.

يبين الجدول (06) أن معرفة القيم التاريخية لأسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتطورة سوف تسمح بتحسين التنبؤ بقيم يوريبور في المستقبل، ومن ثمة يمكن القول أن هناك أسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتطورة تسبب في سياسة الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا، لكن السؤال الذي يبقى مطروحا هل سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا تسبب في أسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتطورة؟

يظهر الجدول (07) أن معرفة القيم التاريخية ليوريبور سوف تسمح بتحسين التنبؤ بأسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتطورة في المستقبل، ومن ثمة يمكن القول أن سياسة الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا تسبب في أسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتطورة.

في الأخير إذا هناك علاقة سببية في الاتجاهين بين سياسة الإقراض بين البنوك الدولية في أوروبا وأسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتطورة؛ حيث معرفة القيم التاريخية لأي منهما سوف تسمح بتحسين التنبؤ بالقيم المستقبلية للآخر.

3- الاستنتاجات والتوصيات :-

يتم تبادل الأصول المالية في ظل عولمة الأسواق المالية والنقدية خارج حدود الوطن حيث تعتبر البنوك الدولية أحد إفرازات ظاهرة العولمة. تتميز هذه البنوك بانتشار واسع على مستوى العالم ل يبقى التساؤل مطروحا حول وجود وطبيعة العلاقة بين معدل الإقراض لدى هذه البنوك في أوروبا وأسعار الأسهم في البورصات الناشئة ، وهو ما حاولت أن تجيب عنه هذه الدراسة.

بناءً على ما ورد في الدراسة نستنتج ما يلي:

- معرفة القيم التاريخية لقيم بوربيور سوف تسمح بتحسين التنبؤ بأسعار الأسهم في البورصات الناشئة في المستقبل؛ ومن ثمة توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في أوروبا (بوربيور) وأسعار الأسهم في الدول الناشئة؛
 - معرفة القيم التاريخية لأسعار الأسهم في البورصات الناشئة والمتطورة سوف تسمح بتحسين التنبؤ بقيم بوربيور في المستقبل ومن ثمة توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم في الدول الناشئة وبوربيور؛
 - توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين بوربيور وأسعار الأسهم في الدول الناشئة في الاتجاهين؛
 - توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين بوربيور وأسعار الأسهم في الدول الناشئة؛
 - تعتبر الأسهم المسعرة ببورصة تل أبيب هي الأسهم الأكثر تفسيراً لتغيرات بوربيور مقارنة بالبورصات المدروسة.
- وتبعاً للاستنتاجات المشار إليها أعلاه نوصي بما يلي:
- دراسة أثر تغيرات بوربيور على أسعار الأسهم في البورصات العربية؛
 - دراسة أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية في لندن على أسعار أسهم البورصات الناشئة؛
 - استخدام منهجية القياس الاقتصادي الحديثة والمتمثلة في نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR واختبارات التكامل والتكامل المتزامن Co-integration ، والارتباط الديناميكي؛
 - اختبار أثر سياسة الإقراض لدى البنوك الدولية على تذبذبات أسعار الأسهم في الدول الناشئة واستخدام نماذج الانحدار الذاتي ذات التباين الشرطي غير المتجانس GARCH؛
 - اختبار القدرة التفسيرية للأسهم المسعرة ببورصة تل أبيب للتغيرات في معدل الإقراض لدى البنوك الدولية في لندن ، وأثرها على تذبذبات أسعار الأسهم في البورصات العربية.

ملحق الجداول والأشكال البيانية

الجدول (01) الإحصائيات الوصفية لمؤشرات الأسهم المدروسة

	BOVESPA	CAC40	EURIBOR	HANG	IPC	MALAYSIA	SP500	TA100
Mean	2.626613	4.620451	3.223337	1.507571	1.322281	0.876821	1.233467	0.682066
Median	1.944400	4.566300	3.213000	1.396545	0.849946	0.844940	1.249470	0.618445
Maximum	7.351700	6.922330	5.140000	3.163822	3.283612	1.516220	1.565150	1.189040
Minimum	0.505700	2.403040	1.957000	0.840901	0.330042	0.494570	0.776760	0.289440
Std. Dev.	1.672296	0.998547	0.939812	0.460670	0.891207	0.222525	0.176323	0.261325
Skewness	1.046366	0.083051	0.472677	1.075046	0.934072	0.905271	-0.387311	0.294427
Kurtosis	2.938660	2.149682	2.071780	3.785683	2.366263	3.116629	2.489684	1.711964
Jarque-Bera	447.4606	76.62687	179.1855	534.9364	397.2663	336.0244	87.83883	204.7574
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	2450	2450	2450	2450	2450	2450	2450	2450

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

الجدول (02) الإحصائيات الوصفية للعوائد الاسمية لمتغيرات الدراسة

	TA100	SP500	MALAYSIA	IPC*10-2	HANG	EURIBOR	CAC40	BOVESPA
Mean	0.050867	-0.004260	0.017143	0.068794	0.012189	-0.003192	0.002943	0.067449
Median	0.018982	0.041713	0.031692	0.111244	0.038585	0.000000	0.034425	0.122507
Maximum	9.714340	5.574432	5.850494	7.493224	13.40681	40.35877	7.002286	28.83245
Minimum	-10.53766	-9.218962	-9.978509	-8.267350	-13.58202	-40.19697	-7.678085	-12.09605
Std. Dev.	1.527575	1.168798	1.084128	1.488606	1.642914	1.349506	1.390563	2.137645
Skewness	-0.329703	-0.184040	-0.498910	-0.024815	-0.096758	0.636436	-0.123789	0.858796
Kurtosis	6.771812	6.483533	10.29354	5.563991	11.64000	659.3869	5.853228	19.00673
Jarque-Bera	1496.071	1252.101	5529.778	671.0785	7621.183	43964179	836.9666	26445.69
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	2449	2449	2449	2449	2449	2449	2449	2449

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

الجدول (03) نتائج الانحدار المتعدد بين يوريبور وأسعار الأسهم في الدول الناشئة والمتقدمة

Variable	Coefficien	t-Statistic	Adjusted R-squared	F-statistic	Prob(F-statistic)	Sample (adjuste)
C	7.101327	50.40853	0.508608	361.0791	0.000000	2450
CAC40	0.142519	4.600595				
SP500	-4.325395	-22.55890				
TA100	-0.588328	-7.013204				
BOVESPA	-0.268596	-5.067466				
HANG	1.839452	14.34970				
IPC	-0.336600	-4.468022				
MALAYSIA	-0.481866	-2.715772				

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

الجدول (04) مصفوفة معاملات الارتباط (%) بين المؤشرات البورسية المدروسة ويوريبور

	TA100	SP500	MALAYSIA	IPC	HANG	EURIBOR	BOVESPA	CAC40
TA100	100,00	17,62	58,28	70,29	50,77	-48,26	71,10	-2,01
SP500		100,00	61,01	51,60	76,58	-51,06	54,04	87,10
MALAYSIA			100,00	91,07	89,98	-55,67	91,73	43,35
IPC				100,00	86,37	-59,28	97,63	34,27
HANG					100,00	-51,65	90,52	64,23
EURIBOR						100,00	-57,62	-31,09
BOVESPA							100,00	37,46
CAC40								100,00

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

الجدول (05) نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط ليوريبور كدالة في مؤشر واحد لكل بورصة

	α	(α)	β	(β)	R2	F-statistic	N
BOVESPA	3.659880*	113.6128	-0.111588*	-12.59103	5,23%	158.5341*	2450
CAC40	4.906095*	66.01481	-0.347618*	-21.25730	13,22%	451.8729*	2450
HANG	4.231044*	70.85408	-0.578537*	-15.79610	7,95%	249.5168*	2450
IPC	3.692532*	115.8294	-0.229998*	-13.20486	5,65%	174.3684*	2450
MALAYSIA	4.291648*	63.29279	-1.062657*	-14.86609	7,15%	221.0005*	2450
SP500	6.029868*	59.78075	-2.247962*	-26.98331	19,95%	728.0992*	2450
TA100	4.407100*	94.77927	-1.735556*	-27.26194	23,29%	743.2135*	2450

* المقدر ذو دلالة معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 99٪
t-Statistic (.)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

الجدول (06) نتائج اختبار السببية بين يوريبور كمتغير خارجي وأسعار الأسهم كمتغير داخلي

Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability	Causality
BOVESPA does not Granger Cause EURIBOR	0.69612	0.62637	Yes
CAC40 does not Granger Cause EURIBOR	1.43469	0.20842	Yes
HANG does not Granger Cause EURIBOR	0.47501	0.79514	Yes
IPC does not Granger Cause EURIBOR	1.53454	0.17560	Yes
MALAYSIA does not Granger Cause EURIBOR	0.36601	0.87208	Yes
SP500 does not Granger Cause EURIBOR	2.24434	0.04745	Yes
TA100 does not Granger Cause EURIBOR	0.71263	0.61392	Yes

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

الجدول (07) نتائج اختبار السببية بين يوريبور كمتغير تابع وأسعار الأسهم كمتغير داخلي

Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability	Causality
EURIBOR does not Granger Cause CAC40	1.39714	0.22206	Yes
EURIBOR does not Granger Cause BOVESPA	1.53884	0.17430	Yes
EURIBOR does not Granger Cause HANG	1.12760	0.34333	Yes
EURIBOR does not Granger Cause IPC	1.48799	0.19029	Yes
EURIBOR does not Granger Cause MALAYSIA	1.18500	0.31388	Yes
EURIBOR does not Granger Cause SP500	1.24159	0.28682	Yes
EURIBOR does not Granger Cause TA100	0.24102	0.94434	Yes

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

الإحالات والمراجع :

1. الساعاتي عبد الحميد ، نحو نموذج للعائد في الاقتصاد الاسلامي ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 21 ، العدد 2 ، ص 3-28 ، 2008.
2. Alam Mahmudul and Salah Uddin Gazi (2009), Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, ***International Journal of Business and Management***, Vol. 4, No. 3.
3. Bennaceur Samy et all (2009), On the Linkage between Monetary Policy and MENA Stock Markets, ***Economic Research Forum Working Paper*** 455 January 2009.
4. N'dri. Konan Léon (2008), The Effects of Interest Rates Volatility on Stock Returns and Volatility: Evidence from Korea, ***International Research Journal of Finance and Economics***, ISSN 1450-2887 Issue 14 (2008).
5. PRAS Isabelle (1999), Existence d'une relation d'équilibre entre variables économiques et variables financières sur le marché français, ***Cahier de recherche n° 9905 CERE***, Université Paris Dauphine.
6. Ologunde A.O et all (2006), Stock Market Capitalization and Interest Rate in Nigeria: A Time Series Analysis, ***International Research Journal of Finance and Economics*** ISSN 1450-2887 Issue 4 (2006).
7. Rouabah Abdelaziz (2006), L'identité de Fisher et l'interaction entre l'inflation et la rentabilité des actions: l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers, ***Cahier d'études N° 18***, Banque Centrale du Luxembourg.
8. Suliaman D. Mohammad et all (2009), Impact of Macroeconomics Variables on Stock Prices: Emperical Evidance in Case of KSE, ***European Journal of Scientific Research*** ISSN 1450-216X Vol.38 No.1 (2009), pp.96-103.
9. Vladimir Borgy and Valérie Mignon (2009), Taux d'intérêt et marchés boursiers: une analyse empirique de l'intégration financière internationale, ***Économie et Prévision***, n°187 2009-1.