



Journal of University Studies for inclusive Research (USRIJ)
مجلة الدراسات الجامعية للبحوث الشاملة
ISSN: 2707-7675

Journal of University Studies for Inclusive Research

Vol.5, Issue 22 (2023), 11283 - 1

USRIJ Pvt. Ltd.

محددات معدلات الفائدة في المملكة العربية السعودية

The determinants of interest rates in the Kingdom of Saudi Arabia

أروى خالد الثبتي

طالبة دكتوراه جامعة جنوب الينوي، الولايات المتحدة الأمريكية

Arwa.Althobaiti@siu.edu

أ.د. ممدوح الخطيب

عضو هيئة تدريس. كلية إدارة الأعمال _ قسم الاقتصاد. جامعة الملك سعود.

khatibm@gmail.com

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم العوامل المحددة لمعدلات الفائدة في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1985-2014)، عن طريق نموذج حدود الارتباط الذاتي المتباطئ الموزع ARDL، تم إجراء اختبار استقراريه السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبارات جذور الوحدة ديكي فولر وفيليبس بيرون، وتم التوصل إلى سكون بعض المتغيرات (عرض النقود بمفهومه الموسع) عند المستوى $I(0)$ والمتغيرات الأخرى ساكنه عند الفرق الأول $I(1)$ ولا يوجد متغيرات متكاملة من المرتبة الثانية $I(2)$. وبالتالي يمكن تطبيق منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج ARDL.

وتوصلت الدراسة من خلال النموذج القياسي وبعد إجراء اختبار التكامل المشترك طبقا لمنهج ARDL للمتغيرات بالرغم من عدم سكون جميع المتغيرات عند المستوى إلى وجود تكامل مشترك بينها (علاقة توازنية) على المدى البعيد، وبالتالي تم التوصل إلى تقدير نموذج تصحيح الخطأ (نموذج الأجل القصير). ويتضح وجود علاقة بين سعر الفائدة والمتغيرات الخارجية مثل سعر الصرف، سعر الفائدة الأمريكي لايبور التي لها تأثير على محددات معدلات الفائدة في المملكة في كلا الأجلين الطويل والقصير، ومتغير مؤشر سوق الأسهم ومؤشر أسعار المستهلك لهما تأثير في الأجل القصير فقط. وبالنسبة لمتغير عرض النقود وأسعار النفط تم التوصل إلى أن ليس له تأثير على معدلات الفائدة على الودائع في الأجلين الطويل والقصير في المملكة العربية السعودية، وبذلك تم قبول فرضية الدراسة التالية "يعد سعر الفائدة الأمريكي لايبور والتضخم وأسعار الصرف من أهم العوامل التي تحدد أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية".

أسعار الفائدة، الانحدار الذاتي الموزع (ARDL)، السياسة النقدية.



Abstract

This comprehensive research was conducted with the primary goal of shedding light on the intricate factors influencing interest rates within the Kingdom of Saudi Arabia during an extensive span from 1985 to 2014. It's crucial to understand these determining factors, given the Kingdom's prominent role in global economic affairs.

To achieve accurate and meaningful insights, we employed the advanced and globally recognized Autoregressive Distributed Lag (ARDL) bounds testing approach. This methodology provides robust analytical tools to delve deep into time series data. Consequently, two renowned tests, the Dickey-Fuller and Phillips-Perron unit root tests, were utilized to ascertain the stability of our selected study variables over time.

Our findings were intriguing. Some variables, notably the encompassing concept of the money supply, maintained a stationary status at level I (0). Contrastingly, other identified variables were found stationary at the initial difference, I (1). It's noteworthy to mention that none of the variables exhibited a second order, I (2), stability.

Diving deeper, the ARDL methodology's cointegration tests revealed a significant long-term equilibrium correlation amongst these variables. This pivotal discovery guided the research to formulate an error correction model, primarily focusing on the short-term dynamics. Analyzing the relationships further, a tangible linkage emerged between the interest rate and external elements, notably the exchange rate and the globally watched American interest rate, known as LIBOR. Interestingly, while both the stock market index and the consumer price index predominantly impacted the short-term, variables like the money supply and oil prices didn't significantly sway deposit interest rates, neither in the long nor in the short term.

Drawing a conclusion from the amassed data and analysis, our study firmly endorses the hypothesis: The US LIBOR rate, prevailing inflation trends, and fluctuating exchange rates stand as pivotal determinants for interest rates within Saudi Arabia.

Keywords

Interest rates, Autoregressive Distributed Lag (ARDL), Monetar

المقدمة

تعد السياسة النقدية مجموعة من التدابير التي يقوم بها البنك المركزي من خلال الرقابة على النقد لتحقيق أهداف سياسية واقتصادية. وتستخدم السياسة النقدية مجموعة من الأدوات وهي سعر الفائدة ونسبة الاحتياطي وبيع الأوراق النقدية. لذلك يعد سعر الفائدة أحد أهم أدوات السياسة النقدية في الاقتصاد المعاصر. ويسمى بسعر الفائدة إذا كنا نتحدث عن سعر اقتراض أفراد المجتمع ومؤسساته من البنوك التجارية. يمكن للبنك المركزي (مؤسسة النقد العربي السعودي) إجراء تعديلات على معدل الفائدة، أما بالنسبة لبعض الدول الخليجية حيث العملة مربوطة بالدولار فإن السياسة النقدية وسعر الفائدة يتم تحديدهم من قبل البنك المركزي الأمريكي بما يناسب الاقتصاد الأمريكي، وقد تتعارض هذه السياسة في بعض الأوقات مع الأهداف الاقتصادية للمملكة العربية السعودية. ونظراً لارتباط سعر صرف الريال السعودي بالدولار الأمريكي فإن الخيارات أمام من يضع السياسات النقدية السعودية محدودة، لأن أسعار الفائدة المحلية تتأثر بشكل ملحوظ بأسعار الفائدة التي يحددها البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. ولذلك يلاحظ ارتفاع أسعار الفائدة بشكل متوازي مع سعر فائدة البنك الاحتياطي الأمريكي ما بين عامي (1998-2001)، وأيضاً خلال عامي (2004-2007)، حيث ارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى (5.5%)، وتم اتخاذ هذا الإجراء من قبل البنك المركزي بسبب التضخم (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015). وتتأثر أسعار الفائدة المحلية السعودية (المتتمثلة بسعر الفائدة بين المصارف السعودية SIBOR) بسعر فائدة البنك الاحتياطي الفيدرالي

الأمريكي بالإضافة إلى الطلب المحلي على الائتمان (وسعر الفائدة بين البنوك لندن LIBOR)، لذلك ومن خلال ما سبق وجدنا أن سعر الفائدة من أهم الأدوات التي تحافظ على استقرار الاقتصاد وتساعد في النمو الاقتصادي، تشكل هذه الأهمية دافعاً لدراسة معدلات الفائدة ومحدداتها وأهم النظريات التي جاءت فيها (القحطاني، 2015، 4). أهم ما يميز هذه الدراسة هو محاولة معرفة وتحديد لأهم العوامل التي تؤثر على معدلات الفائدة في المملكة العربية السعودية. تتمثل مشكلة الدراسة في التغيرات المستمرة لأسعار الفائدة المحلية التي يتم تحديدها محلياً من قبل السلطات النقدية، ولقد شهد اقتصاد المملكة موجات وتقلبات وعدم ثبات لأسعار الفائدة المحلية، ومن المعروف أن معدلات الفائدة المحلية تتأثر بمعدل الفائدة الذي يحدده البنك الفدرالي الأمريكي، لذلك تأتي هذه الدراسة لتوضح ما هي أهم محددات أسعار الفائدة وما هي الأسباب التي تؤدي إلى تقلبات معدلات الفائدة في المملكة العربية السعودية؟ ما الذي يحدد سعر الفائدة في المملكة العربية السعودية؟ ما هو حجم ونوع تأثير العوامل المحددة لمعدل الفائدة؟ تقوم الدراسة على اختبار الفرضية التالية: "يعد سعر الفائدة الأمريكي لا يبور والتضخم وأسعار الصرف من أهم العوامل التي تحدد أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية". و سيتم عمل التقدير القياسي عن طريق نموذج حدود الارتباط الذاتي المتباطئ الموزع (ARDL) باستخدام بيانات سنوية.

الإطار النظري

يمثل سعر الفائدة دوراً كبيراً في الاقتصاد حيث يعتبر أحد أهم المؤشرات التي تستخدم لتحليل الاقتصاد الكلي بحيث يتم استخدامه كأداة للتأثير في النشاط الاقتصادي عن طريق السياسة النقدية.

إن موضوع تحديد سعر الفائدة كان منذ زمن ولا يزال نقطة اختلاف وجدل فيما بين الاقتصاديين على اختلاف مذاهبهم ومدارسهم، سواء فيما تعلق بالأسباب العلمية الاقتصادية للتعامل بسعر الفائدة وما يتصل بذلك من تحديد مفهومها وطرق تحديدها بالإضافة إلى أهميتها وتأثيرها في النشاط الاقتصادي من جهة وأهميتها ودورها في بناء مختلف النظريات الاقتصادية من جهة أخرى أو فيما يتعلق بدورها الأساسي في بناء السياسات الاقتصادية، (كاظم، 2012، 69).

النظريات المفسرة لسعر الفائدة:

ذهب معظم الاقتصاديين الكلاسيك والكينزيين إلى اعتبار سعر الفائدة من الأساسيات التي لا تقبل الجدل بحجة أنه لا يمكن تكوين رأس المال في الاقتصاد بدونها فلا يمكن أن يصبح رأس المال بدون ثمن، كما يرون أنه لا يوجد بديل يحل محل سعر الفائدة ويرون أنه لأسعار الفائدة دور إيجابي في تحقيق النمو وتحقيق كفاءة الاستثمار. ويرى فريق آخر من الاقتصاديين كفيدمان والنقديين أن سعر الفائدة أداة ضعيفة في التأثير على النشاط الاقتصادي ونادوا إلى التقليل من أهميتها في بناء السياسات الاقتصادية. إن هذه الاختلافات تنتج من عدم الاتفاق على مبرر علمي للتعامل بسعر الفائدة وهذا التباين والاختلاف يعد من أهم أسباب الاختلافات بين المدارس والمذاهب الاقتصادية، (كاظم، 2012). بناءً على ما سبق يهدف هذا القسم إلى استعراض أهم ما جاء في موضوع سعر الفائدة من نظريات.

سعر الفائدة في المدرسة التجارية: رأى التجار أن سعر الفائدة المرتفع يعتبر عقبة في طريق النمو والثروة وبينوا أن سعر الفائدة يتوقف على التفضيل النقدي وكمية النقود، أدرك التجار

أضرار زيادة التفضيل النقدي عن الحد اللازم وأوضحوا أن الحافز على دعوتهم لزيادة كمية النقود هو رغبتهم في سعر فائدة منخفض، في حين ذهب رواد مدرسة التجاربيين إلى معارضة تقييد الفائدة باعتبار أن الفائدة هي ريع النقود تماماً كما للأرض عائد هو ريع الأرض، ومن رواد هذه المدرسة "John Locke" حيث يعد أول من أوضح العلاقة بين سعر الفائدة وبين كمية النقود فقد عارض الاقتراح الذي كان يدعو إلى فرض حد أدنى لسعر الفائدة، ويرى "John Locke" أن النقود لها قيمتين كالتالي: قيمة في الاستعمال والتي تحدد سعر الفائدة وهي في هذا تشبه الأرض، فدخل الأرض يطلق عليه ريع ودخل النقود يطلق عليه فائدة. قيمة في التبادل مثل السلع وقيمتها تتوقف على مدى ندرتها أو وفرتها، (جمال، 2012، 65).

سعر الفائدة في نظرية مارشال: يعد مارشال مؤسس التحليل الاقتصادي الجزئي المعاصر، ذهب مارشال في تحليله لجانب العرض إلا أنه في المدى الطويل تكون التكلفة المحدد الأساسي للسعر أما في المدى القصير يكون للطلب الدور الأساسي في ذلك، ومن ناحية توزيع الدخل على عناصر الإنتاج قد نظر إلى دخول هذه العناصر باعتبارها ثمن لعناصر الإنتاج تتحدد وفق ظروف العرض والطلب، سعر الفائدة يتحدد بتقاطع الطلب (الإنتاجية الحدية لرأس المال) والعرض (الأرصدة المتوفرة للإقراض)، وقد دافع مارشال عن ضرورة وأهمية الفائدة على رأس المال المقترض في تحقيق التوازن الاقتصادي، فيقول أن تكون الأصول الرأسمالية تتطلب الاستثمار وتأجيل الاستهلاك لغرض الحصول على دخل أكبر في المستقبل، (جمال، 2012، 87).

النظرية النقدية الحديثة: سنقوم بعرض مفهوم وطبيعة سعر الفائدة من معادلة الطلب على النقود عند "فريدمان". نجد أنها تشمل على ثلاثة أنواع من سعر الفائدة: سعر الفائدة على السندات (Rb). سعر الفائدة (العائد) على الأسهم (Re). سعر الفائدة العام (R). تميز فريدمان عن غيره في طريقة تحديد سعر الفائدة حيث أستخدم نظرية رأس المال كأساس لتحديد سعر الفائدة، كذلك يرى فريدمان وأتباعه من النقديين أن تنظيم كمية النقود هو وحده الذي يمكن أن يؤثر كلياً على الاقتصاد، في حين أن الأدوات الأخرى التقليدية للسياسة الاقتصادية لا ينتج عنها سوى إعادة توزيع المداخل بين مختلف القطاعات ولذلك يرى فريدمان أن السياسة النقدية لا يمكنها العمل على تثبيت سعر الفائدة. وتم توجيه عدد من الانتقادات للنظرية النقدية الحديثة وهي كالتالي، (فضيل، 2009، 13):

الملاحظة الأساسية على دالة الطلب لفريدمان تتعلق بالثروة حيث اعتبرها المصدر الرئيس للتغير في دالة الطلب على النقود وأهم المتغيرات الأخرى كسعر الفائدة، بالنسبة لطبيعة ودور سعر الفائدة في التحليل النقدي بالرغم أن فريدمان قد توسع في مفهومها حيث ربطها في معادلته بالعائد المحقق من صور الثروة المختلفة إلا أنه متغير محدود الأثر بالتالي فإن الطلب على النقود قليل المرونة لمتغير سعر الفائدة، بالنسبة لكيفية تحديد سعر الفائدة التوازني فقد اعتمدت النظرية النقدية الحديثة نفس أسلوب النظريات النقدية السابقة حيث يتم تحديد سعر الفائدة بنقاط منحنى عرض وطلب رأس المال.

النظرية الحديثة في سعر الفائدة: تعرف أيضاً بنظرية (الكنزيين المحدثين في سعر الفائدة)، ويعد (هيكس، هانس) من أبرز روادها، حيث أستخدم هيكس طريقة تحليل كينز في صياغة نظرية محددة

لسعر الفائدة وأخذ بعين الاعتبار العوامل النقدية والحقيقية التالية: (تفضيل السيولة، الادخار، الاستثمار، كمية النقود)، وأعتقد أن هذه العوامل تشترك معاً في تحديد سعر الفائدة وتحقق حالة التوازن، وذلك عندما يكون مقدار الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في المجتمع تساوي كمية النقود من جانب، وأن الكفاية الحدية لرأس المال متساوية مع سعر الفائدة وأن حجم الاستثمار متساوياً مع حجم الادخار المرغوب فيه من جانب آخر. بناءً على ذلك فإن تحديد وتفسير سعر الفائدة لهذه النظرية يعتمد أساساً على التوازن بين المتغيرات النقدية والحقيقية، فهي بذلك نظرية تجمع بين القطاع الحقيقي والقطاع النقدي من جانب، وبين الأرصدة المعدة للإقراض وتفضيل السيولة من جانب آخر، ويتحدد سعر الفائدة بموجب هذه النظرية في نقطة التقاطع التي تعبر عن حالة التوازن بين الاستثمار والادخار والطلب على النقود والعرض لها.

الدراسات السابقة

توجد العديد من الدراسات التي تناولت سعر الفائدة بشكل عام، إلا أن هناك عدداً قليلاً من الدراسات الحديثة التي تتحدث عن محددات سعر الفائدة في دول الخليج وخصوصاً بالمملكة العربية السعودية وفيما يلي أهم الدراسات التي تعرضت لهذه المحددات:

قام (Andrea, b. &David, f, 2014): بدراسة عنوانها، "ارتفاع أسعار الفائدة سيكون محدوداً مع اتجاه الاقتصاد العالمي إلى منواله الطبيعي". حيث تم التطرق إلى عدة جوانب كان أهمها أوضاع أسعار الفائدة في الوقت الحالي والتوقعات المستقبلية لها في الاقتصاد العالمي، وذكرت الدراسة عدد من العوامل التي تؤثر على أسعار الفائدة الحقيقية وأدت إلى انخفاضها وهي كالتالي: زادت معدلات

الادخار بين عامي (2007-2010) مما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة، بالإضافة إلى أنه زاد الطلب على الأصول (المحافظ) والسندات مقابل الأسهم. إما بالنسبة للاستثمار تراجع منذ حدوث الأزمة المالية العالمية، بالتالي انخفضت أسعار الفائدة بجميع أنحاء العالم من أوائل الثمانينات من (5.5%) حتى وصلت (0.33%) بين عامي (2008-2012). وتم التوصل إلى أن أهم سببين أدت لتراجع أسعار الفائدة هي كالتالي: تخمة المدخرات الناشئة عن اقتصاديات الأسواق الصاعدة بالأخص الصين، وتحول المستثمرين إلى الأصول ذات الدخل الثابت كالسندات بدلاً من الأسهم. قام (عمر، وآخرون، 2013): بتقديم دراسة عنوانها، "محددات معدلات الفائدة بدولة الكويت". توضح فيها أهم المتغيرات التي تؤثر على معدلات الفائدة واتجاه هذا التأثير، حيث تهدف إلى توضيح كيفية استخدام دالة الاستجابة لكي تتلاءم مع احتياجات السياسة النقدية في دولة الكويت. أما فيما يتعلق بالجانب القياسي تم استخدام أسلوب التكامل المشترك واختبار جرانجر للسببية، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها معرفة سلوك معدلات الفائدة في كل من المدى القصير والطويل، وأن هناك جزءاً كبيراً من التضخم لا يمكن التحكم فيه بدولة الكويت، وتم التوصل إلى إن كلاً من عرض النقود، سعر الصرف، أسعار النفط، أسعار الأصول العقارية، أسعار الأصول المالية تعتبر من المحددات الأساسية لمعدل الفائدة. تناول (العمر، 2006): في دراسته بعنوان "محددات سلوك أسعار الفائدة بدولة الكويت". حيث عمل على توضيح أهم العوامل المحلية التي تؤثر على سلوك أسعار الفائدة المحلية، وهي سعر الفائدة على ودائع الدينار، سعر الفائدة على ودائع الدولار، سعر الخصم ليكون الأداة الرئيسية للسياسة النقدية، أرصدة البنوك لدى البنك المركزي لتعكس سيولة

البنوك، سعر صرف الدينار مقابل الدولار. ومن خلال هذه الدراسة التي عملت على توضيح أهم العوامل التي تحدد سلوك أسعار الفائدة في دولة الكويت باستخدام بيانات ربع سنوية من عام (1993-2006)، وخمسة متغيرات محلية وذلك بإتباع أسلوب الانحدار الذاتي VAR. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها أن العوامل المحلية تسهم بنسبة تتراوح بين 49% و65% في سلوك أسعار الفائدة المحلية على ودائع الدولار والدينار على التوالي، وأن سعر الخصم يأتي في مقدمة هذه العوامل ثم أرصدة البنوك لدى البنك المركزي، وأخيراً سعر صرف الدينار مقابل الدولار، بالإضافة إلى أن أسعار الفائدة المحلية تتأثر طردياً بسعر الخصم وعكسياً بكل من أرصدة البنوك لدى البنك المركزي وسعر صرف الدينار، وهذا يشير إلى وجود مجال للسياسة النقدية في التأثير على المتغيرات المحلية على الرغم من انفتاح الاقتصاد الكويتي.

تناول (القحطاني، 2015): في دراسته بعنوان "إثر ارتفاع سعر الفائدة على الاقتصاد السعودي". حيث تهدف هذه الدراسة لاختبار أثر ارتفاع سعر الفائدة على الاقتصاد السعودي. ويتم ذلك عن طريق استخدام بيانات ربع سنوية للفترة من (2005-2013)، وتم استخدام عدد من المتغيرات مثل الناتج المحلي الإجمالي، والناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، بالإضافة إلى الائتمان لجميع القطاعات.

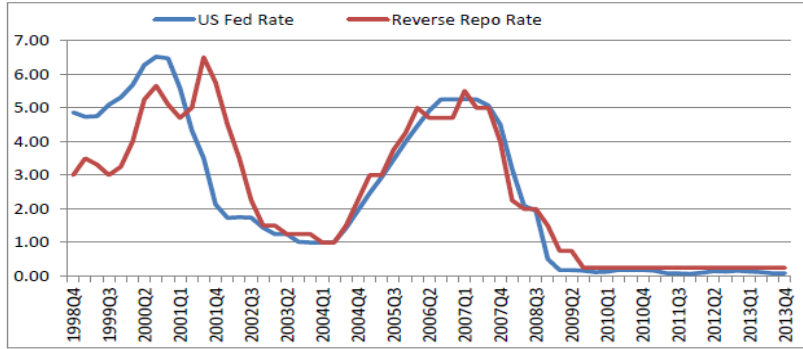
تستخدم الدراسة مواصفات مختلفة لمتجه الانحدار الذاتي VAR. وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج من أهمها أن أثر ارتفاع سعر الفائدة سلبي على الناتج المحلي الإجمالي، والناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، بالإضافة إلى الائتمان لجميع القطاعات. ويمكن تلخيص الدراسات السابقة

بشكل موجز نجد أنه تنوعت طرق القياس المستخدمة في الدراسات بين اختبارات التكامل المشترك واختبارات الانحدار الذاتي والمربعات الصغرى العادية. كما نلاحظ أن هناك تنوع في المتغيرات المستخدمة في الدراسات، ومن الملاحظ وجود تكرار لبعض المتغيرات نظراً لتأثيرها الكبير على أسعار الفائدة مثل متغير سعر الصرف ومتغير عرض النقود. بينما ركزت دراستين على محددات معدلات الفائدة في دولة الكويت، ودراسة تحدثت على محددات معدلات الفائدة في الأردن، في هذه الدراسة سوف يتم التركيز على محددات معدلات الفائدة، ولكن في المملكة العربية السعودية بالإضافة إلى استخدام بيانات لفترة زمنية مختلفة ومتغيرات مختلفة.

تحليل محددات معدلات الفائدة في المملكة العربية السعودية

يعد النظام الاقتصادي الإسلامي مستقلاً عن باقي الأنظمة الوضعية لذلك يتميز بنظره مختلفة تجاه معدلات الفائدة ومشروعيتها، لذلك تم التفريق بين مفهومين أساسيين وهما معدل الفائدة والربح ويكون التفريق بينهما بعامل المخاطرة، أما بالنسبة للفائدة فهي عبارة عن عائد مضمون لا يوجد فيه مخاطرة، لذلك نلاحظ أن العلماء انقسموا إلى تيارين في موقفهم من الفائدة وهل هي ربا أم لا، يوجد تيار مضيق لمفهوم الربا وهو تيار يحصر الربا في مفهوم ضيق وتيار آخر يسمح بالتوسع في المعاملات المصرفية الحديثة "(جمال، 2012، 142)". أدت التطورات الاقتصادية العالمية في وقتنا الحالي إلى أهمية البحث عن سياسات محلية للاقتصاد الكلي، لكي تحد من تداعيات السياسات التي تعتمد اقتصاديات الدول المتقدمة، ونظراً لارتباط سعر صرف الريال السعودي بالدولار الأمريكي فإن الخيارات أمام من يضع السياسات النقدية السعودية محدودة. يلاحظ أن أسعار الفائدة المحلية

تتأثر بشكل ملحوظ بعد تغيير البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة. إن سعر الفائدة بين المصارف السعودية هو المعيار لقياس سعر فائدة الاقتراض الاستهلاكي والتجاري في المملكة العربية السعودية، ويتأثر بسعر الفائدة الذي تحدده مؤسسة النقد العربي السعودي وهو سعر الفائدة على اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس. ويتم تحديد سعر الفائدة هذا بالرجوع إلى سعر الفائدة المستهدف للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وذلك بسبب الارتباط بين الريال السعودي والدولار الأمريكي. ويوضح الشكل التالي سعر الفائدة المحدد من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي مقابل سعر الفائدة للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بين عامي (1998-2013) باستخدام بيانات ربع سنوية.



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي

شكل (1-4): سعر فائدة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مقابل سعر فائدة اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس

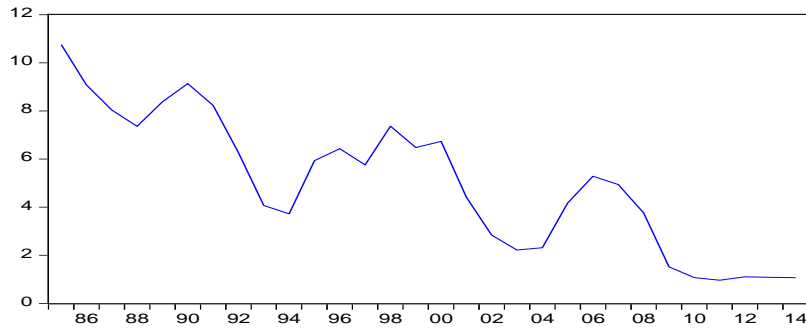
من الشكل السابق نلاحظ ارتفاع أسعار الفائدة التي تحددها مؤسسة النقد العربي السعودي بشكل متزايد ومتوازي مع سعر فائدة البنك الاحتياطي الأمريكي ما بين عامي (1998-2001)، وبعد ذلك نلاحظ انخفاض كبير جداً ويعود السبب في ذلك إلى الركود الاقتصادي العالمي الذي أدى إلى وصول معدل الفائدة الأمريكي إلى 1.9% ثم أنخفض بشكل أكبر إلى 1% وأستمر على هذا

المعدل إلى عام 2004 وتبعه سعر الفائدة المحلي بمعدل قريب جداً. بسبب الركود الاقتصادي انتهج البنك الاحتياطي الأمريكي سياسة خفض متواصلة للفائدة وذلك لمحاولة توفير السيولة المالية للشركات والأفراد لتحفيز الاقتصاد من حالة الركود التي تمر بها، ولكن تعتبر هذه السياسة مفيدة ولها بعض الأضرار في نفس الوقت فتوفر السيولة يؤدي إلى حدوث تضخم وزيادة مستمرة في أسعار السلع والخدمات، وأيضاً خلال عامي (2004-2007) نلاحظ ارتفاع أسعار الفائدة لتصل إلى 5.5%. وتم اتخاذ هذا الإجراء من قبل البنك المركزي بسبب التضخم، ومن أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث التضخم في ذلك الوقت انخفاض سعر الدولار، وبالتالي انخفاض سعر الريال المرتبط به وضعفت قوته الشرائية للسلع المستوردة، وأيضاً بسبب الارتفاع الذي حصل في أسعار النفط، لأنه عندما ترتفع أسعار النفط ترتفع الأسعار على المنتجين ثم ترتفع على المستهلكين وبذلك يؤدي إلى حدوث التضخم (القحطاني، 2015، 4). كما نلاحظ أن العوامل الداخلية في السوق النقدية لها تأثير محدود على حركة سعر الفائدة على الريال، وذلك لأن الريال يتمتع بتثبيت شبه مطلق لسعر الصرف بالنسبة للدولار، لذلك فإن التغيرات في سعر الفائدة على الدولار تؤثر بشكل قوي على التغيرات في سعر الفائدة على الريال السعودي وذلك ما تم التأكد منه من خلال الرسم البياني السابق. تحتوي السوق النقدية في المملكة العربية السعودية أنواع مختلفة من سعر الفائدة ويمكن ذكرها كالتالي (البسام، 2005، 9): أسعار فائدة لندن على الودائع بين البنوك (لايبور): وهو سعر الفائدة على ودائع الدولار بين البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وهذه الفائدة تتفاوت حسب فترات الإيداع وغالباً ما تكون لفترات قصيرة الأمد. أسعار الفائدة على الودائع بين البنوك

السعودية (سايبور): يمثل سعر الفائدة على ودائع الريال بين البنوك المحلية وتختلف الفائدة بناء على الفترة الزمنية وغالباً تكون لفترات قصيرة الأمد. أسعار الفائدة على ودائع لأجل: هو سعر الفائدة على ودائع الأجل للريال السعودي الذي تودع فيه من قبل الأفراد والمؤسسات المحلية، وتختلف بحسب الفترة الزمنية التي يتم فيها ربط الودائع. الريبو: هو سعر الفائدة الذي تقرضه مؤسسة النقد العربي السعودي عندما تقرض البنوك التجارية المحلية منها لتغطية حاجتها للسيولة. ريفيرز ريبو: هو سعر الفائدة الذي تدفعه مؤسسة النقد العربي السعودي عندما تربط البنوك التجارية المحلية ودائع قصيرة الأمد لديها.

تحليل اتجاهات سعر الفائدة على الودائع المصرفية في المملكة:

يمكن تقسيم الفترات التي مرت بها أسعار الفائدة في المملكة إلى ثلاث فترات وذلك حسب تمثيلها بيانياً:



الشكل (4-2): سعر الفائدة على الودائع المصرفية

الفترة الأولى 1985-1994: شهدت أسعار الفائدة انخفاض في منتصف الثمانينات، ثم بدأت ترتفع بشكل متزايد بين عامي (1988-1989)، لكن في بداية التسعينيات في عام 1990م حدث

انخفاض بسيط قوي في مستوى أسعار الفائدة وذلك بسبب حرب الخليج الثانية (حرب الكويت - العراق). الفترة الثانية 1955-2004: شهدت أسعار الفائدة خلال هذه الفترة تقلبات كبيرة، وعدم استقرار في سعر الفائدة، وانخفضت بشكل حاد ما بين عامي (2000-2003)، ويعود السبب في ذلك إلى الركود الاقتصادي العالمي خلال هذه الفترة، وحافظت أسعار الفائدة على الاتجاه التصاعدي ابتداء من عام 2004 انسجاماً مع الاتجاه العام لارتفاع أسعار الفائدة في الأسواق المالية والدولية. (التقرير السنوي 43، 2006). الفترة الثالثة 2005-2014: نلاحظ الاتجاه التصاعدي لأسعار الفائدة ما بين عامي (2005-2009)، نتيجة لانضمام المملكة لمنظمة التجارة العالمية في عام 2005 أصبح الاقتصاد السعودي أكثر انفتاحاً، حيث أصبحت العديد من أسواق وقطاعات الاقتصاد مفتوحة أمام المنافسة والاستثمار الأجنبي، تأثر الاقتصاد السعودي بشكل كبير بالأزمة المالية العالمية، لذلك نلاحظ انخفاض قوي لمعدلات الفائدة في عام 2009 انخفضت معدلات الفائدة من 5% إلى 2%. ثم بدأت بالانخفاض بشكل مستمر حتى عام 2013، وكان السبب وراء هذا الانخفاض الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية والعجز المتزايد في الميزان التجاري الأمريكي، الذي أدى إلى انخفاض سعر صرف الدولار وبالتالي انعكس هذا التأثير على معظم العملات الرئيسية، وبالتأكيد سعر صرف الريال كأحد المتضررين الأمر الذي أدى إلى استمرار الضغوط التضخمية في الاقتصاد السعودي. ويلاحظ أن معدل النمو الثابت السنوي لسعر الفائدة على الودائع المصرفية بالريال السعودي خلال فترة الدراسة تنخفض عبر الزمن بمعدل 0.073%.

النموذج والتقدير القياسي

يهدف هذا القسم إلى تحليل المتغيرات التي تم استخدامها في الدراسة، والتوصل لأهم العوامل التي تحدد معدل الفائدة، باستخدام مؤشرات معينة مثل سعر الصرف وأسعار البترول ومؤشر الرقم القياسي العام وعرض النقود ومؤشر سوق الأسهم، وذلك استناداً على بعض من الدراسات التي استخدمت بعض من تلك المؤشرات في قياس العلاقة. وسوف يتم توصيف هذه المتغيرات وتحليلها في المملكة العربية السعودية. والجدول التالي يوضح معاملات الارتباط بين سعر الفائدة على الودائع المصرفية والعوامل المؤثرة عليه.

جدول (1-5): معاملات الارتباط البسيط بين سعر الفائدة على الودائع المصرفية والمتغيرات المستقلة

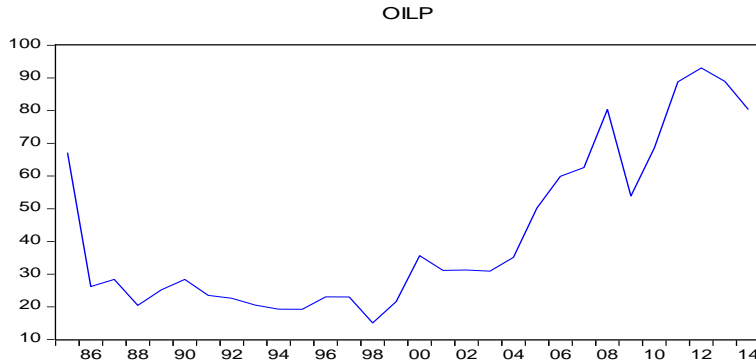
	I	ER	M3	OILP	CPI	SMI	LIBOR
I	1.000000	0.384549	-0.782597	-0.567247	-0.777401	-0.597199	0.823948
ER	0.384549	1.000000	-0.332850	-0.101155	-0.338959	-0.244653	0.180900
M3	-0.782597	-0.332850	1.000000	0.880431	0.970633	0.641439	-0.784363
OILP	-0.567247	-0.101155	0.880431	1.000000	0.823858	0.614255	-0.671545
CPI	-0.777401	-0.338959	0.970633	0.823858	1.000000	0.524740	-0.789094
SMI	-0.597199	-0.244653	0.641439	0.614255	0.524740	1.000000	-0.500300
LIBOR	0.823948	0.180900	-0.784363	-0.671545	-0.789094	-0.500300	1.000000

يلاحظ من مصفوفة الارتباط أن العلاقة عكسية بين سعر الفائدة على الودائع (I) مع عرض النقود (M3) وأسعار النفط (OILP) ومؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (CPI) ومؤشر سوق الأسهم (SMI)، بينما طردية بين سعر الفائدة على الودائع مع سعر الصرف الحقيقي الفعّال (ER) و

سعر الفائدة لايبور الأمريكي (LIBOR)، ويرتبط سعر الصرف بعلاقة عكسية مع جميع المتغيرات ماعدا سعر الفائدة لايبور الأمريكي وسعر الفائدة على الودائع كما ذكر سابقاً. كما يلاحظ أن المتغيرات المستقلة الأخرى تربطها علاقات عكسية وطردية مع بعضها البعض. وبناء على معاملات مصفوفة الارتباط بين المتغيرات، يلاحظ وجود ارتباط وثيق بين مؤشر عرض النقود بالمفهوم الواسع (M3) والرقم القياسي لأسعار المستهلكين (CPI) بحيث أن معامل الارتباط الخطي قريب من 1، حيث نلاحظ أن معامل الارتباط الخطي بينهم يبلغ 0.97 وهي نسبة كبيرة تقترب إلى 1.

1-5 أسعار النفط:

تعد المملكة من أكبر وأهم الدول في إنتاج النفط حيث يغذي إنتاجها ربع احتياجات العالم من مصادر الطاقة، ويمكن تقسيم الفترات التي مرت بها أسعار النفط إلى فترتين ويتضح ذلك من خلال الشكل البياني:

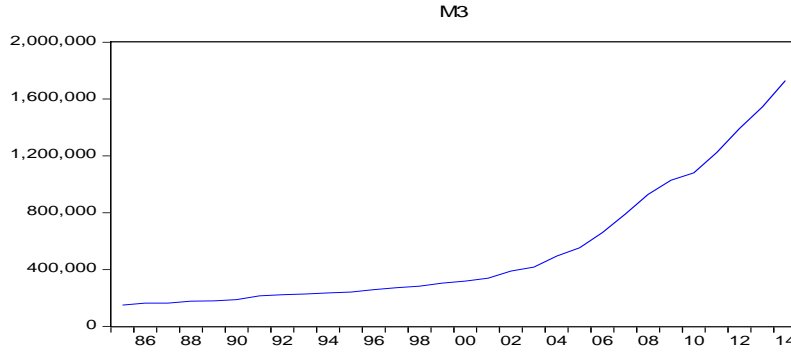


الشكل (1-5) أسعار النفط

الفترة الأولى 1985-2005: يلاحظ على هذه الفترة عدم استقرار أسعار النفط، فقد انخفضت أسعار النفط في بداية الثمانينات بسبب حرب الخليج الأولى. واستمر الوضع على ذلك إلى أن حصل الهبوط الكبير في أسعار النفط في عام 1988. وفي عام 1990 ارتفعت الأسعار وذلك بسبب الإنتاج المنخفض وبسبب حرب الخليج، ثم بعد ذلك دخلت أسعار النفط في فترة انخفاض دائم حتى عام 1994 حيث وصلت إلى أدنى مستوى لها، ونلاحظ أنه في عام 1996 عادت الأسعار إلى وضعها الطبيعي. وفي عام 2001 حدث ارتفاع كبير في أسعار النفط بسبب أحداث 11 سبتمبر. وبين عامي (2003-2005) حدث ارتفاع ملحوظ في أسعار النفط ويعود السبب إلى اضطراباً لأوضاع السياسية في بعض من الدول العربية التي تنتج النفط مثل ليبيا. وفي عام 2005 ارتفعت الأسعار إلى 78 دولار للبرميل وذلك بسبب ضعف الدولار الأمريكي بالإضافة إلى النمو السريع للاقتصادات الآسيوية واستهلاكها للنفط. **الفترة الثانية 2006-2014:** نلاحظ أن الأسعار وصلت إلى أعلى مستوى في عام 2008 وذلك بسبب تراجع سعر صرف الدولار، ثم نلاحظ الإنخفاض القوي في عام 2009 حتى وصل سعر البرميل إلى 40 دولار ويعود ذلك إلى وفرة الإنتاج وزيادة المعروض من النفط أما في عام 2014 بدأت أسعار النفط تنخفض وذلك بسبب قرار أوبك للمحافظة على مستوى الإنتاج وذلك لمواجهة الوفرة في المعروض. ويلاحظ أن معدل النمو الثابت السنوي لأسعار النفط ترتفع عبر الزمن بمعدل 0.046%.

5-2 عرض النقود M3:

يتكون عرض النقود بمفهومه الواسع من النقد المتداول خارج المصارف والودائع تحت الطلب بالإضافة إلى الودائع الزمنية والادخارية، ويمكن تقسيمه على فترتين من خلال الشكل البياني التالي:



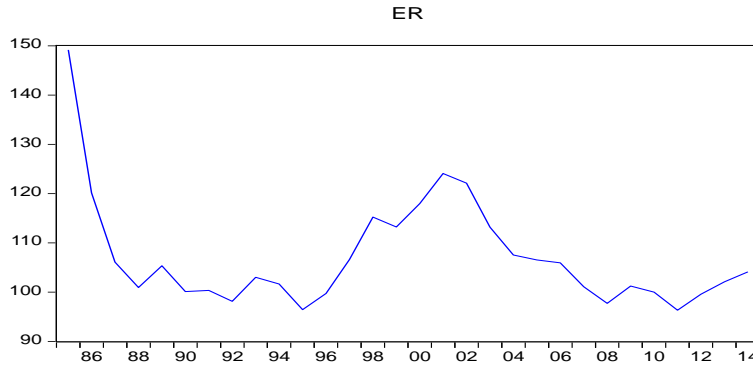
الشكل (2-5) عرض النقود M3

الفترة الأولى 1985-2003: تميزت هذه الفترة باستقرار عرض النقود نوعاً ما، وحدث ارتفاع بشكل بسيط جداً، وقد ارتفع عرض النقود بشكل متزايد بنسبة 15.2 بالمائة في عام 2002 مقارنة بمعدل نسبته 5.0 % في 2001، ويعود السبب في ذلك إلى قيام المصارف التجارية بزيادة تسهيلات الائتمانية لدعم النشاط الاقتصادي. **الفترة الثانية 2004-2014:** ونلاحظ الزيادة المستمرة في نمو عرض النقود ويعود ذلك بسبب التضخم لأنه يرتبط بعلاقة طردية مع عرض النقود أيضاً أدى زيادة الإنفاق الحكومي منذ عام 2007 إلى زيادة عرض النقود، سجل عرض النقود ارتفاعاً بنسبة 19.6 في 2008 مقابل 19.3 في 2007، مع تطور الأوضاع المالية في المملكة توسعت القاعدة النقدية بنسبة 8.4 خلال الفترة من 2010 إلى 2014، وحقق عرض النقود نمو بنسبة 10.7 خلال نفس الفترة السابقة ويعود السبب في ذلك إلى سرعة نمو الإنفاق العام، بالإضافة

إلى انخفاض أسعار الفائدة وذلك تماشياً مع السياسة التوسعية التي تبنتها مؤسسة النقد. ويلاحظ أن معدل النمو الثابت السنوي لأسعار النفط ترتفع عبر الزمن بمعدل 0.084% خلال فترة الدراسة.

3-5 سعر الصرف:

انسجماً مع قرار المجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية في الدورة الحادية والعشرين في عام 2000 تم اعتماد الدولار الأمريكي مثبتاً لعملاتها ابتداء من 2003 وتثبيت أسعار صرفها وذلك لما تتطلبه الأحوال الاقتصادية في المنطقة، واصلت مؤسسة النقد في عام 2008 المحافظة على ربط سعر صرف الريال مع الدولار الأمريكي عند 3.75 (التقرير السنوي الخامس والأربعون، 2009، 56). ويمكن تقسيم سعر صرف الريال مقابل الدولار إلى فترتين زمنية حسب الشكل البياني التالي:



الشكل (3-5) الرقم القياسي لسعر الصرف

الفترة الأولى 1985-2000: حدث خلال هذه الفترة انخفاض في سعر صرف الريال مقابل الدولار، ووصل سعر الصرف إلى أدنى مستوى له بين عامي 1985-1986، ويعود ذلك إلى انخفاض أسعار النفط مما أثر على سعر الصرف بالانخفاض. وتشهد الفترة من 1990 انخفاض

واضح في سعر الصرف، يرجع هذا الانخفاض إلى حدوث حرب الخليج الثانية التي أدت إلى ارتفاع أسعار النفط وذلك بسبب الإنتاج المنخفض مما أدى بالتالي إلى انخفاض سعر صرف الريال. ويتضح أيضاً أن سعر الصرف الريال في فترة انخفاض دائم حتى من عام 1991 إلى 1995 حيث وصلت إلى أدنى مستوى لها. **الفترة الثانية 2001-2014**: نلاحظ انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للريال في عام 2004 وقد يدل هذا الانخفاض على تحسن الوضع التنافسي للمملكة مقابل شركائها التجاريين، استمرار انخفاض سعر الصرف من عام 2006 وذلك بسبب التضخم ولكن خلال عام 2009 بدأ سعر الصرف يستقر حول سعر صرفه الرسمي 3.75 ريالاً لكل دولار، وأرتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 2.4% من 101.07 نقطه في عام 2013 إلى 105.35 نقطة في عام 2014 (التقرير الحادي والخمسون، 2015). ويلاحظ أن معدل النمو الثابت السنوي لأسعار صرف الريال تنخفض عبر الزمن بمعدل 0.003% خلال فترة الدراسة. يمكننا توضيح معدلات النمو لأهم المتغيرات:

جدول (2-5) معدلات النمو السنوية للمتغيرات خلال فترة الدراسة

المتغير	معدل النمو السنوي حسب الصيغة الأسية	معدل النمو كوسط حسابي لمعدلات النمو السنوية
سعر الفائدة على الودائع المصرفية	-0.073	-0.512
الرقم القياسي لأسعار المستهلكين	0.015	0.164
عرض النقود	0.084	0.331
الرقم القياسي لسعر الصرف	-0.003	0.252

1.440	0.046	أسعار النفط
-0.022	0.096	المؤشر العام لسوق الأسهم
-0.849	-0.083	سعر الفائدة الأمريكي لاييور

5-4 اختبارات جذور الوحدة:

تفيدنا هذه الاختبارات في التأكد من درجة سكون السلاسل الزمنية لكل متغير، ومن خلال نتائج اختبارات جذور الوحدة في الجداول التالية، يلاحظ من الجدول أن نتائج اختبار ديكي فولر عند أقل قيمة لمعيار Akaik (AIC) للمتغيرات سعر الفائدة، سعر الفائدة لاييور، مؤشر سوق الأسهم، سعر الصرف، جاءت "ساكنة" في الفروق الأولى (1) ~ بدون قاطع ومتجه زمني ومؤشر أسعار المستهلكين في الفروق الأولى بوجود قاطع، أما بالنسبة للمتغير عرض النقود جاءت ساكنة في المستوى (0) ~ بدون قاطع ومتجه زمني، ونظراً لوجود اختلاف في درجات التكامل للمتغيرات فإنه سيتم تطبيق اختبار ARDL في تقدير النموذج القياسي.

جدول (3-5): نتائج اختبار ديكي فيلر

بدون قاطع وبدون متجه زمني		قاطع ومتجه زمني		قاطع		
الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	المستوى	
-1.9533	-1.9529	-3.5806	-3.5742	-2.9718	-2.9677	القيمة الحرجة 5%
-3.2274	-1.6712	-5.0212	-1.9713	-4.4270	-0.9345	LI
-0.6620	3.0431	-4.4484	-1.0174	-3.0781	3.0431	Lm3

-3.5919	2.26927	-4.4484	-1.0174	-4.5312	3.7784	Libor
-3.9950	-1.1720	-4.5206	-3.0006	-4.5435	-2.9493	LER
-4.1951	-0.0650	-4.4675	-4.4639	-4.3118	-1.2195	LOILP
-3.0420	1.1785	-6.3762	-2.5025	-6.4664	-1.2106	LSMI
-1.2038	1.9528	-2.8907	-1.0653	-3.1859	0.1838	LCPI

5-5 طريقة الاختبار والتقدير:

ستبحث هذه الدراسة العلاقة باستخدام اختبار ARDL في تقدير النموذج القياسي، حيث تهدف هذه الدراسة إلى التوصل لأهم العوامل التي تحدد معدل الفائدة، باستخدام مؤشرات معينة مثل سعر الصرف وأسعار البترول ومؤشر الرقم القياسي العام وعرض النقود ومؤشر سوق الأسهم، وذلك استناداً على بعض من الدراسات التي استخدمت بعض من تلك المؤشرات في قياس العلاقة، ومن أجل دراسة حالة المملكة العربية السعودية وتقييم مدى صحة الفرضية التالية "يعد سعر الفائدة الأمريكي لا يبور والتضخم وأسعار الصرف من أهم العوامل التي تحدد أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية"، تم استخدام النموذج الآتي بالاستعانة ببيانات من الفترة 1985 إلى 2014م.

وفقاً للمعادلة التالية:

$$\ln I = \beta_0 + \beta_1 \ln Er_t + \beta_2 \ln OILP_t + \beta_3 \ln LIBOR_t + \beta_4 \ln SCPI_t + \beta_5 \ln SMI_t + \beta_6 \ln M3_t + u_t \quad 5.1$$

(I) المتغير التابع، سعر الفائدة على الودائع المصرفية بالريال السعودي. وتتمثل المتغيرات المستقلة فيما يلي: عرض النقود بمفهومه الموسع (M3)، الرقم القياسي لسعر الصرف (ER)، أسعار النفط (OilP)، مؤشر سوق الأسهم (SMI)، الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (Cpi)، سعر الفائدة الأمريكي لايبور (LIBOR).

5-6 اختبار ARDL:

بعد إجراء اختبارات سكون السلاسل الزمنية، نقوم باستخدام نموذج حدود الارتباط الذاتي المتباطئ الموزع ARDL، ومن أهم ما يميز هذا الاختبار أنه لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات متكاملة من نفس الدرجة، فيمكن أن نطبقه في حالة أن تكون السلاسل الزمنية خليط من درجات التكامل أي أنها ساكنة في الفروق الأولى أو متكاملة من الدرجة الأولى (1) أو ساكنة في المستوى (0). تعتمد طريقة اختبار بيساران وبيساران على تقدير معادلة تصحيح الخطأ الشرطي لنموذج حدود الارتباط الذاتي المتباطئ الموزع كالتالي:

$$\begin{aligned} \Delta \ln I_t = & \delta + \beta_1 \ln I_{t-1} + \beta_2 \ln M3_{t-1} + \beta_3 \ln OilP_{t-1} + \beta_4 \ln ER_{t-1} + \beta_5 \ln LIBOR_{t-1} \\ & + \beta_6 \ln SMI_{t-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \Delta \ln I_{t-i} + \sum_{t=0}^n \gamma_{2i} \Delta \ln M3_{t-i} \\ & + \sum_{t=0}^n \gamma_{3i} \Delta \ln OilP_{t-i} + \sum_{t=0}^n \gamma_{4i} \Delta \ln ER_{t-i} + \sum_{t=0}^n \gamma_{5i} \Delta \ln LIBOR_{t-i} \\ & + \sum_{t=0}^n \gamma_{6i} \Delta \ln SMI_{t-i} + u_t \end{aligned} \quad 5.2$$

من خلال معادلة 5.2 حيث يشير الرمز Δ إلى الفروق الأولى للمتغير، وتشير δ إلى القاطع، و u_t إلى الخطأ العشوائي. يوضح نموذج ARDL أن معدل الفائدة على الودائع المصرفية يمكن شرحه عن طريق قيمة متباطئة المتغير التابع التي أدخلت لتقيس تكيف معدلات الفائدة للتغيرات التي تحدث في المتغيرات المستقلة، والقيم المتباطئة للمتغيرات المستقلة، وبالتالي فإن نموذج ARDL يساعدنا من معرفة تأثيرات الأجل القصير والأجل الطويل. يعتمد اختبار حدود الارتباط الذاتي المتباطئ الموزع ARDL على مرحلتين: اختبار وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وفي حين وجدت هذه العلاقة يتم الانتقال للخطوة الثانية التي نستطيع من خلالها تقدير معاملات توازن الأجل الطويل ومعلمات الأجل القصير لنموذج تصحيح الخطأ. يتم اختبار وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات من المهم حساب إحصائيتين الأولى اختبار (f) وفرضية العدم أن معاملات مستويات المتباطئة تساوي جميعها صفر أي أنه لا يوجد علاقة طويلة الأجل، والفرضية البديلة تقول إن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل وهذا يعني أن المعلمات لا تساوي الصفر. ويعتمد هذا الاختبار على قيماً حرجة لحدود اختبار التكامل المشترك، فنأخذ بالاعتبار أنه إذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة فإننا نرفض فرضية العدم بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. أما في حال كانت قيمة (F) المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة فإننا نقبل فرضية العدم. أما بالنسبة للاختبار الثاني فهو حساب إحصائية (t) الذي يقوم على اختبار فرضية العدم بأن معلمة المتغير التابع المتباطئ تساوي الصفر، أي لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل. ويتم توضيح نتائج الاختبار عن طريق الجدول التالي:

جدول (4-5): اختبارات الحدود

F-statistic		t-statistic
13.374		3.905
القيم الحرجة عند 5%		
الحد العلوي	الحد السفلي	
3.28	2.27	

يلاحظ من الجدول السابق أن قيمة إحصائية (F) المحسوبة أكبر من الحد العلوي للقيم الجدولية (3.28) عند مستوى معنوية 5%، لذلك ترفض فرضية العدم التي تقول بعدم وجود علاقة توازنه طويلة الأجل. كما أن اختبار (t) معنوي وهذا يؤكد وجود علاقة توازنه طويلة الأجل. بعد ذلك للحصول على مقدرات معاملات الأجل الطويل لنموذج ARDL، تم اختيار فترات التباطؤ تساوي 2 وتم الاختيار حسب معيار شوارترز.

جدول (5-5): مقدرات معاملات الأجل الطويل

Variable	Coefficient	SE	t-statistic	Prob
llibor	0.911	0.182	4.999	0.000
ler	2.669	1.007	2.649	0.024

يستنتج من الجدول السابق أهم المتغيرات التي تؤثر على معدلات الفائدة في المملكة العربية السعودية في الأجل الطويل، ويمكن تفسير النتائج كالتالي: وجود اثر سالب غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من عرض النقود بمفهومه الموسع في الأجل الطويل، حيث بلغت المرونة الجزئية لعرض النقود بمفهومه الموسع بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (-0.833) في الأجل

الطويل ، وهذا يعني أن الزيادة في عرض النقود بمفهومه الموسع بنسبة 0.8% سوف تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل الطويل، وهذا يشير إلى وجود تأثير بسيط ويحتاج وقت أطول للسياسة النقدية في التأثير على متغير سعر الفائدة على الرغم من انفتاح الاقتصاد السعودي. وهذا يتفق مع دراسة (الفرحان، 2002). يوجد اثر موجب ومعنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من سعر الفائدة الأمريكي لايبور في الأجل الطويل، حيث بلغت المرونة الجزئية لسعر الفائدة لايبور بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (0.911) في الأجل الطويل ، وهذا يعني أن الزيادة في سعر الفائدة لايبور بنسبة 0.9% سوف تؤدي إلى زيادة سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل الطويل، مما يدل على أن ارتفاع أسعار الفائدة لايبور يسهم بشكل ايجابي في ارتفاع سعر الفائدة على الودائع. وبما أن سعر الفائدة الأمريكي يعد من المتغيرات الخارجية يتضح أن معدل الفائدة المحلي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الخارجية وهو أمر يعكس حقيقة الاقتصاد السعودي الذي يعتبر اقتصاداً مفتوحاً.

وجود اثر موجب وغير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من مؤشر أسعار المستهلك (التضخم) في الأجل الطويل، حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر أسعار المستهلك بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (3.389) في الأجل الطويل ، وهذا يعني أن الزيادة في مؤشر أسعار المستهلك بنسبة 3.3% سوف تؤدي إلى زيادة سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل الطويل، وهذا متوافق مع النظرية الاقتصادية أن الزيادة في سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات وبالتالي حدوث التضخم. يوجد اثر موجب ومعنوي بدرجة عالية للتغير في سعر الفائدة على الودائع

من سعر صرف الدولار في الأجل الطويل، حيث بلغت المرونة الجزئية لسعر صرف الدولار بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (2.669) في الأجل الطويل ، وهذا يعني أن الزيادة في سعر صرف الدولار بنسبة 2.6% سوف تؤدي إلى زيادة سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل الطويل، مما يدل على أن ارتفاع سعر صرف الدولار يسهم بشكل ايجابي في ارتفاع سعر الفائدة على الودائع. وبما أن سعر الصرف يعد من المتغيرات الخارجية يتضح أن معدل الفائدة المحلي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الخارجية وهو أمر يعكس حقيقة الاقتصاد السعودي الذي يعتبر اقتصاداً مفتوحاً. وأيضاً هذه النتيجة تتفق مع دراسة (الفرحان، 2002). أما بالنسبة للمتغيرين مؤشر سوق الأسهم وأسعار النفط يوجد اثر (ضعيف جداً) سالب غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من مؤشر سوق الأسهم واثر ضعيف موجب غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من أسعار النفط في الأجل الطويل. ويرجع سبب ذلك إلى قلة عدد السنوات المستخدمة في الدراسة.

ويمكن صياغة معادلة الأجل الطويل كالتالي:

$$\ln i_t = -18.024 + 2.669 \ln E r_t + 0.077 \ln OILP_t + 0.911 \ln LIBOR_t + 3.389 \ln CPI_t - 0.002 \ln SMI_t - 0.833 \ln M3_t + v_t \quad 5.3$$

5-7 نموذج تصحيح الخطأ:

جدول (5-6): نموذج تصحيح الخطأ

Variable	Coefficient	SE	t-statistic	Prob
DLI(-1)	0.326	0.060	5.408	0.000
DLM3(-1)	1.972	0.365	5.399	0.000
DLLIBOR	0.148	0.055	2.660	0.023
DLCPI	7.133	0.895	7.964	0.000
DLSMI	0.136	0.056	2.417	0.036
DLSMI(-1)	0.281	0.058	4.857	0.000
ECM(-1)	-0.764	0.056	-13.486	0.000

يستنتج من الجدول السابق أهم المتغيرات التي تؤثر على معدلات الفائدة في المملكة العربية السعودية في الأجل القصير، ويمكن تفسير النتائج كالتالي: نلاحظ أن حد تصحيح الخطأ أو معامل التكيف $ECM(-1)$ قد ظهر بإشارة سالبة وأقل من 1 ومعنوي. وجود اثر سالب غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من عرض النقود بمفهومه الموسع في الأجل القصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لعرض النقود بمفهومه الموسع بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (-0.516) في الأجل القصير، وهذا يعني أن الزيادة في عرض النقود بمفهومه الموسع بنسبة 0.5% سوف تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل القصير. وتعد نتيجة متقاربة بين الأجل الطويل والقصير. يوجد اثر موجب ومعنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من سعر الفائدة الأمريكي لايبور في الأجل القصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لسعر الفائدة لايبور بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (0.148) في الأجل القصير، وهذا يعني أن الزيادة في سعر الفائدة لايبور بنسبة 0.1% سوف تؤدي إلى زيادة سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل القصير،

مما يدل على أن ارتفاع أسعار الفائدة لا يبور يسهم بشكل ايجابي في ارتفاع سعر الفائدة على الودائع. وجود اثر موجب ومعنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من مؤشر أسعار المستهلك (التضخم) في الأجل القصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر أسعار المستهلك بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (7.133) في الأجل القصير ، وهذا يعني أن الزيادة في مؤشر أسعار المستهلك بنسبة 7.1% سوف تؤدي إلى زيادة سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل القصير، مما يدل على أن ارتفاع مؤشر أسعار المستهلك يسهم بشكل ايجابي في ارتفاع سعر الفائدة على الودائع في الأجل القصير، وهذا يعني أن له تأثير في الأجل القصير على عكس الأجل الطويل حيث جاءت النتيجة غير معنوية. يوجد اثر موجب وغير معنوي بدرجة للتغير في سعر الفائدة على الودائع من سعر صرف الدولار في الأجل القصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لسعر صرف الدولار بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع (0.215) في الأجل القصير ، وهذا يعني أن الزيادة في سعر صرف الدولار بنسبة 0.2% سوف تؤدي إلى زيادة سعر الفائدة على الودائع بنسبة 1% في الأجل القصير، مما يدل على أن ارتفاع سعر صرف الدولار لا يؤثر على سعر الفائدة على الودائع في الأجل القصير وهذا يعني أن ليس له تأثير في الأجل القصير وذلك بعكس الأجل الطويل. أما بالنسبة للمتغيرين مؤشر سوق الأسهم وأسعار النفط يوجد اثر موجب ومعنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من مؤشر سوق الأسهم مما يدل على أن ارتفاع مؤشر سوق الأسهم يؤثر على سعر الفائدة على الودائع في الأجل القصير مما يعني أن له تأثير في الأجل القصير وهذا بعكس النتيجة

في الأجل الطويل ، واثر سالب و غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من أسعار النفط في الأجل القصير. وهذا يعني أن ليس له تأثير في الأجل القصير.

5-8 اختبارات فحص النموذج:

ولفحص جودة (صحة) النموذج، تم إجراء اختبارات التوزيع الطبيعي وبروش بيجان وكانت النتائج كالتالي:

جدول (5-7): نموذج تصحيح الخطأ

اختبارات فحص النموذج	الاحتمالية	فرضية العدم	القرار
التوزيع الطبيعي	0.681	تتوزع توزيعاً طبيعياً	نقبل فرضية العدم
بروش بيجان	0.637	لا يوجد اختلاف تباين	نقبل فرضية العدم

إذن النموذج جيد حيث جاءت القيم موزعة توزيعاً طبيعياً ولا يوجد اختلاف تباين.

6- النتائج والتوصيات

تم إجراء اختبار استقراره السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبارات جذور الوحدة ديكي فولر وفيليبس بيرون، وتم التوصل إلى سكون بعض المتغيرات (عرض النقود بمفهومه الموسع) عند المستوى (0) والمتغيرات الأخرى ساكنه عند الفرق الأول (1) ولا يوجد متغيرات متكاملة من المرتبة الثانية (2). وبالتالي يمكن تطبيق منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج ARDL. بعد إجراء اختبار التكامل المشترك طبقاً لمنهج ARDL للمتغيرات بالرغم من عدم سكون جميع المتغيرات عند المستوى أو متكاملة من رتبة واحدة تبين وجود تكامل مشترك بينها (علاقة توازنية)

على المدى البعيد، وبالتالي يمكن إكمال منهجية ARDL في تقدير نموذج تصحيح الخطأ (نموذج الأجل القصير). وتم التوصل إلى أن حد تصحيح الخطأ أو معامل التكيف (-1) ECM قد ظهر بإشارة سالبة وأقل من 1 ومعنوي. وجود اثر سالب غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من عرض النقود بمفهومه الموسع في الأجلين الطويل والقصير، وهذه النتيجة يمكن تفسيرها من وجهة النظر التي ترى أن السياسة النقدية غير مؤثرة في الاقتصاد السعودي وذلك بسبب ربط الريال بالدولار، ومن هذه النتيجة نتوصل إلى أن عرض النقود ليس له تأثير على سعر الفائدة على الودائع في المملكة. يوجد اثر موجب ومعنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من سعر الفائدة الأمريكي لايبور في الأجلين الطويل والقصير، مما يدل على أن ارتفاع أسعار الفائدة لايبور يسهم بشكل ايجابي في ارتفاع سعر الفائدة على الودائع في الأجل الطويل والقصير. وبما أن سعر الفائدة الأمريكي يعد من المتغيرات الخارجية يتضح أن معدل الفائدة المحلي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الخارجية وهو أمر يعكس حقيقة الاقتصاد السعودي الذي يعتبر اقتصاداً مفتوحاً. وجود اثر موجب وغير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من مؤشر أسعار المستهلك (التضخم) في الأجل الطويل ولكنه معنوي في الأجل القصير، مما يدل على أن ارتفاع مؤشر أسعار المستهلك يسهم بشكل ايجابي في ارتفاع سعر الفائدة على الودائع في الأجل القصير فقط، وهذا يعني أن له تأثير في الأجل القصير على عكس الأجل الطويل حيث جاءت النتيجة غير معنوية. يوجد اثر موجب ومعنوي بدرجة عالية للتغير في سعر الفائدة على الودائع من سعر صرف الدولار في الأجل الطويل وغير معنوي في الأجل القصير، مما يدل على أن ارتفاع سعر صرف الدولار يسهم بشكل ايجابي

في ارتفاع سعر الفائدة على الودائع في الأجل الطويل فقط. وبما أن سعر الصرف يعد من المتغيرات الخارجية يتضح أن معدل الفائدة المحلي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية. أما بالنسبة للمتغيرين مؤشر سوق الأسهم وأسعار النفط يوجد اثر (ضعيف جدا) سالب غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من مؤشر سوق الأسهم واثر ضعيف موجب غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من أسعار النفط في الأجل الطويل. ويرجع سبب ذلك إلى قلة عدد السنوات المستخدمة في الدراسة. أما بالنسبة للأجل القصير لنفس المتغيرين يوجد اثر موجب و معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من مؤشر سوق الأسهم، مما يدل على أن ارتفاع مؤشر سوق الأسهم ، يؤثر على سعر الفائدة على الودائع في الأجل القصير، وهذا بعكس النتيجة في الأجل الطويل ، واثر سالب و غير معنوي للتغير في سعر الفائدة على الودائع من أسعار النفط في الأجل القصير. وهذا يعني أن ليس له تأثير في الأجلين الطويل القصير.

المراجع

- جمال، بوزيدي. (2012). دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة بومرداس.
- كاظم، عمار. (2012). سعر الفائدة من وجهة النظر التقليدية والإسلامية. المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، 10(32)، 64-107.
- فضيل، فارس. (2009). تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث. معهد العلوم الاقتصادية، الجزائر.



العمر، حسين. (2006). محددات سلوك أسعار الفائدة في الكويت. مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 135، 189-208.

البسام، خالد. (2005). تأثير التطور المالي وأزمة الخليج الثانية على الطلب على النقود في المملكة العربية السعودية. رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز.

اليوسف، نورة. (2004). تعادل أسعار الفائدة بين الدول الصناعية الكبرى ودول مجلس التعاون الخليجي. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 20(1)، 1-22.

الفرحان، أسامة. (2002). محددات معدل الفائدة في الاقتصاد الأردني دراسة تطبيقية للفترة (1990-2002). رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية.

شقيير، لبيب. (1988). تاريخ الفكر الاقتصادي. نهضة مصر، الفجالة - القاهرة.

Abayomi, O., & Adebayo, M. (2010). Determinants of interest rates in Nigeria: An error correction model. *Journal of Economics and International Finance*, 2(12), 261-271.

Andrea, B., & David, F. (2014). Perspectives on Global Real Interest Rates. *International Monetary Fund*.

1- اختبار Ardl:

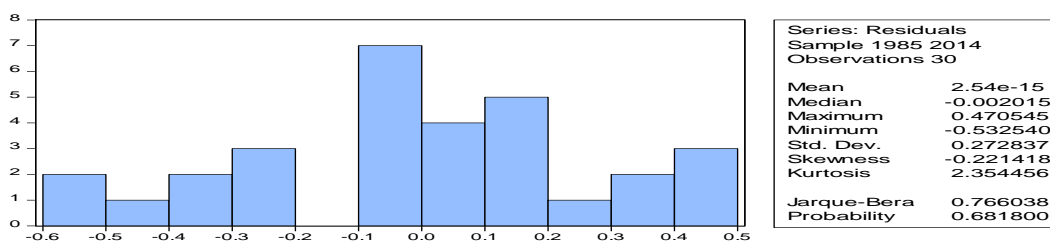
ARDL Cointegrating And Long Run Form
Dependent Variable: LI
Selected Model: ARDL(2, 2, 1, 1, 2, 2, 1)
Date: 12/11/15 Time: 19:40
Sample: 1985 2014
Included observations: 28

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LI(-1))	0.326122	0.060302	5.408179	0.0003
D(LM3)	-0.516851	0.342736	-1.508016	0.1625
D(LM3(-1))	1.972927	0.365397	5.399413	0.0003
D(LLIBOR)	0.148662	0.055871	2.660823	0.0239
D(LCPI)	7.133544	0.895672	7.964457	0.0000
D(LER)	0.215632	0.417883	0.516011	0.6171
D(LER(-1))	0.622665	0.302798	2.056373	0.0668
D(LSMI)	0.136463	0.056443	2.417725	0.0362
D(LSMI(-1))	0.281957	0.058051	4.857094	0.0007
D(LOILP)	-0.126287	0.084632	-1.492191	0.1665
CointEq(-1)	-0.764624	0.056694	-13.486857	0.0000

Cointeq = LI - (-0.8330*LM3 + 0.9112*LLIBOR + 3.3894*LCPI + 2.6693*LER...
-0.0021*LSMI + 0.0775*LOILP -18.0244)

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LM3	-0.833034	0.673518	-1.236841	0.2444
LLIBOR	0.911236	0.182260	4.999646	0.0005
LCPI	3.389354	2.059447	1.645759	0.1308
LER	2.669297	1.007494	2.649444	0.0243
LSMI	-0.002116	0.219086	-0.009659	0.9925
LOILP	0.077463	0.299849	0.258338	0.8014
C	-18.02442...	8.553612	-2.107230	0.0613

2- اختبارات فحص النموذج، اختبار التوزيع الطبيعي:



- اختبار بروش بيجان:



Journal of University Studies for inclusive Research (USRIJ)
مجلة الدراسات الجامعية للبحوث الشاملة

ISSN: 2707-7675

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.639299	Prob. F(6,23)	0.6978
Obs*R-squared	4.288070	Prob. Chi-Square(6)	0.6378
Scaled explained SS	1.706907	Prob. Chi-Square(6)	0.9446