

Measuring the Impact of Economic Variables on the Stock Market in Saudi Arabia: An Analytical Study from 2000 – 2021

Mr. Ahmad Saeed Basilim¹, Dr. Basel Yasser Balila*¹

¹ Faculty of Economics and Management | King Abdulaziz University | KSA

Received:

28/08/2023

Revised:

08/09/2023

Accepted:

18/09/2023

Published:

30/07/2024

* Corresponding author:

bbalila@kau.edu.sa

Citation: Basilim, A. S., & Balila, B. Y. (2024).

Measuring the Impact of Economic Variables on the Stock Market in Saudi Arabia: An Analytical Study from 2000 – 2021.

Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences, 8(9), 89 – 109.

<https://doi.org/10.26389/AJSRP.E280823>

2024 © AISRP • Arab Institute of Sciences & Research Publishing (AISRP), Palestine, all rights reserved.

• Open Access



This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY-NC) [license](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

Abstract: The goal of this paper is to measure the impact of some major macroeconomic variables on the market value of the Saudi stock market during the period from 2000 to 2021. To achieve this, we used the ARDL model to examine the relationship between the market value of the stock market as a dependent variable and a set of macroeconomic variables as independent variables. These independent variables include oil prices, economic growth, bank credit to private sector, money supply, and interest rates. Both a descriptive and an econometric analysis methods were followed in which the independent variables were analyzed to test the main hypothesis that there is statistically significant impact of the selected macroeconomic variables on the market value of the Saudi stock market during the period from 2000 to 2021. The results showed statistically significant and positive effects of oil prices, money supply, economic growth, and bank credit to private sector on the market value of the Saudi stock market. The results also showed a statistically significant and negative effect of interest rates on the market value of the Saudi Stock market. The value of the error correction term (ECT) indicates that the dependent variable quickly returns to its long-term equilibrium value. In conclusion, this paper emphasizes the importance of a continuous monitoring of these macroeconomic variables and recommends taking the necessary measures to reduce their negative impact on the stock market in Saudi Arabia.

Keywords: Money supply, economic growth, stock market, oil prices, bank credit, interest rate.

قياس أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية: دراسة تحليلية خلال الفترة (2000 - 2021)

أ. أحمد سعيد باسليم¹، الدكتور / باسل ياسر بليلة*¹

¹ كلية الاقتصاد والإدارة | جامعة الملك عبد العزيز | المملكة العربية السعودية

المستخلص: هدفت الدراسة الى قياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة من عام 2000 حتى عام 2021. حيث تم استخدام نموذج ARDL لتحليل العلاقة بين القيمة السوقية لسوق الأسهم كمتغير تابع ومجموعة من المتغيرات الاقتصادية كمتغيرات مستقلة، وهي أسعار النفط، النمو الاقتصادي، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، عرض النقود، وسعر الفائدة. وقد تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي والتحليل القياسي، وحيث تم تحليل المتغيرات المستقلة لاختبار الفرضية الرئيسية للبحث وهي كما يلي: هناك أثر معنوي لمساهمة المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة في الدراسة (أسعار النفط، النمو الاقتصادي، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، عرض النقود، سعر الفائدة) على المتغير التابع (القيمة السوقية لسوق الأسهم في المملكة العربية السعودية) خلال الفترة من عام 2000 إلى 2021. أظهرت النتائج وجود علاقة طردية ومعنوية بين القيمة السوقية لسوق الأسهم وأسعار النفط وعرض النقود والنمو الاقتصادي والائتمان المصرفي للقطاع الخاص. كما أظهرت النتائج أيضاً وجود تأثير عكسي ومعنوي لسعر الفائدة على القيمة السوقية لسوق الأسهم. وتشير قيمة معامل إصلاح الخطأ ECT إلى سرعة عودة قيمة الأسهم إلى قيمتها التوازنية في الأجل الطويل. توصي الدراسة في ختامها بضرورة مراقبة هذه المتغيرات الاقتصادية بشكل دائم واتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من تأثيرها السلبي على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية. الكلمات المفتاحية: عرض النقود، النمو الاقتصادي، سوق الأسهم، أسعار النفط، الائتمان المصرفي، سعر الفائدة.

مقدمة:

تعد أسواق الأسهم من الأسواق الرئيسية في اقتصاديات دول العالم، وتعد من بين المؤشرات الاقتصادية الهامة والأكثر أهمية في الاقتصاد. تنعكس تطورات سوق الأسهم على الاقتصاد بشكل شامل، لأنه يمكن أن يساعد الشركات في القطاع الخاص على التوسع ورفع الأداء وتعد وسيلة للاقتراض بديلة عن البنوك وأقل تكلفة. ويمثل انعكاس سوق الأسهم وتطوره أحد المؤشرات الاقتصادية المهمة التي يستخدمها المستثمرون الأفراد والشركات والمؤسسات المالية. وإذا كنا نبحث عن نظرة عامة على الاقتصاد في دولة ما، فإن أسواق المال هي الأولى في الاعتبار لأنها تعبر عن جميع القطاعات الاقتصادية وسهولة الحصول على بياناتها. ويعتبر سوق المال مرآة للاقتصاد ومؤشراً على أداء الاقتصاد بشكل شامل. وفي الأوقات التي يكون فيها الاقتصاد في حالة توسع ورخاء، ينعكس ذلك على أداء هذه الشركات، حيث يرتفع سعر أسهمها وتزيد مبيعاتها. وفي الأوقات التي يكون فيها الاقتصاد في حالة ركود، ينخفض أداء الأسهم وتنخفض قيمتها وربحيتها. وقد أولت دول العالم اهتماماً خاصاً بأسواق الأسهم؛ بسبب أهميتها الكبيرة وتعدّها من أسواق العالم الرئيسية. ولقد رسخت هذه الدول أنظمة وتشريعات تحفظ حقوق المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو كيانات. ويعد سوق الأسهم من الأسواق الأكثر نمواً بين الأسواق والأكثر جذباً للاستثمارات، فهي تتميز بسهولة الدخول والخروج من السوق وتعد أسرع بكثير من الأسواق التقليدية في جذب الاستثمارات العالمية والمحلية. ويشهد سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية تطورات كبيرة منذ إنشائه عام 1932، حيث تمت إضافة العديد من الشركات المدرجة في سوق التداول السعودي. وبلغت عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي ما يقارب 223 شركة. ويُعتبر سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق العربية وفي الشرق الأوسط في الوقت الحالي وتهدف رؤية 2030 في المملكة العربية السعودية إلى تطوير سوق الأسهم لجعلها من ضمن أكبر 3 أسواق في العالم.

مشكلة الدراسة:

تهدف مشكلة هذه الدراسة إلى التعرف على أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، وذلك الاهتمام ينبع من اهتمام رؤية 2030 التي اهتمت بتطوير سوق الأسهم، وقياس مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية المختارة في الدراسة على سوق الأسهم. كما تهدف الدراسة إلى فهم عمق سوق الأسهم وتحليل المحفزات التي تساعد على تطور سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية لتصبح من ضمن أكبر الأسواق في العالم.

أهمية الدراسة: يمكن تلخيص أهمية الدراسة في النقاط التالية:

1. تسعى المملكة العربية السعودية في ظل رؤية 2030 الى تنوع الاقتصاد وتطويره، وسوق الأسهم السعودي يعتبر من ضمن خطط رؤية 2030 لتطويره وجعله من ضمن أكبر الأسواق في العالم.
2. تطوير سوق الأسهم السعودي من ضمن أهداف رؤية 2030 وقد اهتمت الرؤية في برنامج الخصخصة ومن هذا المنطلق سوق الأسهم يعتبر مهما جداً.
3. لا يوجد بحوث كثيرة تبحث عن تطورات سوق الأسهم والبحوث الاقتصادية قليلة جداً في هذا الجانب ومن هنا يعتبر هذا البحث مهماً جداً في دراسة سوق الأسهم وفهم التطورات الحاصلة والتقلبات التي حصلت خلال فترة الدراسة.
4. يوجد اهتمام كبير وتشجيع من الحكومة وتحفيز كبير لجعل شركات القطاع الخاص تطرح أسهمها في السوق فخطوة برنامج تطوير سوق المال ادراج ما يقارب 500 شركة في سوق الأسهم السعودي.
5. تطوير سوق المال وجعله أكثر تطوراً سوف يخلق فرصاً كبيرة لشركات القطاع الخاص في التمويل، ويعتبر التمويل من خلال سوق الأسهم الأكثر فائدة للشركات، مما يجعل لهذه الشركات الأقل تكلفة عليها من التمويل من قبل الأسواق الأخرى.
6. لقد حفزت الحكومة الأفراد لتشجيعهم على الادخار ومن هذا المنطلق يعتبر تطوير سوق الأسهم مهماً جداً للادخار والاستثمار من الأفراد فهو الأكثر سهولة.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة الى قياس تأثير المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (2000 - 2021). في ظل رؤية 2030 الهادفة لتنوع الاقتصاد، والإصلاحات الاقتصادية الناتجة عن الرؤية، وتشجيع شركات القطاع الخاص، والشركات الحكومية على إدراج أوراقها المالية في سوق الأسهم السعودي. وقياس مدى انعكاس سوق الأسهم على المتغيرات الاقتصادية الكلية، ومدى عمق سوق الأسهم في ظل هدف رؤية 2030 الى جعل سوق الأسهم من ضمن أكبر 3 أسواق في العالم.

فرضيات الدراسة: هناك فرضية رئيسية للدراسة ثم يتفرغ منها خمس فرضيات فرعية. الفرضية الرئيسية: هناك أثر لمساهمة المتغيرات الاقتصادية المختارة في الدراسة (أسعار النفط، النمو الاقتصادي، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، عرض النقود، سعر الفائدة) على المتغير التابع القيمة السوقية لسوق الأسهم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة من عام 2000 إلى 2021.

وتتفرغ من الفرضية الرئيسية خمس فرضيات فرعية وهي:

- هناك علاقة ايجابية ومعنوية لأسعار النفط على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل.
- هناك علاقة عكسية ومعنوية لسعر الفائدة على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل.
- هناك علاقة ايجابية ومعنوية لعرض النقود على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل.
- هناك علاقة ايجابية ومعنوية لنمو الاقتصاد على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل.
- هناك علاقة ايجابية ومعنوية للائتمان المصرفي للقطاع الخاص على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل.

حدود الدراسة: سيتم تناول موضوع البحث في ضوء الحدود التالية:

- الإطار الزمني: ستتم الدراسة خلال الفترة (2000-2021).
- الإطار المكاني: الدراسة تقتصر على المملكة العربية السعودية.
- حدود موضوعية: قياس أثر أهم المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية.
- مصادر المعلومات: يعتمد البحث على مصادر معلومات تخدم فترة الدراسة ومصادر البيانات الثانوية منها:
 - البنك المركزي السعودي.
 - الهيئة العامة للإحصاء.
 - البنك الدولي.
 - هيئة السوق المالية السعودي.
 - سوق الأسهم السعودي (تداول).
 - الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع البحث.
 - المواقع الالكترونية العلمية مثل المجالات العلمية المحكمة.

بالإضافة الى البيانات المرتبطة بموضوع الدراسة والتي تم الرجوع إليها من الكتب والدراسات السابقة والمنشورات العلمية وبعض المقالات المتعلقة بموضوع البحث.

مصطلحات الدراسة: وفيما يلي تعريفات لأهم مصطلحات الدراسة:

القيمة السوقية للأسهم: هي قيمة تستخدم في الأسواق المالية لقياس حجم الشركات المدرجة في السوق. وتعتبر القيمة السوقية من المؤشرات الرئيسية في الأسواق المالية، حيث تستخدم كمؤشر لمستوى النشاط والاستثمار في السوق، وكذلك كقياس لأداء الأسهم والشركات المختلفة. ويمكن استخدام مؤشرات القيمة السوقية لتحديد توزيع الاستثمارات في الأسهم على أساس حجم الشركات وقيمتها السوقية.

عرض النقود: تُستخدم مفاهيم قياس السيولة في العديد من الدراسات المتعلقة بالقطاع النقدي والمالي، ويُعد عرض النقود الواسع M2 أحد أشهر تعريفات السيولة. وتهدف هذه الدراسة إلى استخدام تعريف النقود الواسع M2 في المملكة العربية السعودية كقياس لتأثير التغير في السيولة على القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2021. ويعكس تغير مقدار النقود الواسعة في الاقتصاد تغير حجم السيولة المتاحة في النظام المصرفي والمالي، وبالتالي يمكن استخدامه كمؤشر لتحليل تأثير التغيرات في السيولة على أداء أسواق الأسهم بشكل عام. وعند زيادة السيولة تزيد فرص المستثمرين في الحصول على تمويل وشراء الأصول المالية، بما في ذلك الأسهم، وبالتالي يرتفع الطلب على الأسهم ويتحسن أداء سوق الأسهم. وعلى الجانب المقابل إذا تراجعت السيولة، فإن ذلك يؤدي إلى تقليل الطلب على الأسهم ويضعف أداء سوق الأسهم. لذلك يمكن استخدام تعريف النقود الواسع M2 في المملكة العربية السعودية كقياس لتحليل تأثير التغيرات في السيولة على أداء سوق الأسهم، وهذا يمكن أن يساعد في فهم كيفية تأثير السياسات النقدية والمالية على الأسواق المالية وتحركاتها في المملكة العربية السعودية.

الائتمان المصرفي للقطاع الخاص: يُعرف الائتمان المصرفي للقطاع الخاص على أنه القروض والتسهيلات التي يقدمها البنك للشركات والأفراد العاملين في القطاع الخاص، وذلك لتمويل مشاريعهم وتحقيق أهدافهم التجارية. ويمكن أن يشمل الائتمان المصرفي

للقطاع الخاص عدة أنواع من القروض، مثل القروض التجارية والصناعية وقروض الاستثمار، وقروض العقارات، وقروض السيارات، وغيرها. تعد البنوك المركزية والبنوك التجارية من أهم مقدمي الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، حيث يتم استخدام الودائع المصرفية والموارد الأخرى التي يملكها البنك لتمويل القروض والتسهيلات التي يطلبها العملاء. وتعتبر الائتمانيات المصرفية للقطاع الخاص من العوامل الرئيسية في دعم النمو الاقتصادي وتمكين الشركات والأفراد من تحقيق أهدافهم التجارية والاستثمارية. وتساهم الائتمانيات المصرفية في توفير التمويل اللازم لتطوير المشاريع وتوسيع نطاق الأعمال وخلق فرص العمل وزيادة الإنتاجية والمنافسة في السوق المحلي والدولي.

سعر الفائدة: يُعرف سعر الفائدة بأنه العائد الذي يتم دفعه عند اقتراض المال من البنوك أو الجهات المالية الأخرى) ويتم تحديده بناءً على عدة عوامل، مثل معدلات التضخم والعرض والطلب على الأموال ومستوى المخاطر المرتبطة بالقرض. ويتم تحديد سعر الفائدة بشكل رئيسي من خلال السياسة النقدية التي تتبعها البنوك المركزية، حيث تقوم البنوك المركزية بتحديد معدلات الفائدة التي تدفعها البنوك للحصول على الودائع المصرفية، وبالتالي تحدد معدلات الفائدة التي يتم تحصيلها من المقترضين. وتستخدم البنوك المركزية سياسات الفائدة لتحقيق أهداف متعددة، مثل تحفيز النمو الاقتصادي والحد من التضخم وتحقيق الاستقرار المالي.

النمو الاقتصادي: يُعرف النمو الاقتصادي بأنه زيادة الإنتاجية والإيرادات في الاقتصاد الوطني. ويتم قياس النمو الاقتصادي عادة من خلال تغير الناتج المحلي الإجمالي (GDP) للدولة خلال فترة زمنية محددة. ويمكن أن يكون النمو الاقتصادي مدفوعاً بعدة عوامل، مثل زيادة الإنتاجية والابتكار والتكنولوجيا والاستثمار وتحسين البنية التحتية وزيادة الإنفاق الحكومي. وترتبط الأسواق المالية بشكل وثيق بالنمو الاقتصادي، حيث يعتبر سوق المال من بين المؤشرات الرئيسية لصحة الاقتصاد. وتعمل الأسواق المالية على تسهيل عملية تمويل الشركات وتسهيل الاستثمارات وتوفير السيولة في الاقتصاد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على المنتجات والخدمات، وزيادة النشاط التجاري، فيحدث النمو الاقتصادي. وتعتبر الأسواق المالية أيضاً وجهاً مهماً لاستثمار الأموال وتحقيق العوائد على المدى الطويل. ويستثمر الأفراد والشركات في الأسهم والسندات والصناديق المشتركة وغيرها من الأدوات المالية لتحقيق الأرباح. ويزيد النمو الاقتصادي من فرص الاستثمار ويزيد الطلب على الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية، مما يؤدي إلى زيادة أسعارها وتحقيق العوائد.

أسعار النفط: تُعرف أسعار النفط بأنها الأسعار الفورية للبرميل الواحد (ما يعادل 159 لتر) من النفط الخام مقوماً بالدولار الأمريكي. وترتبط أسعار النفط وسوق المال بشكل وثيق، حيث يؤثر تحرك سعر النفط على الأسواق المالية وقطاعات الأعمال المختلفة وخاصة في اقتصاديات الدول النفطية ويعتبر النفط هو المحرك الرئيسي لأغلب القطاعات الاقتصادية المختلفة. ويعتبر سعر النفط من المؤشرات الرئيسية للاقتصاد العالمي، حيث يؤثر على العديد من الصناعات والقطاعات الاقتصادية. لذلك يتابع المستثمرون والمتداولون عادةً بعناية تحركات أسعار النفط، ويستخدمونها كمؤشر لتحليل حركة الأسواق المالية وتغيرات في الاقتصاد العالمي.

الدراسات السابقة:

هدفت دراسة الشكري وتاج الدين (2008) إلى دراسة علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية السعودية بالحالة الاقتصادية، واعتمدت الدراسة على البيانات اليومية والشهرية خلال عام 2006، وقد توصلت الدراسة إلى العديد من الاستنتاجات من أبرزها ان المؤشر لا يعكس حالة السوق، ومن ثم الأداء الاقتصادي للبلد، وذلك لوجود تباين كبير على المستوى القطاعي، وكذلك على مستوى الشركات المدرجة من حيث نسبة مساهمتها في إجمالي القيمة السوقية.

وهدف دراسة أحمد (2019) بعنوان تأثير تقلبات أسعار النفط على أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2003-2016 إلى تحليل تأثير تقلبات أسعار النفط على أداء السوق المالي السعودي، واستخدمت الدراسة المنهج الاستقرائي ومنهج التحليل الكمي. وتوصلت الدراسة إلى أن التقلبات في أسعار النفط لم تؤثر على سوق المال السعودي من حيث مؤشر السوق وحجم التداول، وفسرت الدراسة التقلبات في أسعار سوق الأسهم السعودي إلى اهتمام المستثمرين بعوامل أخرى تختص بالشركات نفسها.

سعت دراسة قدام وترفاس (2019) بعنوان أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA إلى اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم خلال الفترة من 2007 إلى 2017. استخدم الباحثان المنهج التحليلي في تحليل العلاقات النظرية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم والتحليل القياسي لنتائج الدراسة. وتوصلت الدراسة ان كل المتغيرات المفسرة لها دلالة إحصائية ما عدا متغير نمو الأصول، حيث كان تأثير متغيرات سياسة توزيع الربح إيجابي ذو معنوية.

هدفت دراسة المغني (2021) لتحليل أثر التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي سواء المحلية أو العالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد للفترة ما بين مارس 2011 حتى أكتوبر 2019. اعتمدت الدراسة على العوائد الشهرية لعينة المؤشرات العامة بسوق الاسهم المصري، وستة عوامل في الاقتصاد الكلي المحلي والعالمي.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، أهمها وجود أثر سلبي معنوي لمتغير اذون الخزنة وسعر الصرف على عوائد السوق وأثر إيجابي ومعنوي لأسعار الذهب العالمية على عوائد الأسهم المصرية.

فيما يخص دراسة الشكرجي وتاج الدين (2008) المذكورة سابقاً والتي قامت بتحليل العلاقة بين مؤشر الأسهم في السوق المالية السعودية والحالة الاقتصادية للبلد، فإن الدراسة اعتمدت على البيانات اليومية والشهرية خلال عام 2006 فقط وقد يكون هناك تغييرات في الأسواق المالية بعد عام 2006 ولكنها لم تدخل في التحليل لئتم دراسة أثرها على أداء الأسواق المالية في المملكة العربية السعودية.

وفيما يخص دراسة احمد (2019) والتي تم استخدام المنهج الاستقرائي والتحليل الكمي فيها لتحليل تأثير تقلبات أسعار النفط على أداء السوق المالي السعودي والتي توصلت إلى أن تقلبات أسعار النفط لم تؤثر على السوق المالي السعودي، فإننا نقول أنه من الصعب جداً قبول مثل هذه النتيجة خاصة إذا ما علمنا مدى اعتماد الاقتصاد السعودي على النفط. فارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى زيادة إيرادات الدولة والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الانفاق الحكومي على شتى قطاعات الاقتصاد مما يؤدي إلى انعكاس أثر هذا الانفاق على أرباح الشركات، والعكس صحيح فيما إذا انخفضت أسعار النفط.

أما دراسة قدام وترفاس (2019) والتي قامت بتحليل أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر الداو جونز، واستخدام المنهج التحليلي والتحليل القياسي فيها، والتي توصلت الدراسة فيها ان سياسة توزيع الأرباح له تأثير إيجابي ومعنوي، فإننا نقول أننا نتفق مع هذه النتيجة ولكن لم يتم دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل أسعار الفائدة وسعر البترول وعرض النقود وغيرها، وهو ما سنقوم به في هذه الدراسة.

أخيراً، هدفت دراسة المعني (2021) لتحليل أثر التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي سواءً المحلية أو العالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد للفترة ما بين مارس 2011 حتى أكتوبر 2019 وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، أهمها وجود أثر سلبي معنوي لمتغير اذون الخزنة وسعر الصرف على عوائد السوق وأثر إيجابي ومعنوي لأسعار الذهب العالمية على عوائد الأسهم المصرية. هذه الدراسة جاءت حسب توقعاتنا ولكنها اهتمت بالاقتصاد المصري ونحن سوف ندرس الاقتصاد السعودي. أيضاً، لم يتم تحليل تأثير هذه العوامل الاقتصادية على المدى الطويل.

الإطار النظري: يعد سوق المال أحد المقومات الأساسية للاقتصاديات الوطنية المعاصرة، لما له من دور فاعل في جذب فائض رؤوس الأموال المعطلة واستثمارها في قطاعات اقتصادية متنوعة، ويسهم ذلك في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

تعريف سوق الأوراق المالية: السوق المالية هي سوق يتم فيها تداول بيع وشراء الأوراق المالية. فهي (أي الأسواق المالية) تضم العديد من المؤسسات المالية وبيوت السمسرة المالية (الوسطاء الماليون) أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين. فهو مكان مخصص ومنظم يستخدم التقنية الإلكترونية التي يتم عبرها جمع البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة ووفقاً لضوابط ونظم محددة بالقانون. ويتميز السوق المالي بتوافر وسائل الاتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول خلالها. وتشمل الأوراق المالية: الأسهم والسندات، وكذلك يتم فيها تداول العملات. وتبعاً لذلك تتفرع الأسواق المالية إلى أسواق أسهم وأسواق سندات وأسواق عملات. وتعد الأسهم صكوك ملكية لجزء من رأس مال الشركة التي تصدرها، في حين تعد السندات صكوك مديونية على الجهة التي تصدرها. فإذا قام شخص بشراء سهم ما فقد أصبح مالكاً أو مساهماً في الشركة، أما إذا قام بشراء سند على أحد الشركات فقد أصبح دائناً لها (هيئة السوق المالية، 2023).

هناك نوعان رئيسيان من أسواق الأسهم: السوق الأولية والسوق الثانوية.

السوق الأولية: هي سوق إصدار الأسهم، أي عندما تؤسس الشركة وتطرح أسهمها للمتعاملين لأول مرة، أو عند زيادة رأس مال إحدى الشركات القائمة. فإذا أدرجت هذه الأسهم بالسوق استطاع المشتري الأول للسهم أن يبيعه في سوق التداول التي تعرف بالسوق الثانوية. أي أن الأسهم تصدر وتباع بالسوق الأولية، ثم يتم تداولها بيعاً وشراءً بعد ذلك بالسوق الثانوية (هيئة السوق المالية، 2023).

الأسهم: يمثل السهم صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة يعطي لحامله الحق في حصة من رأس مال الشركة وهي نوعان:

الأسهم العادية: السهم العادي له ثلاث قيم، قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوب عليها في عقد التأسيس. القيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطيات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية)، مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدر. أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع فيها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية (حنفي، 2005).

الأسهام الممتازة: يمثل السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهام الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على الأسهام المصدرة، والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق، ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق. حامل السهم الممتاز له الأولوية على حامل السهم العادي في أموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم (حنفي، 2005).

السندات: تمثل السندات ديناً على الشركة التي أصدرتها. ولجملة هذه السندات الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع دورياً (سنوياً، أو نصف سنوي أو ربع سنوي) بصرف النظر عن الدخل الذي حققته الشركة ويوجد عدة أنواع من السندات، كالسندات المضمونة بأصول، السندات العادية، السندات من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية وكل هذه الأنواع لها تاريخ استحقاق محدد أين ينبغي أداء هذه الالتزامات (حنفي، 2005).

وظائف أسواق رأس المال:

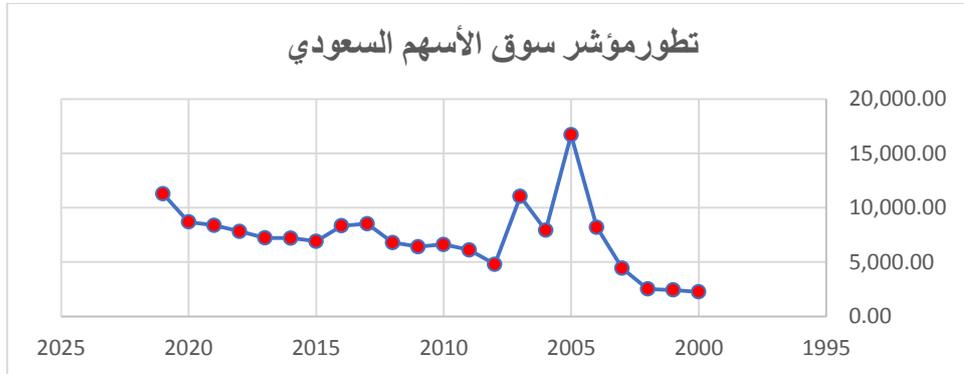
وظيفة ادخارية: تساعد الأفراد الذين لديهم فوائض مالية الى حفظها في أسواق المال وتنميتها وتتميز هذه الوظيفة مهما كان صغر المبلغ يستطيع الفرد الادخار بهذه الأسواق.

وظيفة تمويلية: تعمل هذه الوظيفة مثل البنوك او مكملتها للبنوك يستطيع أصحاب المشاريع التمويل عن طريق سوق الأموال.

وظيفة استثمارية: يستطيع المستثمرون الاستثمار بهذه الأسواق والربح فيها وتنمية رؤوس المال عن طريق الاستثمار في الأجل الطويل أو الأجل القصير.

خلفية عن سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية: سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية يعتبر من ضمن أكبر الأسواق المالية في العالم، ويحتل المرتبة التاسعة عالمية، وأكبر أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا. وتعتبر القيمة السوقية لسوق الأسهم بما يقارب 11 تريليون ريال، وأكبر الشركات في هذا السوق شركة أرامكو. يندرج في سوق الأسهم السعودي ما يقارب 223 شركة مدرجة، وبحجم تداول يومي بمتوسط 4 الى 6 مليار ريال، وأعلى قمة وصلتها السوق في عام 2006 بما يقارب 20 ألف نقطة، وقد يوجد علاقة طردية ما بين أسعار النفط وسوق الأسهم السعودي بسبب طبيعة الاقتصاد السعودي المعتمد على النفط. ويوجد مؤشر ام تي 30 ويعتبر هذا المؤشر بتمثيل أكبر 30 شركة في السوق السعودي وله تأثير مباشر على وزن المؤشر. وخلال عام 2017 تم استحداث سوق نمو ويمثل هذا السوق عن الشركات الصغيرة والمتوسطة المؤهلة للإدراج. حركة المؤشر اليومي يتأثر بأوزان الشركات أكبر تأثير لوزن المؤشر العام يعتبر مصرف الراجحي بحجم تأثير ما يقارب 22% وثاني التأثير البنك الأهلي السعودي بنسبة ما يقارب 7% وثالث التأثير شركة أرامكو السعودية بنسبة ما يقارب 6%. يتكون السوق السعودي من عدة قطاعات بما يقارب 21 قطاع وأكبر هذه القطاعات هي البنوك، يليها المواد الأساسية ومن ثم قطاع الطاقة. ويتم توزيع الشركات المدرجة في السوق على عدة قطاعات قطاع المصارف والخدمات المالية، وقطاع الصناعات البتروكيمياوية، وقطاع الأسمنت، وقطاع التجزئة، وقطاع الطاقة والمرافق الخدمية، وقطاع الزراعة والصناعات الغذائية، وقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، وقطاع التأمين، وقطاع الاستثمار الصناعي، وقطاع التشييد والبناء، وقطاع التطوير العقاري، وقطاع النقل، وقطاع الاعلام والنشر، وقطاع الفنادق والسياحة. وتهدف هيئة سوق المال السعودي الى ادراج أكبر قدر من الشركات في سوق الأسهم السعودي، ويوجد لديها خطة الى ادراج أكثر من 75 شركة خلال السنوات القليلة القادمة. وما زالت هيئة سوق المال السعودي تطور من التشريعات والتحفيزات لتحقيق هدف رؤية 2030.

شكل (1): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2000 الى 2021:



الرسم من اعداد الباحثين معتمد على بيانات ملف الإحصاء السنوي "ساما".

يوضح شكل (1) تطورات مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية حيث شهد سوق الأسهم السعودي فترات نمو عالية خلال الفترة ما بين 2000 الى 2021 ولهذا تعتبر هذه الفترة مهمة لدراسة سوق الأسهم بشكل شامل ودراسة تطوراتها. في عام 2001

2002 ارتفع المؤشر بنسبة بما يقارب 7% و3% وخلال عام 2003 بدأ مؤشر سوق الأسهم يرتفع بشكل عالي، فلقد سجل ارتفاعاً في ذلك العام بما يقارب 43% وفي عام 2004 ارتفع مؤشر سوق الأسهم السعودي بما يقارب 46% عن العام الذي قبله مسجلاً بما يقارب 8200 نقطة في عام 2004. خلال عام 2005 سجل مؤشر سوق الأسهم السعودي ارتفاعاً بنسبة 51% عن العام الذي قبله مسجلاً ما يقارب 16700 نقطة. ويعتبر عام 2005 أعلى متوسط سنوي سجله سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية. وخلال عام 2006 شهد سوق الأسهم السعودي هبوطاً حاداً جداً بما يتجاوز نسبة 50% بسبب توفر السيولة العالية جداً للمستثمرين خلال الأعوام التي تلت عام 2006 وتحديداً عام 2003 و2004 و2005 مما أدى إلى إقبال رهيب من المستثمرين على سوق الأسهم وخاصة مستثمري التجزئة ممن ليس لديهم خبرة كافية في الاستثمار أو المضاربة في سوق الأسهم والذي أدى إلى ارتفاعات عالية جداً لقيمة المؤشر وخلق ما يعرف بالفقاعة (bubble). خلال عام 2007 شهد سوق الأسهم السعودي تحسناً بعد انهيار الذي حصل في عام 2006 حيث ارتفع مؤشر السوق خلال عام 2007 بما يقارب 28% عن العام الذي قبله، وفي عام 2008 حصل انخفاض حاد جداً بنسبة تجاوزت الـ 50% للمرة الثانية على التوالي حيث انخفض مؤشر السوق بما يقارب 4800 نقطة عن العام الذي قبله. ويرجع سبب الانخفاض في عام 2008 إلى الأزمة المالية العالمية الذي أثرت على أغلب أسواق المال في العالم. وخلال عام 2009 تحسن مؤشر سوق الأسهم وقد ارتفع عن الذي قبله بما يقارب 22% مسجلاً بما يقارب 6121 نقطة. وفي عام 2013 ارتفع مؤشر سوق الأسهم بما يقارب 20% عن العام الذي قبله مسجلاً بما يقارب 8535 نقطة. وفي عام 2015 انخفض مؤشر سوق الأسهم بما يقارب 20% عن العام الذي قبله مسجلاً بما يقارب 6911 نقطة. خلال عام 2016 حتى عام 2020 بدأ مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية في مناطق عرضية ما بين 7200 نقطة و8500 نقطة. وفي عام 2021 ارتفع مؤشر سوق الأسهم عن العام الذي قبله بما يقارب 21% مسجلاً 11280 نقطة خلال ذلك العام.

جدول (1) يوضح أهم التطورات في مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة 2000 إلى 2021 ورصد نقاط مؤشر سوق الأسهم مع نسبة التغير. خلال عام 2000 نلاحظ في الجدول نمو نسبة مؤشر سوق الأسهم بما يقارب 11% مسجلاً 2200 نقطة في ذلك العام، وخلال عام 2001 سجل نمو مؤشر سوق الأسهم بما يقارب 8% مسجلاً بما يقارب 2430 نقطة، وخلال عام 2002 سجل مؤشر سوق الأسهم نمو بما يقارب 4% بما يقارب 2518 نقطة. خلال عام 2003 حتى عام 2005 ارتفع سوق الأسهم السعودي 76% و 85% و 104% على التوالي بمتوسط 85.3% سنوياً حتى عام 2005 ولم يسجل سوق الأسهم أي انخفاض خلال هذه الفترة. وتعتبر هذه الفترة من فترات النمو العالية في مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية. وفي عام 2006 سجل سوق الأسهم السعودي هبوطاً حاداً بنسبة 53%- ويعتبر هذا أول انهيار لسوق الأسهم من عام 2000 بعد سلسلة الارتفاعات الذي حصلت خلال الأعوام الماضية. خلال 2007 ارتفع سوق الأسهم السعودي بنسبة بما يقارب 39% وخلال عام 2008 سجل سوق الأسهم السعودي هبوطاً حاداً بما يقارب 56%- ويعتبر هذا ثاني انهيار لسوق الأسهم بعد عام 2006 وخلال عام 2009 ارتفع سوق الأسهم السعودي خلال ذلك العام بما يقارب 27% وخلال عام 2010 سجل سوق الأسهم نمو بما يقارب 8% مسجلاً 6620 نقطة خلال ذلك العام. وخلال عامي 2011 و2012 تذبذب سوق الأسهم ما بين النمو والانخفاض خلال العامين، أما عام 2013 سجل سوق الأسهم السعودي نمو بما يقارب 26% مسجلاً 8500 نقطة خلال ذلك العام، أما عام 2015 فقد انخفض مؤشر سوق الأسهم بما يقارب 17%- مسجلاً 6911 نقطة في ذلك العام. وخلال عام 2016 حتى عام 2020 تذبذب سوق الأسهم ما بين النمو والانخفاض وخلال عام 2021 ارتفع سوق الأسهم السعودي بنسبة نمو 30% مسجلاً 11280 نقطة خلال ذلك العام. ونستخلص من جدول مؤشر سوق الأسهم بأن عام 2003 و2004 و2005 أعلى سنوات نمو مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية، وفي عام 2006 و2008 سجل مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية أقوى انخفاضات بما يقارب 53%- خلال تلك الفترة. وخلال عام 2005 سجل مؤشر سوق الأسهم أعلى نقطة بما يقارب 16712 خلال فترة الدراسة وأدنى نقطة سجلها مؤشر سوق الأسهم خلال عام 2000 بما يقارب 2258 نقطة.

جدول (1): تطورات سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة ما بين 2000 إلى 2021:

السنة	مؤشر سوق الأسهم	نسبة نمو مؤشر سوق الأسهم السعودي
2000	2258.29	11%
2001	2430.11	8%
2002	2518.08	4%
2003	4437.58	76%
2004	8206.23	85%
2005	16712.64	104%
2006	7933.29	-53%
2007	11038.66	39%

السنة	مؤشر سوق الأسهم	نسبة نمو مؤشر سوق الأسهم السعودي
2008	4802.99	-56%
2009	6121.76	27%
2010	6620.75	8%
2011	6417.73	-3%
2012	6801.22	6%
2013	8535.6	26%
2014	8333.3	-2%
2015	6911.76	-17%
2016	7210.43	4%
2017	7226.32	0%
2018	7826.73	8%
2019	8389.23	7%
2020	8689.53	4%
2021	11281.71	30%

الجدول من اعداد الباحثين معتمد على بيانات البنك المركزي.

أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي قد تؤثر على أداء سوق الأسهم السعودي:

1. الأداء الاقتصادي: يتأثر أداء سوق الأسهم بالأداء الاقتصادي، حيث إذا كان هناك نمو اقتصادي جيد، فمن المرجح أن يتمتع سوق الأسهم بأداء جيد. اما إذا سجل GDP انكماشاً فهذا قد يؤثر على أداء سوق الأسهم.
2. السياسات الحكومية: تؤدي السياسات الحكومية دوراً مهماً في أداء سوق الأسهم، حيث يمكن أن تؤثر السياسات الحكومية في الاستثمارات والنمو الاقتصادي والانفاق الحكومي على أداء مؤشر سوق الأسهم السعودي.
3. السياسات النقدية: تؤثر السياسات النقدية في أداء سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية ما بين الارتفاعات والانخفاضات.
4. تقلبات أسعار النفط: يعتبر الاقتصاد السعودي مرتبطاً بشكل كبير خلال فترة الدراسة بأسعار النفط، ويمكن أن تؤثر تقلبات أسعار النفط ما بين الارتفاع والانخفاض على أداء سوق الأسهم.

تطور السيولة السنوية لسوق الأسهم والنتائج المحلي الإجمالي ومؤشر السوق في المملكة العربية السعودية من عام 2000 الى 2021: تعتبر السيولة في أسواق الأسهم مهمة جداً، وتعتبر ركيزة أساسية في السوق، وكلما كانت السيولة مرتفعة كانت الأسواق أكثر استقراراً وجاذبية، وإذا كانت السيولة منخفضة فإن السوق يعتبر أقل جاذبية للمستثمرين. فطبيعة أسواق المال أن التسييل فيها أسهل من غيرها من الأسواق الأخرى، فمثلاً سوق العقار يعتبر التسييل فيها أصعب والتجزئة: عكس أسواق المال فيستطيع المستثمر التسييل والتجزئة وهذه تعتبر من المميزات في أسواق الأسهم.

جدول (2) يوضح تطورات السيولة في سوق الأسهم السعودي من عام 2000 الى 2021، حيث سجلت السيولة في عام 2000 في سوق الأسهم السعودي 65 مليار ريال مرتفعاً عن العام الذي قبله بما يقارب 15%. خلال عام 2001 سجل سوق الأسهم السعودي فصلاً جديداً وتطوراً جديداً من ناحية السيولة فقد شهد عام 2001 سيولة مرتفعة بما يقارب 28% عن العام الذي قبله وسجلت السيولة في ذلك العام 83 مليار ريال، وبدأت الارتفاعات المتتالية في سوق الأسهم السعودي، وقد سجل عام 2002 سيولة ما يقارب 133 مليار ريال مرتفعاً عن العام الذي قبله بما يقارب 60%. وفي عام 2003 سجلت السيولة 596 مليار ريال مرتفعة بنسبة ما يقارب 346%، وفي عام 2004 سجلت السيولة ارتفاعات بما يقارب 1.7 تريليون ريال مرتفعة بنسبة 197% عن العام الذي قبله.

جدول (2): تطورات السيولة في سوق الأسهم السعودي ونسبة التغير من سنة 2000 الى 2021:

السنة	قيمة السيولة	نسبة التغير
2000	65,293	15%
2001	83,601	28%
2002	133,787	60%
2003	596,510	346%

السنة	قيمة السيولة	نسبة التغير
2004	1,773,859	197%
2005	4,138,696	133%
2006	5,261,851	27%
2007	2,557,713	-51%
2008	1,962,946	-23%
2009	1,264,012	-36%
2010	759,184	-40%
2011	1,098,836	45%
2012	1,929,318	76%
2013	1,369,666	-29%
2014	2,146,512	57%
2015	1,660,622	-23%
2016	1,156,986	-30%
2017	836,275	-28%
2018	870,870	4%
2019	880,139	1%
2020	2,087,800	137%
2021	2,235,900	7%

الجدول من اعداد الباحثين معتمد على بيانات البنك المركزي السعودي.

وفي عام 2005 سجلت السيولة ارتفاعات قياسية لم يسبق ان سجلها سوق الأسهم السعودي قبل، فقد سجلت السيولة في ذلك العام بما يقارب 4.138 ترليون ريال مرتفعة بنسبة 133% عن العام الذي قبله. وسجلت السيولة في عام 2006 أعلى سيولة في تاريخ سوق الأسهم السعودي بما يقارب 5.2 ترليون ريال بنسبة نمو تقريبا 27% عن العام الذي قبله، وقد تزامنت هذه السيولة في وقت ارتفاعات قياسية حصلت في مؤشر سوق الأسهم. وفي عام 2007 سجلت السيولة انخفاضات حادة بنسبة ما يقارب 51% وسجلت السيولة في ذلك العام بما يقارب 2.5 ترليون ريال وتزامن مع ذلك انخفاض حاد جداً في مؤشر سوق الأسهم العام. تواصلت الانخفاضات المتتالية في قيمة السيولة بعد عام 2007 وقد وصلت السيولة في عام 2010 بما يقارب 759 مليار ريال، وقد تأثر سوق الأسهم السعودي بعد الانهيار الذي حصل وتخوف المستثمرين. في عام 2011 حصل ارتفاع بسيولة السوق بنسبة ما يقارب 45% وتواصل الارتفاع في عام 2012 بنسبة 76% وسجلت السيولة في عام 2014 بما يقارب 2.1 ترليون ريال وهذا أول مرة يسجلها السوق بعد عام 2007 بنسبة ما يقارب 57% عن العام الذي قبله. ونلاحظ في عام 2016 سجلت السيولة بما يقارب 1.156 ترليون ريال بانخفاض عن العام الذي قبله بنسبة 30% وفي عام 2017 سجلت السيولة أيضاً انخفاضاً بما يقارب 28%- وتراوحت السيولة حتى عام 2019 بما لا يتجاوز 880 مليار ريال، أما في عام 2020 سجلت السيولة ارتفاعات قياسية بما يقارب 137% وسجلت السيولة في حدود 2 ترليون ريال وقد أدت الارتفاعات القياسية في عام 2020 الى الفرص التي اتاحت في سوق الأسهم والانخفاضات الحادة في القيمة بسبب أزمة كوفيد19، وفي عام 2021 سجلت السيولة زيادة بنسبة بما يقارب 7% عن العام الذي قبله.

يوضح جدول (3) تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي وتطور نمو مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة 2000 الى 2021. خلال عام 2000 سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي بما يقارب 5.6% وكذلك سجل نمو مؤشر سوق الأسهم بما يقارب 11% وفي عام 2001 و2002 سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي ما بين 1.2 الى 2.8 وكذلك سجل نمو مؤشر سوق الأسهم ما بين 8 الى 4%. وخلال عام 2003 سجل الناتج المحلي الإجمالي نمو بما يقارب 11.2% وفي نفس العام سجل مؤشر سوق الأسهم ما يقارب 76%.

جدول (3): تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي ونمو مؤشر سوق الأسهم السعودي من عام 2000 الى 2021:

السنة	نمو الناتج المحلي الإجمالي	نمو مؤشر سوق الأسهم
2000	5.63	11%
2001	1.21	8%

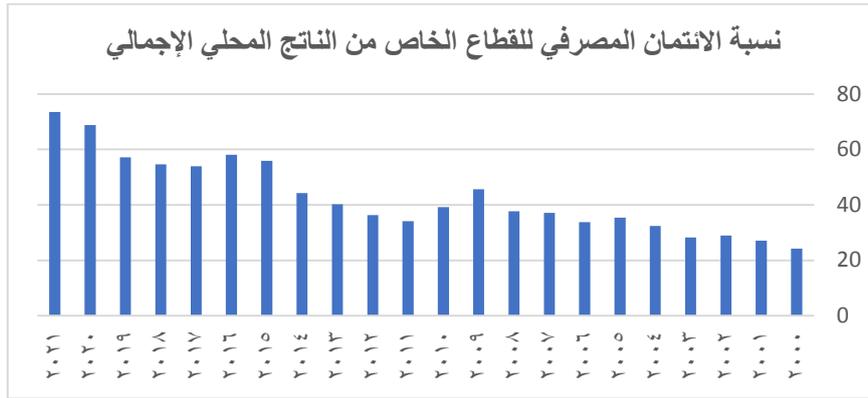
السنة	نمو الناتج المحلي الإجمالي	نمو مؤشر سوق الأسهم
2002	2.82	4%
2003	11.24	76%
2004	7.96	85%
2005	5.57	104%
2006	2.79	-53%
2007	1.85	39%
2008	6.25	-56%
2009	2.06	27%
2010	5.04	8%
2011	10.00	-3%
2012	5.41	6%
2013	2.70	26%
2014	3.65	-2%
2015	4.11	-17%
2016	1.67	4%
2017	-0.74	0%
2018	2.51	8%
2019	0.33	7%
2020	-4.14	4%
2021	3.24	30%

الجدول من اعداد الباحثين معتمد على بيانات البنك المركزي السعودي.

وخلال عام 2004 وعام 2005 نما الناتج المحلي الإجمالي 7.9 و5.5 على التوالي وكذلك سجل نمو مؤشر سوق الأسهم بنفس ذلك العامين ما بين 85% و104%. في عام 2006 و2007 سجل الناتج المحلي الإجمالي بما يقارب 2.7 و1.85 أما مؤشر سوق الأسهم قد سجل في عام 2006 بانخفاض بما يقارب 53%- وفي عام 2007 سجل مؤشر سوق الأسهم نمو بما يقارب 39% وفي عام 2008 سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي بما يقارب 6.2 اما مؤشر سوق الأسهم فقد انخفض 56%- وخلال عام 2009 و2010 سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي 2 و5% اما مؤشر سوق الأسهم فقد سجل في عام 2009 نمو بما يقارب 27% وخلال عام 2010 8% سجلها مؤشر سوق الأسهم نمو. وخلال عام 2011 قد سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي بما يقارب 10% وقد سجل مؤشر سوق الأسهم في نفس ذلك العام بانخفاض 3%- وفي عام 2012 سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي بما يقارب 5.4 وكذلك سجل مؤشر سوق الأسهم نمو بما يقارب 6%. في عام 2013 سجل مؤشر سوق الأسهم نمو بما يقارب 26% وفي نفس العام قد (فقد) نما الناتج المحلي الإجمالي السعودي بما يقارب 2.7 وخلال عامي 2014 و2015 سجل مؤشر تاسي انخفاضات متتالية 2- و17%- وقد سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال العامين نفسه بما يقارب 3.6 و4.11 بالمئة. خلال عام 2016 حتى عام 2020 نما الناتج المحلي الإجمالي بمتوسط 1.8 بالمئة وسجل مؤشر سوق تاسي خلال هذه الفترة متوسط بما يقارب 5.7 بالمئة. وفي عام 2021 سجل مؤشر تاسي نموا بما يقارب 30% وفي عام 2021 سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي بما يقارب 3.2 بالمئة.

تعريف الائتمان المصرفي للقطاع الخاص: يشير إلى الإقراض الذي يقدمه البنك للشركات والأفراد غير الحكومية. ويتمثل الهدف الرئيسي من هذا النوع من الائتمان في تمويل الأنشطة التجارية والاستثمارية للشركات والأفراد، وتشمل هذه الأنشطة شراء المعدات والآلات والعقارات والبضائع، وتمويل الأنشطة التجارية اليومية مثل الرواتب والإيجارات والمصروفات العامة. وتتوفر العديد من أنواع الائتمان المصرفي للقطاع الخاص مثل القروض التجارية والقروض الشخصية والرهن العقاري وبطاقات الائتمان والتمويل الأصغر (مثل القروض العامة والسيارات). وتختلف الشروط والأحكام لكل نوع من هذه الائتمانات، وتتوقف على عدة عوامل، مثل تاريخ الائتمان والدخل والضمانات المقدمة (الأحمد، 2022).

شكل (2): تطور الائتمان المصرفي للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة ما بين 2000 إلى 2021:

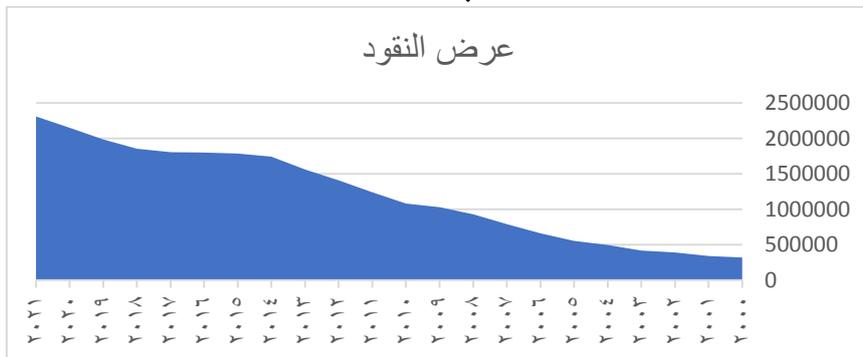


الرسم من اعداد الباحثين معتمد على بيانات البنك الدولي.

يوضح شكل (2) تطور نسبة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ما بين 2000 إلى 2021. نلاحظ خلال عام 2000 إلى 2003 نسبة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص من الناتج المحلي الإجمالي ما بين 24% إلى 28% وفي عام 2004 بدأ ارتفاع نسبة الائتمان المصرفي من الناتج المحلي الإجمالي إلى ما يقارب 32%. خلال عام 2005 حتى عام 2008 كان الائتمان المصرفي ما بين 35% إلى 37% وقد ارتفع في عام 2009 بما يقارب 45% وقد سجل الائتمان المصرفي انخفاضا طفيفا خلال عام 2010 إلى 2012 وبدأت النسبة في الارتفاع من بعد عام 2013 مسجل بما يقارب 40% من الناتج المحلي الإجمالي وصولا إلى عام 2021 بما يقارب 73% من الناتج المحلي الإجمالي.

تعريف عرض النقود: يشير إلى كمية النقود الورقية والمعدنية المتاحة للمستهلكين والشركات والحكومات في اقتصاد معين في وقت محدد. ويتأثر عرض النقود بالعوامل الاقتصادية المختلفة، مثل سياسة البنك المركزي والتضخم ونمو الناتج المحلي الإجمالي وحجم التجارة الخارجية والتحويلات النقدية ومستوى الفائدة. يعتبر عرض النقود من المتغيرات الرئيسية في نظرية النقد، وهو يؤثر على الأسعار والتضخم والنمو الاقتصادي. وتسعى الحكومات والبنوك المركزية إلى إدارة عرض النقود بطريقة تعزز النمو الاقتصادي وتحافظ على الاستقرار الاقتصادي، وذلك من خلال تحديد سياسات نقدية وأسعار فائدة مناسبة. ويؤثر عرض النقود بسوق الأسهم بشكل كبير، حيث يمكن أن يؤثر عرض النقود على قيمة الأصول المالية وأسعار الفائدة وتدفقات السيولة في السوق. وتؤثر عرض النقود بشكل مباشر على سوق الأسهم، حيث يؤثر على قدرة المستثمرين على الحصول على التمويل اللازم للتداول في الأصول المالية المختلفة. وعندما يزيد عرض النقود، يزيد الطلب على الأصول المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول وانخفاض أسعار الفائدة. وبالعكس عندما يقل عرض النقود يتراجع الطلب على الأصول المالية، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأصول وارتفاع أسعار الفائدة، ولذلك تعتبر إدارة عرض النقود واحداً من أهم العوامل التي يجب مراعاتها عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق المال (خليل، 2023).

شكل (3): تطور عرض النقود بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة ما بين 2000 إلى 2021:



الرسم من اعداد الباحثين معتمد على بيانات البنك المركزي السعودي.

يوضح شكل (3) تطور عرض النقود بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة ما بين 2000 إلى 2021، حيث نلاحظ تطور عرض النقود من عام 2000 حتى عام 2021 بنمو متزايد ويعود هذا الارتفاع إلى تطور الاقتصاد السعودي والنمو العالي خلال هذه السنوات إذ سجل عرض النقود بالمملكة العربية السعودية ارتفاعا متصاعدا خلال فترة الدراسة، ففي عام 2000 كان عرض النقود في

حدود 300 مليار ريال وفي عام 2005 سجل عرض النقود بما يقارب 500 مليار ريال مرتفعا بما يقارب 200 مليار عن عام 2000 وخلال عام 2010 سجل عرض النقود بالمملكة العربية السعودية في حدود 1 تريليون ريال مرتفعا عن عام 2005 بما يقارب 500 مليار ريال مسجلا ارتفاعا بنسبة 100% عن عام 2005. خلال عام 2015 سجل عرض النقود ارتفاع قياسي خلال هذه الفترة وسجل بما يقارب 1.7 تريليون ريال مرتفعا عن عام 2010 بما يقارب 70% بزيادة 700 مليار ريال عن عام 2010 وخلال عام 2021 سجل عرض النقود بما يقارب 2.3 تريليون ريال بزيادة عن عام 2015 بما يقارب 600 مليار ريال وهذه اول مرة يسجل عرض النقود هذا الرقم في الاقتصاد السعودي.

جدول (4): تطور عرض النقود بالمملكة العربية السعودية مجموع كل 5 سنوات من عام 2000 الى عام 2021:

السنة	نسبة عرض النقود
2005	73%
2011	64%
2015	4%4
2021	28%

الجدول من اعداد الباحثين معتمد على بيانات البنك المركزي.

يوضح جدول (4) التطورات في عرض النقود بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2021، حيث سجل نمو عرض النقود خلال فترة 2000 إلى 2005 مجموعة نمو مركب 73%، في حين سجل النمو خلال فترة 2006 إلى 2011 مجموع نمو مركب 64%، وفي عام 2012 إلى 2015 سجل النمو بمجموع 44%، ومن عام 2016 حتى عام 2021 سجل نمو عرض النقود بما يقارب 28%. ويعود النمو المرتفع خلال الفترة من عام 2000 إلى 2015 إلى تطور الاقتصادية والأعمال في المملكة العربية السعودية، وتطورات في مختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية خلال هذه الفترة. وتعود أسباب انخفاض النمو خلال الفترة من عام 2016 حتى عام 2021 إلى الأوضاع الاقتصادية الصعبة وانخفاض النمو وإعادة هيكلة الاقتصاد والإجراءات التي اتخذت خلال تلك الفترة.

منهجية الدراسة:

ستتبع هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والمنهج القياسي، وهما منهجان مهمان في البحوث الاقتصادية، حيث يساعدان على فهم الظواهر الاقتصادية وتحليلها وتوقعها. يستخدم المنهج الوصفي التحليلي في العادة لدراسة الوضع الاقتصادي وتحليله، ويعتمد على جمع البيانات التاريخية وتحليلها بشكل دقيق ومنهجي. مما يساعد على إعطاء تصور كامل عن سوق الأسهم السعودي والمتغيرات المؤثرة فيه. يتضمن المنهج الوصفي التحليلي التركيز على الجوانب الكمية والنوعية للبيانات، واستخدام أدوات التحليل الإحصائي والمقارنة بين البيانات لتحليل العلاقات السببية والعوامل المؤثرة. أما التحليل القياسي فيعتمد على دراسة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية المؤثرة بقيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي. ويستخدم التحليل القياسي عادة في توقعات النمو الاقتصادي وتحليل سياسات الحكومة والتدخلات الاقتصادية. ويشمل هذا التحليل العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل الاستثمار والنقود والأسعار. وتستخدم أدوات التحليل القياسي الاقتصادي لتحليل العلاقات بين هذه المتغيرات وتحديد العوامل المؤثرة ويمكن استخدام المنهجين معاً لتحليل الوضع الاقتصادي وتوقعات النمو في المستقبل. وسنستخدم المنهج الوصفي التحليلي لتحليل الوضع الحالي والتغيرات التي حدثت في سوق الأسهم السعودي وعوامله المؤثرة، وسنستخدم التحليل القياسي لتوقع المستقبل وتحديد السياسات الاقتصادية والتدخلات المناسبة لتحقيق النمو المستدام.

تسعى الدراسة الى قياس أثر أهم المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، وتحليل مدى إمكانية وجود علاقة طويلة الاجل بين القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي كمتغير تابع والائتمان المصرفي للقطاع الخاص وعرض النقود وأسعار النفط وسعر الفائدة والنمو الاقتصادي كمتغيرات مستقلة. ويتم استخدام اختبار جذر الوحدة (Unit Roots test) ونموذج ARDL واختبار الحدود Bounds Testing Approach واستعمال نماذج تصحيح الخطأ. من خلال نموذج يجمع المتغيرات التي تمثل برأينا أهم المتغيرات التي يمكن الاستدلال بها كالمؤشرات المؤثرة على القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي وبالتالي يمكننا الوصول إلى أهداف الدراسة جميعها، واختبار فرضياتها.

توصيف متغيرات الدراسة: يأخذ النموذج القياسي الصورة التالية:

$$MV = f(O + R + BP + EG + M2)$$

ويمكن صياغة العلاقة بين المتغيرات في المعادلة باستخدام الصيغة التالية:

$$MV = \beta_0 + \beta_1 O + \beta_2 R + \beta_3 BP + \beta_4 EG + \beta_5 M2 + Et$$

المتغير التابع: القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي MV.

المتغيرات المستقلة: أسعار النفط O، سعر الفائدة R، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص BP، النمو الاقتصادي EG، وعرض النقود M2.

أخيراً، المتغير Et هو الخطأ العشوائي.

وفيما يلي شرح موجز لهذه المتغيرات:

القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي (MV): هو المتغير التابع ويمثل قيمة سوق الأسهم السعودي ويقاس تغير سعر الشركات المدرجة في السوق مع ملاحظة أنه تم استبعاد شركة أرامكو بسبب تأخر إدراجها في السوق، حيث تم إدراجها في شهر ديسمبر من عام 2019 وبالتالي كان سهم أرامكو خارج السوق معظم فترة الدراسة. إذاً، المتغير التابع يقاس تغيرات أسعار جميع شركات المدرجة في سوق الأسهم باستثناء شركة أرامكو ما بين الارتفاع والانخفاض.

أسعار النفط (O): هو متغير مستقل حيث يعتبر متغير أسعار النفط متغيراً مهماً ومؤثراً في دراسة السوق والاقتصاد وقطاعاً معتمداً إلى حد كبير على أسعار النفط ويؤثر في النمو.

سعر الفائدة (R): هو متغير مستقل يعبر عن نسبة الاقتراض للشركات والافراد ويعتبر سعر الفائدة متغيراً مهماً وله تأثير في الإقراض بالزيادة أو بالنقصان على أسواق المال.

الائتمان المصرفي للقطاع الخاص (BP): هو متغير مستقل، وهذا المتغير يوضح نسبة الاقتراض المصرفي للقطاع الخاص وتأثير الاقتراض المصرفي مهم على الشركات مباشرة وأسواق المال غير مباشر من خلال الزيادة في أعمالهم والنمو في مبيعاتهم.

النمو الاقتصادي (EG): هو متغير مستقل يعبر عن نمو الناتج المحلي الإجمالي ويعتبر النمو الاقتصادي مؤثراً إيجابياً من ناحية التطور في الأعمال والزيادة أما في حالات الانكماش فيعتبر سلبياً على الشركات والأسواق المال.

عرض النقود (M2): هو متغير مستقل يقاس حجم السيولة في الاقتصاد ويعتبر عرض النقود من المتغيرات المهمة في السياسة النقدية وله تأثير على أعمال الشركات وأسواق المال.

اختبار التوزيع الطبيعي: تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة وكانت نتائج الاختبار كما في الجدول التالي:

جدول (5): اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

المتغير	اختبار Jarque-Bera	Probability	التوزيع الطبيعي
القيمة السوقية لسوق الأسهم MV	5.150511	0.076134	توزيع طبيعي
أسعار النفط O	0.766432	0.681666	توزيع طبيعي
أسعار الفائدة R	0.303800	0.859074	توزيع طبيعي
عرض النقود M2	1.172230	0.556485	توزيع طبيعي
النمو الاقتصادي EG	2.232498	0.327506	توزيع طبيعي
الائتمان المصرفي للقطاع الخاص BP	0.240675	0.886621	توزيع طبيعي

Source: EViews.12 results

من الجدول السابق نستطيع القول إن جميع المتغيرات الخاضعة للدراسة تتوزع توزيعاً طبيعياً، حيث أن قيمة Probability المعنوية الإحصائية لكل متغير من المتغيرات أكبر من 0.05 وبالتالي يتم قبول فرضية أن كل متغير من المتغيرات يخضع للتوزيع الطبيعي. إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة: يعرض جدول (6) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة حيث يوضح الوسط الحسابي والوسيط وأعلى قيمة وأدنى قيمة والانحراف المعياري والالتواء ودرجة التقوس لكل متغير من المتغيرات.

جدول (6): الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

	MV	O	R	M2	EG	BP
Mean	75.26136	2.193636	-0.236411	82627.36	0.318373	2.128154
Median	42.99500	3.435000	-0.040192	75256.27	-1.894420	2.387480
Maximum	1289.000	33.47300	1.851829	194877.3	14.06124	11.63611
Minimum	-1212.000	-33.47000	-2.312151	-13762.42	-8.309022	-6.465594
Std. Dev.	502.7990	15.73525	1.040034	57528.57	5.574172	4.625215
Skewness	-0.488415	-0.455497	-0.286413	0.260335	0.780238	0.254993
Kurtosis	5.159755	3.078733	2.942664	1.996157	2.980768	3.049686
Jarque-Bera	5.150511	0.766432	0.303800	1.172230	2.232498	0.240675
Probability	0.076134	0.681666	0.859074	0.556485	0.327506	0.886621
Sum	1655.750	48.26000	-5.201043	1817802.	7.004215	46.81939
Sum Sq. Dev.	5308943.	5199.559	22.71510	6.95E+10	652.4993	449.2448
Observations	22	22	22	22	22	22

Source: EViews.12 results

ويوضح جدول (7) أن بعض متغيرات الدراسة مستقرة عند الفرق الأول (1)، والبعض الآخر مستقرة عند المستوى (0)، مما يعني أن النموذج المناسب لاختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة بالنسبة للمتغير التابع القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي مع المتغيرات المستقلة هو نموذج ARDL. وتم دراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كما يلي:

دراسة العلاقة بين المتغير التابع القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي مع المتغيرات المستقلة: كما ذكرنا أن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين المتغير التابع القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي مع المتغيرات المستقلة هو نموذج ARDL والذي قُدم من قبل بيسران وآخرون (Pesaran et al) عام (2001)، إذ دمج فيها نماذج الانحدار الذاتي (Autoregressive Model) مع نماذج فترات الإبطاء الموزعة (Distributed Lag Model) في نموذج واحد، وفي هذه المنهجية تكون السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمها وقيم المتغيرات التفسيرية الحالية وابطائها بمدة واحدة أو أكثر (Pesaran et al, 2001).

جدول (7): اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

Variables	Level			First Difference			درجة الاستقرار
	Intercept	Trend & Intercept	None	Intercept	Trend & Intercept	None	
MV	-	-	-	-	-	-	عند المستوى
BP	-3.990	-4.064	-3.310	-	-	-	عند الفرق الأول
M2	-3.788	-2.799	-1.171	-	-	-	عند الفرق الأول
O	-	-4.049	-	-	-	-	عند الفرق الأول
EG	-	-	-	-	-	-	عند المستوى
R	-	-	-	-	-	-	عند المستوى
Critical values	1%	-3.788	-4.467	-2.679	-3.808	-4.498	-2.685
	5%	-3.012	-3.644	-1.958	-3.020	-3.658	-1.959
	10%	-2.646	-3.261	-1.607	-2.650	-3.268	-1.607

Source: EViews.12 results

اختبار فترات الإبطاء المثلى للفرق: إذ يتم اختبار فترات الإبطاء المثلى للفرق الأول لقيم المتغيرات في المعادلة السابقة من خلال استخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي غير المقيد.

شكل (4): فترات الإبطاء المثلى للفروق:

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: MV O R M2 BP EG
 Exogenous variables: C
 Date: 05/04/23 Time: 11:14
 Sample: 2000 2021
 Included observations: 19

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-587.4655	NA	5.44e+19	62.47006	62.76830	62.52053
1	-558.1627	37.01410	1.37e+20	63.17502	65.26273	63.52834
2	-465.7983	58.33542*	1.82e+18*	57.24193	61.11910	57.89810
3	3209.436	0.000000	NA	-325.8354*	-320.1688*	-324.8764*

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

Source: EViews.12 results

نلاحظ من شكل (4) أن فترة الإبطاء المثلى هي (lag=3)، وهي الفترة التي تعطي أدنى قيمة لمعظم المعايير عند الاختبار. كما تم إجراء اختبار الحدود لنموذج ARDL المطبق على دراستنا وظهرت النتائج كما في الجدول التالي:
 جدول (8): اختبار الحدود:

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	48.954	10%	2.75	3.79
K	5	5%	3.12	4.25
		2.5%	3.49	4.67
		1%	3.93	5.23
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	20	10%		
		5%		
		1%		
		Finite Sample: n=30		
		10%	3.157	4.12
		5%	3.818	5.253
		1%	5.347	7.242

Source: EViews.12 results

نلاحظ أن قيمة إحصاءه (F= 48.952) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة (F=5.23) الجدولية عند مستوى معنوية 1%، وبالتالي نقبل الفرضية القائلة بوجود تكامل مشترك بين المتغيرات (وجود علاقة توازنية طويلة الأجل).
 نموذج ARDL بين متغيرات الدراسة: يوضح الشكل التالي نموذج ARDL الذي تم اعتماده لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة:

من خلال شكل (5) نلاحظ أن النموذج معنوي حيث بلغت قيمة F-statistic (23.75660) بمعنوية Prob(F-statistic) تساوي (0.011939) وهي أقل من 0.05، وكذلك يتمتع النموذج بقدرة تفسيرية مرتفعة جداً حيث بلغ R-squared (0.992) أي أن تغيرات المتغيرات المستقلة في النموذج تفسر أكثر من 99% من تغيرات المتغير التابع، حيث نلاحظ أنه في منهجية نموذج ARDL تكون السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمها وقيم المتغيرات التفسيرية الحالية وإبطائها بمدة واحدة أو أكثر، أي أن المتغير التابع وهو القيمة السوقية تكتب دالته (معادلته) بقيمه بإبطاء زمني بفترتين وكذلك بدلالة المتغيرات المستقلة بقيمها الحالية وإبطائها بمدة واحدة أو أكثر.

تقدير معلمات الأجل الطويل ومعلمة تصحيح الخطأ: بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية (المستقلة)، يتم تقدير معلمات النموذج (ARDL) للأجل الطويل ومعلمة متجه تصحيح الخطأ (VECM) وفق المعادلة الأساسية لنموذج (ARDL) باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS). استناداً إلى عدد فترات الإبطاء المحددة، ولتحديد النموذج الملائم يتم الاعتماد على طريقة (Hendry) التي تنتقل من العام إلى الخاص، والتي تتمثل في إلغاء متغير الفروق الأولى لأي متغير تكون القيم المطلقة لإحصاء (t) الخاصة به غير معنوية أي أقل من الواحد الصحيح. بناءً على ذلك، تم تقدير معلمات الأجل الطويل لمتغيرات الدراسة وفق نموذج (ARDL) كما في جدول (12) بالأسفل.

وبالتالي يمكن كتابة نموذج الأجل الطويل على الشكل التالي:

$$MV = 4.721434 * O - 41.13531 * R + 0.000935 * M2 + 11.9637 * EG + 30.78566 * BP$$

نلاحظ من معلمات الأجل الطويل أن أثر المتغير O أسعار النفط كان طردياً ومعنوياً عند مستوى معنوية أقل من 0.05 على المتغير التابع وهو القيمة السوقية لسوق الأسهم، وهذه العلاقة بين أسعار النفط والقيمة السوقية الطردية والمعنوية في الأجل الطويل يمكن الاستفادة منها في الوصول إلى مستويات عالية. أما المتغير R أسعار الفائدة فكان له أثر عكسي ومعنوي على المتغير التابع وهو القيمة السوقية لسوق الأسهم، وهي أيضاً نتيجة تؤكد أن انخفاض مؤشر أسعار الفائدة يمكن أن ينعكس بأثر إيجابي على القيمة السوقية لسوق الأسهم. أما المتغير الثالث وهو M2 عرض النقود فكان له أثر طردي ومعنوي على المتغير التابع وهو القيمة السوقية لسوق الأسهم. المتغير الرابع وهو EG النمو الاقتصادي فكان له أيضاً أثر طردي ومعنوي على المتغير التابع وهو القيمة السوقية لسوق الأسهم، أما المتغير BP الائتمان المصرفي فكان له أثر طردي ومعنوي على المتغير التابع وهو القيمة السوقية لسوق الأسهم، وهي أيضاً نتيجة تؤكد أن ارتفاع مؤشر الائتمان المصرفي يمكن أن ينعكس بأثر إيجابي على القيمة السوقية لسوق الأسهم.

شكل (5): نموذج ARDL لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة:

Dependent Variable: MV
Method: ARDL
Date: 05/04/23 Time: 11:02
Sample (adjusted): 2002 2021
Included observations: 20 after adjustments
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic): O R M2 EG BP
Fixed regressors: C @TREND
Number of models evaluated: 486
Selected Model: ARDL(2, 0, 2, 2, 2, 2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
MV(-1)	-2.053941	0.180803	-11.36012	0.0015
MV(-2)	-2.063479	0.271481	-7.600822	0.0047
O	24.16156	4.506260	5.361777	0.0127
R	1232.341	165.6845	7.437875	0.0050
R(-1)	-328.5704	108.8770	-3.017814	0.0569
R(-2)	-693.2634	83.72898	-8.279850	0.0037
M2	0.002943	0.000744	3.958751	0.0288
M2(-1)	0.000876	0.001295	0.675889	0.5476
M2(-2)	-0.008606	0.001697	-5.071619	0.0148
EG	-228.9589	40.03690	-5.718698	0.0106
EG(-1)	-222.5165	31.65240	-7.030002	0.0059
EG(-2)	-157.3118	34.30912	-4.585132	0.0195
BP	202.2235	24.37932	8.294878	0.0037
BP(-1)	-82.18692	13.30432	-6.177460	0.0085
BP(-2)	37.50656	11.03518	3.398817	0.0425
C	1186.944	172.9171	6.864240	0.0063
@TREND	-76.75919	11.01575	-6.968133	0.0061
R-squared	0.992169	Mean dependent var	80.48750	
Adjusted R-squared	0.950405	S.D. dependent var	528.3000	
S.E. of regression	117.6517	Akaike info criterion	12.17621	
Sum squared resid	41525.75	Schwarz criterion	13.02259	
Log likelihood	-104.7621	Hannan-Quinn criter.	12.34143	
F-statistic	23.75660	Durbin-Watson stat	3.100812	
Prob(F-statistic)	0.011939			

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

Source: EViews.12 results

جدول (9): معلمات الأجل الطويل:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
O	4.721434	0.769385	6.136635	0.0087
R	-41.13531	12.22003	3.366221	0.0435
M2	0.000935	0.000164	5.716600	0.0106
EG	118.9637	11.84950	10.03955	0.0021
BP	30.78566	3.690580	8.341685	0.0036

Source: EViews.12 results

أخيراً، تم تقدير معلمة تصحيح الخطأ كما في الشكل التالي:

شكل (6): معلمة تصحيح الخطأ:

ARDL Error Correction Regression
 Dependent Variable: D(MV)
 Selected Model: ARDL(2, 0, 2, 2, 2, 2)
 Case 5: Unrestricted Constant and Unrestricted Trend
 Date: 05/04/23 Time: 11:52
 Sample: 2000 2021
 Included observations: 20

ECM Regression
 Case 5: Unrestricted Constant and Unrestricted Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1186.944	60.91072	19.48662	0.0003
@TREND	-76.75919	4.203714	-18.25985	0.0004
D(MV(-1))	2.063479	0.106777	19.32505	0.0003
D(R)	1232.341	37.86688	32.54402	0.0001
D(R(-1))	693.2634	34.25204	20.24006	0.0003
D(M2)	0.002943	0.000304	9.670542	0.0023
D(M2(-1))	0.008606	0.000477	18.02507	0.0004
D(EG)	-228.9589	8.166727	-28.03558	0.0001
D(EG(-1))	157.3118	6.784685	23.18631	0.0002
D(BP)	202.2235	9.226629	21.91738	0.0002
D(BP(-1))	-37.50656	4.021690	-9.326069	0.0026
CointEq(-1)*	-5.117420	0.182850	-27.98691	0.0001
R-squared	0.997382	Mean dependent var	-0.520000	
Adjusted R-squared	0.993783	S.D. dependent var	913.7145	
S.E. of regression	72.04665	Akaike info criterion	11.67621	
Sum squared resid	41525.75	Schwarz criterion	12.27365	
Log likelihood	-104.7621	Hannan-Quinn criter.	11.79284	
F-statistic	277.0869	Durbin-Watson stat	3.100812	
Prob(F-statistic)	0.000000			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

Source: EViews.12 results

نلاحظ من شكل (6) أن معلمة إبطاء حد تصحيح الخطأ ECT قيمتها سالبة ومعنوية وتكشف عن سرعة عودة النموذج نحو قيمه التوازنية في الأجل الطويل حيث في كل فترة زمنية نسبة اختلال التوازن من الفترة (t-1) عن قيمتها التوازنية في الأجل الطويل فإنه يتم تصحيح ما يعادل 511.7% من هذا الاختلال في الفترة t إلى أن يصل إلى التوازن بعد حوالي أكثر من سنة تقريباً. مما يدل على أن العلاقة التوازنية بين المتغيرات المؤثرة على القيمة السوقية لمؤشر سوق الأسهم السعودي المعتمدة في دراستنا. يمكن اعتبارها من العلاقات التي يجب الاهتمام بها للوصول بمؤشر سوق المال إلى مستويات متقدمة من التطور. في حين تُظهر معنوية معامل حد الخطأ (عند مستوى دلالة أقل من 1%) عن وجود علاقة تكامل مشترك من المتغيرات التفسيرية (المستقلة) على القيمة السوقية لسوق الأسهم (المتغير التابع).

الاختبارات التشخيصية وتتضمن ما يلي:

1. اختبار عدم ثبات التباين باستخدام (Breusch).

2. اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (ARCH).

3. اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (JB).

جدول (10): نتائج اختبار عدم ثبات التباين باستخدام (Breusch):

Breusch-Pagan Serial Godfrey			
F-statistic	1.753866	Prob. F(10,9)	0.2057
Obs*R-squared	13.21744	Prob. Chi-Square(10)	0.2118

Source: EViews.12 results

نلاحظ من جدول (10) قيمة F تساوي 1.753866 عند مستوى معنوية 0.2057 وكذلك قيمة كاي مربع تساوي 13.21744 عند مستوى معنوية 0.2118 مما يجعلنا نقبل فرضية العدم ونستنتج بأن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم تجانس التباين.

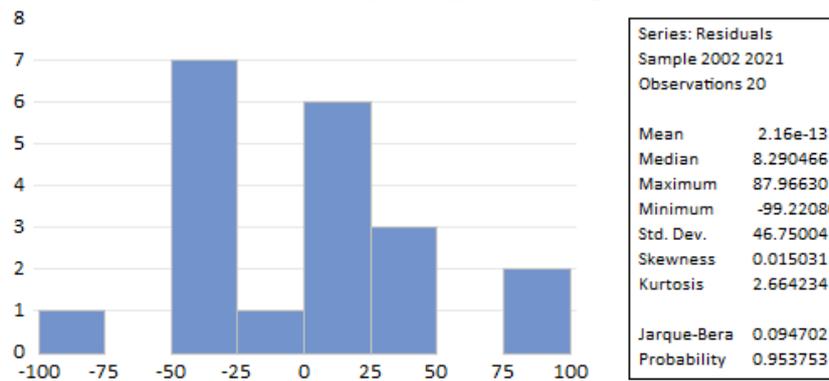
جدول (11): نتائج اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (ARCH):

F-statistic	1.906196	Prob. F(1,17)	0.1853
Obs*R-squared	1.916653	Prob. Chi-Square(1)	0.1663

Source: EViews.12 results

يوضح الجدول السابق إمكانية قبول فرضية العدم القائمة بثبات تباين في النموذج المقدر ونستنتج بأن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم تجانس التباين.

شكل (7): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (JB):



Source: EViews.12 results

نلاحظ من شكل (7) أن قيمة Jarque-Bera تساوي 0.094702 بمستوى معنوية 0.953753 وبالتالي نجد أن النموذج لا يعاني من مشكلة التوزيع غير الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار.

اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات نموذج (ARDL).

• اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM)

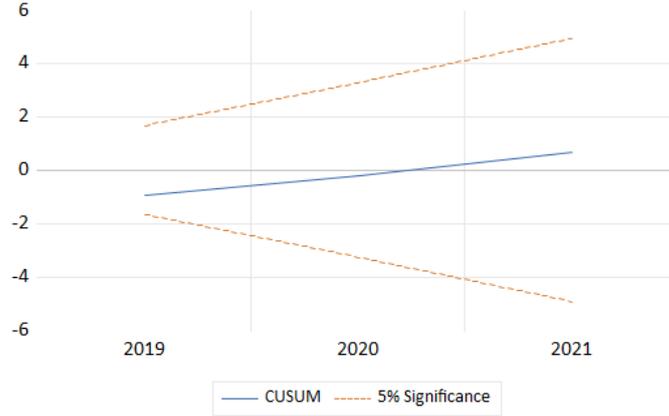
• اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة Cumulative Sum of Squares Recursive Residual (CUSUM SQ)

ويُعد هاذين الاختبارين من أهم الاختبارات في هذا المجال. لأهمها يوضحان أمرين مهمين هما: مدى استقرار وانسجام المعلمات طويلة الأجل مع معلمات الأجل القصير. وكذلك توضح مدى وجود أي تغير هيكلي في البيانات. ووفقاً لهذين الاختبارين يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدر بصبغة تصحيح الخطأ للنموذج (ARDL) إذا وقع الخط البياني لاختبار كل من (CUSUM) و (CUSUM SQ) داخل الحدود الحرجة (الحد الأعلى والحد الأدنى) عند مستوى معنوية (5%). في حين تكون المعاملات لا تنسجم بالاستقرار الهيكلي إذا وقع الخط البياني للاختبارات خارج الحدود الحرجة عند مستوى معنوية (5%). من خلال إجراء هاذين الاختبارين نلاحظ في شكل (8) وشكل (9) أن في (CUSUM) الخط البياني يقع داخل الحدود الحرجة. وكذلك في اختبار (CUSUM SQ) فإن الخط البياني أيضاً يقع داخل الحدود الحرجة. وبالتالي نستطيع القول بأن هناك استقراراً وانسجاماً بين معلمات الأجل القصير مع معلمات الأجل الطويل، مع عدم وجود تغير هيكلي في البيانات، لأن شرط عدم الاستقرار والانسجام أن يكون الخط البياني خارج الحدود الحرجة في الاختبارين معاً، والشكلان التاليان يوضحان الاختبارين.

اختبار الفرضيات: تم اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على نتائج النموذج الذي تم اختياره بناءً على طبيعة البيانات بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كما يلي: بعد التأكد من جودة النموذج المستخدم لدراسة العلاقة بين متغير القيمة السوقية لسوق الأسهم كمتغير تابع MV ومؤشرات المتغيرات الاقتصادية وهي (أسعار النفط O، النمو الاقتصادي EG، الائتمان المصرفي القطاع الخاص BP، عرض النقود M2، سعر الفائدة R) كمتغيرات مستقلة على المدى الطويل يمكن استخدام هذا النموذج لاختبار الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية التابعة لها، حيث كان النموذج على الشكل التالي:

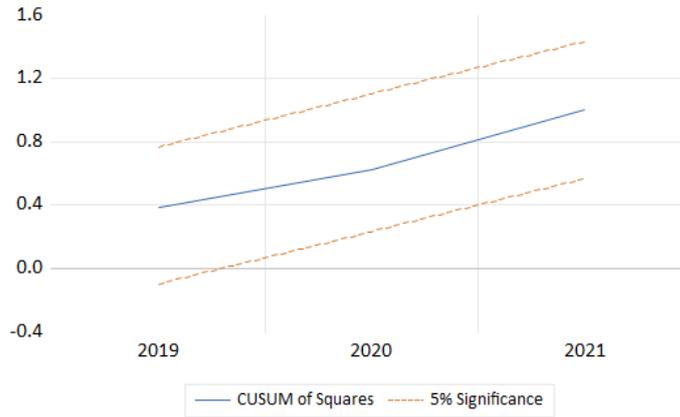
$$MV = 4.721434 * O - 41.13531 * R + 0.000935 * M2 + 11.9637 * EG + 30.78566 * BP$$

شكل (8): اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM):



Source: EViews.12 results

شكل (9): اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM SQ):



Source: EViews.12 results

الفرضية الرئيسية: هناك أثر لمساهمة المتغيرات الاقتصادية المختارة في الدراسة (أسعار النفط، النمو الاقتصادي، الائتمان المصرفي القطاع الخاص، عرض النقود، سعر الفائدة) على المتغير التابع القيمة السوقية لسوق الأسهم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة من عام 2000 إلى 2021.

الفرضية الفرعية الأولى: هناك علاقة ايجابية ومعنوية لأسعار النفط على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل. وفق النموذج طويل الأجل هناك أثر طردي لأسعار النفط على نمو القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل وهو معنوي. ونقبل الفرضية الفرعية الأولى.

الفرضية الفرعية الثانية: هناك علاقة عكسية ومعنوية لنمو سعر الفائدة على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل. وفق النموذج طويل الأجل هناك أثر عكسي لأسعار الفائدة على القيمة السوقية لسوق الأسهم الطويل وهو معنوي ونقبل الفرضية الفرعية الثانية.

الفرضية الفرعية الثالثة: هناك علاقة ايجابية ومعنوية لعرض النقود على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل. وفق النموذج طويل الأجل هناك أثر طردي لعرض النقود على القيمة السوقية لسوق الأسهم الطويل وهو معنوي ونقبل الفرضية الفرعية الثالثة.

الفرضية الفرعية الرابعة: هناك علاقة ايجابية ومعنوية للنمو الاقتصادي على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل. وفق النموذج طويل الأجل هناك أثر إيجابي للنمو الاقتصادي على القيمة السوقية لسوق الأسهم الطويل وهو معنوي ونقبل الفرضية الفرعية الرابعة.

الفرضية الفرعية الخامسة: هناك علاقة ايجابية ومعنوية للانتماء المصرفي للقطاع الخاص على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل. وفق النموذج طويل الأجل هناك أثر طردي للانتماء المصرفي للقطاع الخاص على القيمة السوقية لسوق الأسهم في الأجل الطويل وهو معنوي. ونقبل الفرضية الفرعية الخامسة.

النتائج والتوصيات: يمكن تلخيص أهم النتائج كما يلي:

1. النموذج القياسي المناسب لدراسة العلاقة بين قيمة سوق الأسهم كمتغير تابع ومؤشرات المتغيرات الاقتصادية المتمثلة (أسعار النفط O، النمو الاقتصادي EG، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص BP، عرض النقود M2، سعر الفائدة R)، كمتغيرات مستقلة على المدى الطويل خلال فترة الدراسة هو نموذج ARDL.
 2. وجود علاقة تكامل مشترك بين قيمة سوق الأسهم كمتغير تابع ومؤشرات المتغيرات الاقتصادية المتمثلة (أسعار النفط O، النمو الاقتصادي EG، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص BP، عرض النقود M2، سعر الفائدة R)، أي أنه وجود علاقة توازنية طويلة الأجل.
 3. إن أثر كل من (أسعار النفط O، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص BP، والنمو الاقتصادي EG، وعرض النقود M2) على قيمة سوق الأسهم السعودي كمتغير تابع طردي ومعنوي عند مستوى معنوية أقل من 0.05 حيث أن زيادة أسعار النفط بدولار واحد سوف تزيد قيمة المؤشر بمقدار 5 نقاط تقريباً، وزيادة عرض النقود بمقدار مليون ريال سوف تزيد قيمة المؤشر بمقدار 935 نقطة، وزيادة النمو الاقتصادي بـ 1% ستزيد قيمة المؤشر بمقدار 12 نقطة تقريباً، وزيادة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص بمقدار 1% ستزيد من قيمة المؤشر بمقدار 31 نقطة تقريباً.
 4. المتغير سعر الفائدة له أثر عكسي ومعنوي عند مستوى معنوية أقل من 0.05 على القيمة السوقية لسوق الأسهم حيث أن زيادة أسعار الفائدة بمقدار 1% ستخفض قيمة المؤشر بمقدار 41 نقطة.
 5. إن معلمة إبطاء حد تصحيح الخطأ ECT قيمتها سالبة ومعنوية وتكشف عن سرعة عودة متغير قيمة سوق الأسهم نحو قيمتها التوازنية في الأجل الطويل حيث في كل فترة زمنية نسبة اختلال التوازن من الفترة (t-1) عن قيمتها التوازنية.
 6. قطاع البنوك يؤثر بشكل كبير على مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية وهذا يعطي مؤشرات غير صحيحة في نمو مؤشر سوق الأسهم على باقي القطاعات.
 7. الائتمان المصرفي للقطاع الخاص يؤثر على مؤشر سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية.
- وبشكل عام إن أسعار النفط وسعر الفائدة والائتمان المصرفي الخاص والنمو الاقتصادي وعرض النقود هي العوامل التي تؤثر على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية.
- ويمكن القول إن هذه الدراسة توفر أدلة تؤكد على أن المتغيرات الاقتصادية المختارة تؤثر بشكل كبير على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، وقد تساعد هذه النتائج لتطوير ودراسة أثر المتغيرات الاقتصادية بشكل أعمق فيما يتعلق بسوق الأسهم في المملكة العربية السعودية.

التوصيات:

- بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها في الدراسة، يمكن اقتراح عدد من التوصيات التي قد تساعد على تطوير سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية وهي كالتالي:
1. الاهتمام بالمتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل: أسعار النفط، النمو الاقتصادي، الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، عرض النقود، سعر الفائدة، وأن تأخذ الهيئات النقدية والاقتصادية في الاعتبار تأثيرات هذه المتغيرات على سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية.
 2. دعم الشركات الناشئة والابتكارية وضرورة توفير الحكومة والهيئات التنظيمية للدعم الكافي للشركات الناشئة والابتكارية في الدخول لسوق الأسهم، وتشجيع المستثمرين على الاستثمار في هذه الشركات لتعزيز نمو السوق. وتحسين اللوائح والسياسات المتعلقة بسوق الأسهم.
 3. تشجيع جميع القطاعات الاقتصادية المختلفة في الدخول إلى سوق الأسهم، وعمل حوافز تشجع هذه الشركات والقطاعات إلى إدراج شركاتهم في سوق الأسهم.

4. حث الشركات الكبيرة والمتوسطة على ادراج أسهمها في سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية وإصدار أنظمة لتحفيز هذه الشركات الى الانضمام الى سوق الأسهم.
5. تشجيع وتحفيز المستثمرين الأفراد والشركات الى الاستثمار في سوق الأسهم.

المراجع

المراجع العربية:

- أحمد، م. ف. ح. م. (2019). تأثير تقلبات أسعار النفط على أداء السوق المالية السعودية (2003 – 2016). مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، (8)3، 96 – 109. <https://doi.org/10.26389/AJSRP.M220319>
- الأحمد، م. (2022). أهم المعلومات عن الائتمان المصرفي. رواد. <https://rouwwad.com/o/%D8%A3%D9%87%D9%85-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B9%D9%84%D9%88%D9%85%D8%A7%D8%AA-%D8%B9%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%A6%D8%AA%D9%85%D8%A7%D9%86-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%81%D9%8A>
- البنك المركزي السعودي. (2023). منصة البنك المركزي السعودي للبيانات المفتوحة. <https://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/database.aspx>
- السوق المالية السعودية – تداول. (2023). البيانات التاريخية. <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/newsandreports/reports-publications/historical-reports?locale=ar>
- الشكري، ب. ذ. م. ع. & تاج الدين، م. ص. (2008). علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية: دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية. مجلة تنمية الرافدين، (89)30، 71–90. <https://search.emarefa.net/detail/BIM-386034>
- المغني، ه. ع. ع. (2021). أثر المتغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي المحلي والعالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، (2)2، 907–944.
- النقاش، غ. ع. (1996). التمويل الدولي والعمليات المصرفية. الأردن: دار وائل للنشر.
- الهيئة العامة للإحصاء. (2023). إحصاءات الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات الحسابات القومية. <https://www.stats.gov.sa/ar/823>
- حنفي، ع. & قرياقص، ر. (2005). أسواق المال وتمويل المشروعات. بيروت: الدار الجامعية.
- خليل، ه. (2023). الفصل الثاني لمقرر النقود والبنوك: العرض النقدي. جامعة المنارة. https://manara.edu.sy/downloads/files/1648366596_2.pdf
- عبيد، س. ت. (1999). الاستثمار في الأوراق المالية. القاهرة: مكتبة جامعة عين شمس.
- قدام، ج. & ترفاس، ج. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز، مجلة البشائر الاقتصادية، (2)5، 46–62.
- هيئة السوق المالية. (2023). الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم. https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf

المراجع الأجنبية:

- Pesaran, M. H., Shin, Y. & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. Journal of applied econometrics, 16(3), 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- The World Bank. (2023). Database. <https://databank.worldbank.org/home.aspx>