الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي-

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

بعنوان:

قياس وتحليل أثر العوامل الاقتصادية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2000- 2016

من إعداد:
مريم بوثلجة

إشراف:
أ. د. السعيد بريكة

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
السعدي رجال	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	رئيسا
السعيد بريكة	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مقررا
حمادو بن نعمون	أستاذ محاضر-أ-	جامعة قسنطينة 2	عضوا
محي الدين شبيرة	أستاذ محاضر-أ-	جامعة أم البواقي	عضوا
عبد المالك بضياف	أستاذ محاضر-أ-	جامعة قالمة	عضوا
محمد جصاص	أستاذ محاضر-أ-	جامعة قسنطينة 2	عضوا

السنة الجامعية: 2018/2017

أَعُوذُ بِاللهِ مِنَ الشَّيْطَانِ الرَّجِيمِ

بِسْمِ اللهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا۟ سُبْحَٰنَكَ لَا عِلْمَ لَنَآ
إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَآ ۖ إِنَّكَ أَنتَ ٱلْعَلِيمُ ٱلْحَكِيمُ

سُورَةُ البَقَرَة ﴿٣٢﴾

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى جميع أفراد عائلتي وأسرتي
حفظهم المولى الحافظ .

شكر وتقدير

أتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى الدكتور الفاضل السعيد بريكة لما أبداه لي من تعاون، وما قدمه من إرشاد وتوجيه وإشراف حتى خرج هذا العمل المتواضع إلى حيز الوجود، ولا يفوتني إلا أن أتقدم بوافر التقدير والامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة الدكاترة الأفاضل لتفضلهم بالاطلاع على هذا العمل وتحملهم جهد وعناء قراءته وتقييمه وتزويدي بملاحظاتهم وآرائهم القيّمة التي ستضيف حتماً حُسناً لهذا العمل وترفع مستوى البحث العلمي.

هذا وأتقدم بالشكر والتقدير إلى كل الذين قدموا لي يد المساعدة في جمع البيانات والمعلومات التي أدت إلى إنجاح هذا العمل -سواء في بورصة عمان أو البنك المركزي الأردني-.

لكم مني جزيل الشكر والامتنان

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان، وبيان أي المتغيرات أكثر تأثيرا، وذلك من خلال اختبار العلاقة التوازنية طويلة وقصيرة الأجل بين هذه المتغيرات وعوائد الأسهم، ولتحقيق هذا الغرض تم أخذ البيانات التاريخية للمتغيرات الاقتصادية الأكثر شيوعا في التأثير على عوائد الأسهم والمتمثلة في التضخم، سعر الفائدة، عرض النقود ، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين، كمتغيرات مفسرة وعوائد الأسهم ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة لبورصة عمان كمتغير تابع ضمن سلاسل زمنية ربع سنوية امتدت خلال الفترة 2000–2016، مستخدمين في ذلك أسلوب التكامل المشترك لأنجل وجرنجر، ونموذج تصحيح الخطأ (ECM)، واختبار ديكي— فولر للتحقق من استقرار البيانات، معتمدين على برنامج (Eviews8) بهدف تحليل البيانات واختبار الفرضيات.

أسفرت نتائج الدراسة من خلال اختبار التكامل المشترك عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية، وأثر إيجابي ذو دلالة معنوية لكل من العرض النقدي بالمعنى الواسع، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين على عوائد الأسهم، وأثر سلبي ذو دلالة معنوية لكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، والناتج المحلي الإجمالي على عوائد الأسهم، كما أظهرت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ وجود علاقة توازنية قصيرة الأجل بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك، الناتج المحلي الإجمالي، تحويلات العاملين، وعوائد الأسهم بنفس إشارة معلمات العلاقة طويلة الأجل.

الكلمات المفتاحية: عوائد الأسهم، المتغيرات الاقتصادية، الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، بورصة عمان، التكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ، العلاقة التوازنية طويلة وقصيرة الأجل.

Résumé

Cette étude vise à mesurer l'impact des variables économiques sur les rendements des actions de la Bourse d'Amman et à indiquer quelles variables ont plus d'influence, en examinant la relation d'équilibre à long terme et à court terme entre ces variables et le rendement des actions. À cette fin, des données historiques des variables économiques les plus influentes sur les rendements des actions ont été prises en compte tels que l'inflation, le taux d'intérêt, la masse monétaire, le produit intérieur brut, l'indice de la production industrielle et les transferts des expatriés. Ces variables sont prises en tant que variables explicatives et les rendements des actions représentés par l'indice pondéré des actions négociables de la Bourse d'Amman en tant que variable dépendante. Cette étude est réalisée sur une série chronologique trimestrielle couvrant la période de 2000 à 2016 en utilisant la méthode de cointégration d'Engel et Granger, le modèle de correction d'erreur (ECM) et le test de Dicky-Fuller pour vérifier la stabilité des données, en s'appuyant sur le logiciel Eviews8 pour analyser les données et tester les hypothèses.

Les résultats de la recherche ont montré, à travers le test de cointégration, l'existence d'une relation d'équilibre à long terme entre les rendements des actions et les variables économiques. Les résultats ont montré aussi qu'il y a un effet positif significatif de la masse monétaire au sens large, de l'indice de production industrielle et les transferts des expatriés sur les rendements des actions. Par contre, pour l'indice des prix à la consommation et le produit intérieur brut les résultats ont montré un effet négatif. En plus, les résultats ont montré également une relation à court terme entre l'indice des prix à la consommation, le produit intérieur brut et les transferts des expatriés; et les rendements des actions avec le même signe que les paramètres de la relation à long terme.

Mots clés : Les rendements des actions, Variables économiques, L'indice pondéré des actions gratuites, Bourse d'Amman, Cointégration, Modèle de correction d'erreur, Relation d'équilibre à long et à court terme.

Abstract

The purpose of this study is to measure the impact of economic variables on the stock returns of the Amman Stock Exchange and to indicate which variables are more influential by examining the long and short term balance between these variables and the stock returns. For this purpose, historical data of the most influential economic variables on stock returns were taken into account such as inflation, interest rate, money supply, gross domestic product, production index industrial and expatriate transfer . These variables are taken as explanatory variables and the stock returns represented by the free float index of the Amman Stock Exchange as a dependent variable. This study is carried out on a quarterly time series covering the period 2000 to 2016 using Engel and Granger cointegration method, error correction model (ECM) and Dicky-Fuller test to verify the stability of data, using Eviews8 software to analyze data and test hypotheses.

The results of the study showed, through the cointegration test, the existence of a long-term equilibrium relationship between stock returns and economic variables. The results also showed that there is a significant positive effect of the broad money supply, the industrial production index and expatriate transfer on stock returns. On the other hand, for the consumer price index and the gross domestic product the results showed a negative effect. In addition, the results as well showed a short-term relationship between the consumer price index, the gross domestic product and expatriate transfer; and stock returns with the same sign as the parameters of the long-term relationship.

Keywords: Share returns, Economic variables, Free float index, Amman Stock Exchange, Cointegration, Error Correction Model, Short and Long Term Balanced Relationship.

فهرس المحتويات

الإهداء II
شكر وتقدير III
الملخص IV
فهرس المحتويات VII
قائمة الجداول X
قائمة الأشكال XII
قائمة الملاحق XIV
مقدمة عامة ..... أ

القسم الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة

الفصل الأول: الإطار النظري للأسهم وعوائدها والعوامل المؤثرة فيها

تمهيد 03
المبحث الأول: ماهية الأسهم 04
المطلب الأول: الأسهم العادية 04
المطلب الثاني: الأسهم الممتازة 08
المطلب الثالث: تقييم وتحليل الأسهم 12
المبحث الثاني: عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم 20
المطلب الأول: عائد السهم وطرق قياسه 20
المطلب الثاني: المخاطرة وطرق قياسها 28
المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم 34
المطلب الأول: العوامل الاقتصادية 34
المطلب الثاني: عوامل أخرى 54
خلاصة الفصل 61

الفصل الثاني: عرض وتقييم الدراسات السابقة

تمهيد **63**
المبحث الأول: الدراسات العربية السابقة **64**
المطلب الأول: الدراسات العربية التي تناولت علاقة العوامل الاقتصادية بالأسهم **64**
المطلب الثاني: الدراسات العربية التي تناولت علاقة العوامل غير الاقتصادية بالأسهم..... **72**
المبحث الثاني: الدراسات الأجنبية..... **80**
المطلب الأول: الدراسات الأجنبية التي تناولت علاقة العوامل الاقتصادية بالأسهم..... **80**
المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية التي تناولت العوامل الأخرى وعلاقتها بالأسهم..... **87**
المبحث الثالث: مناقشة الدراسات السابقة وما يميز الدراسة الحالية **92**
المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة..... **92**
المطلب الثاني: ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة **95**
خلاصة الفصل **97**

القسم الثاني: الدراسة التطبيقية

الفصل الثالث: وصف متغيرات وأدوات الدراسة التطبيقية

تمهيد **100**
المبحث الأول: تطور المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان والمتغيرات الاقتصادية الأردنية **101**
المطلب الأول: أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة..... **101**
المطلب الثاني: دراسة وتحليل تطور متغيرات الدراسة في الأردن **110**
المبحث الثاني: منهجية الدراسة..... **123**
المطلب الأول: التعريفات الإجرائية و النموذج القياسي للدراسة..... **123**
المطلب الثاني: النماذج والأساليب الإحصائية والقياسية المستخدمة..... **127**
خلاصة الفصل **135**

الفصل الرابع: تحليل البيانات ومناقشة النتائج

تمهيد **137**
المبحث الأول: تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة **138**
المطلب الأول: إيجاد وقياس أثر كل متغير مستقل على المتغير التابع..... **138**
المطلب الثاني: الدراسة الإحصائية الوصفية **143**
المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة **151**
المطلب الأول: نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية **151**
المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك وتقدير نموذج تصحيح الخطأ..... **162**
المبحث الثالث: مناقشة النتائج واختبار فرضيات الدراسة **175**
المطلب الأول: ملخص نتائج اختبارات الدراسة القياسية **175**
المطلب الثاني: ربط نتائج الدراسة بالفرضيات **177**
خلاصة الفصل **183**
الخاتمة **184**
المراجع **192**
الملاحق **205**

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	أوجه الاختلاف بين السهم العادي والممتاز	10
2-1	مراحل التحليل الأساسي	14
1-3	أهم المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان خلال المدة (2000-2016)	104
2-3	الأرقام القياسية لمؤشر بورصة عمان	107
3-3	تطور معدلات التضخم والرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن للفترة (2000-2016)	111
4-3	تطور العرض النقدي بالمعنى الواسع والضيق في الاقتصاد الأردني خلال الفترة (2000-2016)	113
5-3	تطور أسعار الفائدة في الأردن خلال الفترة (2000-2016)	115
6-3	تطورات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في الاقتصاد الأردني خلال الفترة (2000-2016)	118
7-3	تطور الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي في الأردن خلال الفترة (2000-2016)	119
8-3	تطور أهم عناصر ميزان المدفوعات في الأردن خلال الفترة (2000-2016)	121
1-4	نتائج تحليل الانحدار البسيط للرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال الفترة (2000-2016)	138
2-4	نتائج تحليل الانحدار البسيط لسعر إعادة الخصم خلال الفترة (2000-2016)	139
3-4	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لعرض النقود بالمعنى الواسع خلال الفترة (2000-2016)	140
4-4	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2000-2016)	141
5-4	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط للرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي خلال الفترة (2000-2016)	141
6-4	نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لتحويلات العاملين خلال الفترة (2000-2016)	142
7-4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	146
8-4	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	146
9-4	نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية عند المستوى Level باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع	159
10-4	نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية عند الفرق الأول باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع	161
11-4	نتائج اختبار استقرارية سلسلة بواقي التقدير عند المستوى باستخدام اختبار ADF	163

12-4	نتائج تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية المدروسة على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة (2016Q4-2000Q1) - باستخدام طريقة OLS-	165
13-4	نتائج تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية المدروسة على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة (2016Q4-2000Q1)-باستخدام طريقة FMOLS-	167
14-4	نتائج تقدير العلاقة التوازنية قصيرة الأجل	170
15-4	نتائج اختبار LM للارتباط الذاتي للأخطاء	172
16-4	نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج العلاقة التوازنية طويلة الأجل	174
17-4	نتائج اختبار توصيف نموذج العلاقة التوازنية قصيرة الأجل (Ramsey test)	174

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	التحليل الأساسي المستند على التحليل من أعلى إلى أسفل	15
2-1	العلاقة الإيجابية والسلبية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم	48
3-1	العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	50
1-3	منحنى تطور الأرقام القياسية لمؤشر بورصة عمان (2000-2016)	108
2-3	منحنى تطور معدلات التضخم والرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن(2000-2016)	111
3-3	منحنى تطور العرض النقدي بالمعنى الواسع والضيق في الأردن (2000-2016)	114
4-3	منحنى تطور سعر إعادة الخصم في الأردن (2000-2016)	116
5-3	منحنى تطور الناتج المحلي الإجمالي بأسعار(الأساس والسوق) الجارية في الأردن(2000-2016)	118
6-3	منحنى تطور الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي في الأردن (2000-2016)	120
7-3	منحنى تطور الحساب الجاري والميزان التجاري في الأردن (2000-2016)	121
8-3	تمثيل متغيرات الدراسة (المتغير التابع والمتغيرات المستقلة)	124
1-4	التمثيل البياني للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2000-2016	144
2-4	التوزيع الطبيعي للبواقي	148
3-4	دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير التابع (Index)	149
4-4	دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (CPI)	149
5-4	دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل(RDR)	149
6-4	دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (M2)	149
7-4	دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (GDP)	149
8-4	دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (IP)	149
9-4	دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (RIM)	149
10-4	دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (Index)	152
11-4	دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (CPI)	153

4-12	دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (RDR)	154
4-13	دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (M2)	155
4-14	دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (GDP)	156
4-15	دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (IP)	157
4-16	دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (RIM)	158
4-17	التمثيل البياني لسلسلة بواقي العلاقة طويلة الأجل	164
4-18	دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج	173

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	نتائج الانحدار الخطي البسيط
02	معاملات الارتباط بين المتغيرات والبيانات الوصفية للدراسة
03	نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية عند المستوى باستخدام اختبار ADF
04	نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية عند الفرق الأول باستخدام اختبار ADF
05	نتائج اختبار استقرارية سلسلة بواقي التقدير عند المستوى باستخدام اختبار ADF
06	تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام طريقة OLS
07	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (اختبار LM للعلاقة التوازنية طويلة الأجل)
08	تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام طريقة FMOLS
09	تقدير العلاقة التوازنية قصيرة الأجل باستخدام نموذج ECM
10	الاختبارات القياسية لصلاحية نموذج تصحيح الخطأ

مقدمة عامة

يمثل الاستثمار المالي إلى جانب الاستثمار المادي في الاقتصادات المعاصرة أهم وسائل التراكم المالي، كما يعتبر أحد المرتكزات الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية، فبزيادة معدلات الاستثمار تزداد الطاقة الإنتاجية، وتعد الأسواق المالية من الدعائم الأساسية للأنظمة المالية في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك بسبب الدور الأساسي الذي تلعبه، كما تمثل سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الأسواق المالية باعتبارها أحد مكوناتها، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تسهيل تدفق المدّخرات من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، لاستثمارها في المشروعات المختلفة. ويتم ذلك من خلال قيام الأفراد والمؤسسات بشراء الأوراق المالية، لذلك تسعى الدول سواء كانت متقدمة أو نامية للمحافظة على استقرار سوق الأوراق المالية بها والعمل على تنميتها.

كما تلعب الأسواق المالية دورا حيويا في تحريك عجلة النمو الاقتصادي لأي دولة بسبب ما توفره من رؤوس أموال للقطاعات الاقتصادية المختلفة، وما تقدمه من عوائد لأصحاب رؤوس الأموال، فهي مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد بشكل عام من حيث زيادة أو انخفاض معدلات النمو الاقتصادي للدولة، فزيادة الاستثمارات المالية تزيد من عوائد الأسواق المالية، وعلى اعتبار أن الأسواق المالية هي الحاضنة الرسمية للشركات الاقتصادية بمختلف القطاعات التي تتأثر بشكل مباشر بحالة النشاط الاقتصادي لأي دولة، تصبح العلاقة بين مختلف المتغيرات الاقتصادية التي تتحكم في النشاط الاقتصادي، وعوائد أسهم الشركات في الأسواق المالية علاقة منطقية وتكاد تكون أكيدة. فقد ذكر سنجل singal (2004)، أنه يمكن القيام بدراسة ملايين المشاهدات ودراسة العلاقات المختلفة بين أسعار الأسهم والمتغيرات الأخرى، حيث يكون من السهل إيجاد علاقة بين التغير في سعر السهم وأي متغير آخر، على سبيل المثال إيجاد علاقة بين المناخ وأسعار الأسهم، أو بين موجات المحيط العاتية وأسعار الأسهم، أو بين عدد الطيور في السماء وأسعار الأسهم، وعند تحليل هذه العلاقة إحصائيا يمكن أن نجد أن هناك علاقة معنوية بين هذه المتغيرات وأسعار الأسهم، ولكن إن حدث هذا فسوف يكون بفعل الصدفة، لأنه لا توجد علاقة منطقية بين هذه المتغيرات وأسعار الأسهم. من هنا تم اكتشاف علاقات منطقية بين التغير في عوائد الأسهم ومتغيرات أخرى يسعى العلماء إلى إيجاد تفسير لها منذ وقت طويل من خلال أبحاثهم، ومن بين هذه

الدراسات؛ دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم في الأسواق المالية، نحو دراسة (Fama [*] & Schwert 1977)، (Fama 1981)[**†]، (Friedman 1988)[***].

يعتبر الاستثمار في الأسهم أحد الأنشطة الرئيسية في مجال الاستثمار المالي لأي بلد يوجد به سوق مالي منظم يعمل في إطار من التشريعات والقواعد المنظمة للتعامل، وتعتبر الأردن من الدول النامية القليلة التي يوجد بها سوق مالي منظم ونشط نسبيا، وبالتالي يلقى إقبال العديد من المستثمرين الأردنيين ذوي الفوائض في السيولة المالية، ويعزى هذا الإقبال إلى سهولة دخول المستثمر في السوق، سواء بصفته بائعا أو مشتريا بدون عوائق، إضافة إلى الحماية المتوفرة للمستثمر من خلال مجموعة من التشريعات والقوانين، ومما يرفع من درجة إقبال المستثمرين على الاستثمار في بورصة عمان جهود إدارة البورصة في تحقيق عدالة الأسعار التي تمثل محصلة قوى العرض والطلب الخاصة بالمتعاملين، وتتميز أسعارها بالتقلبات الواسعة كما هو الحال في غيرها من الأسواق المالية المتطورة، إلا أننا لسنا بصدد تفسير التذبذبات اليومية في أسعار الأسهم والتي قد تكون عشوائية أو تتبع نظاما إحصائيا معينا، لكن ما يهمنا هو تحليل التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم والتي تعبر عن حركة عامة للسوق في اتجاه معين نتيجة لتغير التوقعات الخاصة بالوضع الاقتصادي العام.

من أجل تحقيق الهدف الرئيسي للدراسة والمتمثل في اختبار وجود علاقة بين عوائد الأسهم في بورصة عمان والمتغيرات الاقتصادية الرئيسية، وقياس أثر هذه المتغيرات على العائد إن وجدت العلاقة تمّ استخدام أساليب إحصائية حديثة تتوافق مع طبيعة العلاقة ما بين متغيرات الدراسة.

إشكالية الدراسة:

على الرغم من أهمية الاستثمار في الأسواق المالية ودورها في تفعيل التنمية الاقتصادية إلا أن الاستثمار في الأسهم ككثير من مجالات الاستثمار ينطوي على مخاطر عديدة تتمثل في انخفاض عوائدها مع صعوبة التنبؤ بأسعارها في المستقبل.

فقد حدثت في السنوات الأخيرة تذبذبات كبيرة في أسعار الأسهم في مختلف الأسواق المالية ويعود ذلك إلى عوامل عديدة داخلية وخارجية أدت إلى ارتفاع عوائد الأسهم ودفعت الأفراد لشرائها، وعند انخفاضها تخلّص المستثمرون منها، مما أدى إلى انخفاض عوائدها، وبالتالي هناك عدد من العوامل

[*] Eagen F. Fama & G William Schwert," Asset return and inflation",Journal of financial Economics, 5, 1977.
[**†] Eagen F. Fama, "stock returns, Real Activity, Inflation and Money", The American Economic Review, 71(4), 1981.
[***] Milton Friedman, "Money and the Stock Market", Journal of Political Economy, Vol. 96, No.2, 1988.

والمحددات التي تحكم حركة عوائد أسهم الشركات، وتؤدي إلى تقلبات وتذبذبات يومية في عوائد الأسهم نتيجة التغيرات في الأوضاع الاقتصادية العامة، أو المرتبطة بالتغيرات والتطورات السياسية والمحلية والعربية والعالمية.

ونظرا للدور الذي تلعبه المتغيرات الاقتصادية بصفة خاصة في تقلبات أسواق الأسهم في دول العالم، حاولت هذه الدراسة معالجة الإشكالية المتعلقة بقياس وتحليل أثر بعض المتغيرات الاقتصادية المهمة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في إحدى أهم البورصات العربية وهي بورصة عمان التي تمتاز أسعار وعوائد أسهمها بتقلبات واسعة، وذلك خلال الفترة (2000-2016)، من خلال الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

كيف تؤثر المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة في حركة عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة 2000-2016؟ وأي هذه المتغيرات أكثر تأثيرا على عوائد الأسهم في هذه البورصة؟.

وللإجابة على السؤال الرئيسي أعلاه يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية التالية:

1- ما هي أهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم في السوق المالي؟
2- ما هي إسهامات الباحثين وأدب الفكر الاقتصادي حول العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم؟
3- هل يمكننا بناء نموذج يعكس العلاقة التوازنية طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في بورصة عمان؟، وما هي طبيعة هذه العلاقة إن وجدت؟
4- هل للتغيرات الحاصلة في المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في: التضخم، سعر الفائدة، العرض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين، أثر على عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 2000-2016؟

فرضيات الدراسة:

في هذا الإطار يمكن صياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي:

- هناك عوامل خارجية تشمل العوامل السياسية، الاقتصادية، الدينية والموسمية، وعوامل داخلية تتعلق بالبيئة الداخلية للشركة تؤثر على عوائد الأسهم في السوق المالي.

- هناك العديد من النظريات الاقتصادية والمدارس والاتجاهات الفكرية التي تناولت مختلف المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على عوائد الأسهم.

– يمكن بناء نموذج يعكس العلاقة التوازنية الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم؟

– يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتضخم على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

– يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسعر إعادة الخصم على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

– يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعرض النقدي بالمعنى الواسع على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

– يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للناتج المحلي الإجمالي على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

– يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرقم القياسي للإنتاج الصناعي على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

– يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحويلات العاملين على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيار موضوع البحث فيما يلي:

– اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.

– قلة البحوث المقدمة في الموضوع على مستوى المكتبات الجزائرية نتيجة لحداثته.

– إمكانية معالجة الموضوع بأدوات التحليل الإحصائية والقياسية، وبالتالي الوصول إلى نتائج أكثر دقة.

– اندراج هذا الموضوع ضمن مجال التخصص وهو مالية وبنوك.

منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

تتبنى الدراسة العديد من المناهج البحثية منها، المنهج التاريخي والمنهج الاستنباطي من أجل دراسة واستخلاص إسهامات الدراسات السابقة المتصلة بموضوع الدراسة والوقوف على النتائج التي

توصلت إليها وكيفية الاستفادة منها في التغلب على إشكالية الدراسة، والمنهج التحليلي الذي سيستخدم لدراسة سلوك المتغيرات الاقتصادية موضوع الدراسة ومؤشرات أداء بورصة عمان للتعرف على اتجاهاتها وأسباب تغيرها أثناء فترة الدراسة وتحليل أبعاد هذه التغيرات، ومن ثم استخدام أسلوب دراسة الحالة، من خلال الدراسة التطبيقية وهو الأسلوب الذي يستند على حقيقة وجود ارتباط بين الإطار النظري للبحث وبين الواقع التطبيقي له، وفي هذا الإطار سنعتمد على المنهج الإحصائي الوصفي والمنهج الإحصائي القياسي الذي يستخدم لاختبار وجود علاقة توازنية طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية موضوع الدراسة وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان وقياس الأثر الذي تخلفه هذه المتغيرات عوائد أسهم بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

أما عن الأدوات المستخدمة فقد تم الاعتماد على:

– المسح المكتبي: حيث تعبر البيانات الثانوية عن الشق النظري من البحث، وقد تم تحصيلها عن طريق الكتب والدوريات والمنشورات المرتبطة بالموضوع قيد الدراسة، وكنتيجة لذلك تم ضبط إجراءات الدراسة التطبيقية.

– برامج واختبارات إحصائية وقياسية:

– اختبار جذر الوحدة (Unit Root) لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية، وذلك باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) .

– اختبار التكامل المشترك (cointegration Test) وذلك باستخدام منهجية أنجل وجرنجر.

– نموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model).

– برنامج Eviews8، وبرنامج Excel.

أهمية الدراسة:

تعتبر أوضاع بورصة الأسهم مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في البلاد، ويعتبر استقرار هذه السوق مقياسا لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، كما تَبيّن من تجارب العديد من البلدان أن تدهور أسعار الأسهم في السوق المالي يسبقه في الغالب الركود الاقتصادي، مما دفع البعض للقول بأن اتجاهات الوضع الاقتصادي العام من المؤشرات الاقتصادية المهمة لمعرفة وضعية سوق الأسهم، وعليه فإن محاولة فهم وقياس أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم تعتبر قضية مهمة يتصدى لها

البحث العلمي لغرض التوصل إلى النماذج الواقعية التي تحكم التأثيرات المتبادلة بين وضعية السوق المالي والأداء الاقتصادي العام في البلاد، وبناء على هذا جاءت هذه الدراسة.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى:

– قياس مدى تأثر عوائد أسهم بوصة عمان ببعض المتغيرات الاقتصادية.

– ابراز دور هذه المتغيرات الاقتصادية في تحسين عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان من خلال قياس واختبار العلاقة التوازنية طويلة وقصيرة الأجل بواسطة اختبارات إحصائية وقياسية متطورة.

– الخروج بنتائج قد تفيد متخذي القرار على المستوى العام والخاص في الأردن، وحتى في دول أخرى.

– زيادة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين والمستثمرين في بورصة عمان من خلال تزويدهم بالمعلومات الضرورية حول الأثر الذي من الممكن أن تخلفه التغيرات الحاصلة في المتغيرات الاقتصادية الكلية في عوائد الأسهم ونوع العلاقة التي تربط الأسهم بهذه المتغيرات.

حدود الدراسة:

الحدود المكانية: تحقيقا لأغراض الدراسة تم اختيار بورصة عمان لتمثيل أسواق الأسهم في البلدان العربية كون الأردن من الدول العربية القليلة التي يوجد بها سوق مالي منظم ونشط نسبيا مقارنة بباقي الأسواق المالية العربية.

الحدود الزمانية: غطت الدراسة الفترة الزمنية ما بين جانفي2000 إلى ديسمبر2016م، حيث شهدت هذه الفترة وقوع الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالعالم منذ الربع الأخير من سنة 2008، كما عرفت بورصة عمان حركة تصحيحية خلال هذه الفترة تمّ من خلالها إدراج أسهم حوالي 25 شركة جديدة عام 2006 لتصل إلى 277 شركة مدرجة سنة 2010.

هيكل الدراسة:

تمت مناقشة اشكالية البحث وإثبات أو نفي فرضيات الدراسة في إطار هيكلة تتكون من أربعة فصول وذلك بإتباع طريقة (IMRAD)، حيث يحتوي الفصل الأول على الإطار النظري والمفاهيمي للأسهم وعوائدها، الفصل الثاني يستعرض الأدبيات التطبيقية – الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع

بالإضافة إلى تقييمها–، بينما يتناول الفصل الثالث متغيرات وأدوات الدراسة التطبيقية، أما الفصل الرابع سنقوم من خلاله بتحليل البيانات ومناقشة النتائج، هذا بالإضافة إلى الخاتمة والاقتراحات.

صعوبات الدراسة:

من أهم الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذه الدراسة:

– عدم توفر جميع المعطيات والبيانات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الأردني والمعنية بالبحث خلال كامل فترة الدراسة، على مستوى المواقع الإلكترونية.

– صعوبة حساب عوائد أسهم كل شركة وكل قطاع على حدا بسبب إعادة تصنيف القطاعات في بورصة عمان، مع إضافة قطاعات فرعية جديدة وإعادة تصنيف بعض الشركات، فالملاحظ أن هناك شركات كانت مصنفة ضمن قطاع البنوك في سنوات سابقة وأصبحت تصنف ضمن قطاع الخدمات، وكذلك الحال بالنسبة للشركات التي كانت تقع ضمن خانة قطاع الخدمات وأُعيد تصنيفها لتُضم إلى قطاع الصناعة.

القسم الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة

- الإطار النظري للأسهم وعوائدها والعوامل المؤثرة فيها
- عرض وتقييم الدراسات السابقة

الفصل الأول

الإطار النظري للأسهم وعوائدها والعوامل المؤثرة فيها

المبحث الأول: ماهية الأسهم

المبحث الثاني: عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم

تمهيد

يعتبر الاستثمار بالأسهم أحد أنواع الاستثمار في الأوراق المالية وأكثرها تداولا في سوق رأس المال، فهي جوهر سوق الأوراق المالية وأداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، تثبت حق المساهمين في هذه الأخيرة، وقد تبلورت مفاهيم الأسهم الأساسية نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية، إلا أن الاستثمار في الأسهم ككثير من مجالات الاستثمار، ينطوي على مخاطر عديدة تتمثل في انخفاض عوائدها مع صعوبة التنبؤ بأسعارها، فأسعار الأسهم يمكن أن تتغير أو تتذبذب بشكل كبير في أية لحظة، وهذا التغير إما أن يؤدي إلى ارتفاع العوائد المحصلة أو خسائر يتكبدها المستثمر، وقد يوحي الاتجاه المتصاعد في أسعار الأسهم بشكل عام بتوقعات متفائلة لازدهار السوق في المستقبل، وبالتالي توقعات بعوائد أفضل، كما أن التراجع من ناحية أخرى قد ينذر في الغالب بالعكس وربما يشير إلى التراجع في الاستثمار.

هناك العديد من العوامل التي يمكن أن تسهم في زيادة عوائد الأسهم أو انخفاضها، حيث تتأثر الأسهم بعوامل متعددة منها المناخ الاستثماري والاستقرار السياسي، والسياسات الاقتصادية الكلية (من خلال متغيراتها المتمثلة في التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، كمية النقود، السياسة الائتمانية، الإنفاق الحكومي، الضرائب، طرق تمويل عجز الميزانية الحكومية) وعوامل أخرى مالية وغير مالية مرتبط بالشركة.

بهذا فإن الحديث عن الأسهم بوصفها إحدى الأوراق المالية المهمة والأكثر تداولا في بورصات الأوراق المالية ومكونا لرأس المال في الشركات المساهمة التي تصدرها، يقتضي التعريف بها وبيان الطبيعة القانونية للحق فيها، والتطرق إلى خصائص وأنواع الأسهم والقيود التي ترد على تداولها في بورصات الأوراق المالية، مع ذكر طرق تحليلها وتقييمها والمخاطر التي تتعرض لها والعوامل المؤثرة فيها، وبهذا قسَمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث؛ خُصَ الأول للتعرف على الأسهم بنوعيها (العادية والممتازة)، والثاني لمعرفة أنواع العوائد والمخاطر التي تتعرض لها الأسهم مع طرق قياس كل منها، أما المبحث الثالث فقد خص لذكر مختلف العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم.

المبحث الأول: ماهية الأسهم

تعتبر الأسهم وسيلة لتمويل الشركات المساهمة، حيث تمثل بالنسبة للمستثمرين رأس المال المكتتب به كما يعد كل مشتري لها أحد ملاك الشركة بقدر ما يمتلكه من أسهم فيها، وهناك أسهم عادية وأخرى ممتازة، رغم أن وجود هذه الأخيرة بدأ يتلاشى مع مرور الزمن وغالبية الأسهم في الأسواق المالية هي أسهم عادية، وسنتطرق من خلال هذا المبحث إلى ماهية كل أداة من الأدوات المذكورة وتقييم كل منها من خلال ثلاثة مطالب.

المطلب الأول: الأسهم العادية

تعد الأسهم العادية إحدى أهم أدوات تمويل رأس المال في الشركات المساهمة، ومن أكثر أدوات الملكية شيوعا بين عموم المستثمرين مهما اختلفت إمكانياتهم المادية وثقافتهم الاستثمارية.

أولا: مفهوم السهم العادي، وحقوق حملته

يعرف السهم في اللغة بمعان عدة منها أنه: النصيب والحظ[1].

أما اصطلاحا فقد عرف في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات مختلفة ومتقاربة، كما قدم الفقه له عدة تعريفات منها: "حصة المساهم في شركة الأموال، ويقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص، كما يقصد بالسهم أيضا الصك الذي تصدره الشركة ويمثل حصة المساهم فيها"[2].

ويعد صاحب السهم شريكا في الشركة، أي مالكا لجزء من أموالها بنسبة عدد أسهمه إلى مجموع أسهم الشركة، ويستطيع مالك السهم أن يبيعه متى شاء.[3]

أما **السهم العادي** يعرف على أنه: "حصة في ملكية الوحدة الاقتصادية تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسوية الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في إدارة الشركة"[4] .

---

[1] الدرر السنية، الموسوعة الفقهية، متوفرة على الموقع الإلكتروني: http://www.dorar.net.

[2] عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة"، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2009، ص:66.

[3] محمد السيد الطبطباني، "الاحتفاظ بالأسهم المحرمة إلى حين ارتفاع سعرها"، الندوة الثامن عشرة لقضايا الزكاة المعاصرة، الكويت، دون سنة النشر، ص:04.

[4] سليم كرار وآخرون، "قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية –دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية–"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد التاسع، رقم 29، العراق، ص:192.

كما يعرف بأنه: "حق ملكية يضمن لحامله حق التصويت والمناقشة على القرارات والترشح لعضوية مجلس الإدارة وله الحق في الأرباح التي تحققها الشركة التي يحمل أسهمها"[1].

وبالتالي يمكن القول أن الأسهم العادية أداء ملكية لها قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، أو الخاص قابلة للتداول في الأسواق الثانوية، كما لا يترتب عند إصدارها أي التزام على الشركة تجاه المستثمرين فيها سواء من حيث استحقاق قيمتها أو قيمة وتاريخ توزيع الأرباح.

✓ **حقوق حملة الأسهم:**

يتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق الموضحة في القانون الأساسي للشركة أهمها:[2]

- الحق في الحصول على المعلومات؛
- الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر؛
- الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح إذا قررت الجمعية العامة توزيعها ؛
- مسؤولية حامل السهم محدودة بحصته في رأس المال، وله حق التصويت في الجمعية العامة واختيار أعضاء مجلس الإدارة ؛
- الحق في جزء من صافي الأصول عند التصفية؛
- له أولوية شراء الإصدارات الجديدة من أسهم الشركة.

ثانيا: مميزات السهم العادي

1- خصائص السهم العادي:

يتميز السهم العادي بالخصائص التالية:[3]

- **يمثل السهم حق ملكية وليس له تاريخ استحقاق:** حيث لا يمكن أن يكون حق مديونية لأنه يتعارض مع مبدأ الاستمرارية، فهو يمثل حق ملكية حقيقية تتمثل أساسا في ملكية المساهم لأصول المنشأة حسب حجم الأسهم ونصيبه في الأرباح وتحمله التزامات هذه المنشأة اتجاه الغير، وهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة.

---

[1] زياد فراس الذنيبات، "كيف تتاجر في الأسهم؟ تجربة حياة"، دار كنوز المعرفة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص:158.

[2] منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الاستثمار-"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 10.

[3] محفوظ جبار، "سلسلة التعريف بالبورصة- الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية-"، الجزء الثاني، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، ص:09

- محروس حسن، "الأسواق المالية والاستثمارات المالية"، 1994، ص ص: 13-14.

- **عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة(statut):** وعادة ما تصدر الشركات عددا من الأسهم العادية أقل من ذلك العدد المحدد في القانون الأساسي حتى تترك مجالا للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور، ومقابلة بعض الاختيارات والأوراق القابلة للتبديل...إلخ.
- **للسهم العادي عدة قيم:** منها القيمة الاسمية، القيمة الدفترية والقيمة السوقية والتي سيتم الحديث عنها بنوع من التفصيل لاحقا.
- **تتميز عوائد الأسهم العادية بعدم الثبات:** فهي متغيرة من سنة إلى أخرى حسب حالة المؤسسة وظروفها الاقتصادية، حيث يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كما أن توزيعها يكون بعد توزيع عوائد الأوراق المالية الأخرى.
- تعتبر الأسهم العادية مقارنة بالسندات أسهل من حيث الوصف وأصعب من حيث التحليل، كما أن الأسهم العادية تعتبر غير محدودة العمر والأرباح عكس السندات التي يكون لها في أغلب الأحيان فترة استحقاق محدودة).
- **تعتبر المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية مرتفعة مقارنة بالسندات:** على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أية توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى.

2- ايجابيات وسلبيات إصدار الأسهم العادية:

تتمتع الأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة بالإيجابيات التالية:[1]

- تعتبر مصدرا دائما للتمويل حتى ولو تم بيعها لأنها تنتقل من شخص إلى آخر دون التأثير على الأصول المادية المقابلة لها لدى الشركة المصدرة ؛
- لا تكون الشركة المصدرة لهذا النوع من الأسهم ملزمة قانونا بتوزيع الأرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع.

أما سلبياتها على الشركة المصدرة يمكن حصرها في:[2]

- ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها ومنه ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة ؛
- بموجبها يتم دخول مساهمين جدد مما يحدث تشتت في أصوات الجمعية العامة ؛

[1] فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية –الأسس النظرية والعملية–"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص: 81.

[2] المرجع نفسه، ص: 81.

- عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة ؛
- كما أن التوسع في إصدار الأسهم دون مبرر يؤدي إلى توسيع قاعدة المساهمين وتحمل تكلفة تمويلية وتسويقية جديدة.

ثالثا: تصنيف الأسهم العادية وقيمها المختلفة

عمليا هناك أنواع مختلفة من الأسهم العادية، التي يستوجب التفريق بينها بهدف إرشاد المستثمر لاختيار الأوراق المالية المناسبة المكونة لمحفظته المالية، حيث يتم التفريق بين الأسهم المختلفة حسب طبيعتها وحسب القطاع الذي تنتمي إليه، إضافة إلى أن التطور التاريخي والقانوني والاقتصادي سمح للأسهم العادية أخذ العديد من القيم.

1- أنواع الأسهم العادية: لكل سهم من الأسهم العادية خصوصية معينة من وجهة النظر الاستثمارية ما يجعلها تأخذ عدة أشكال، ومن هذه الأسهم ما يلي:[1]

- **أسهم قيادية:** تسمى أيضا بأسهم الأمان والاستقرار وهي الأسهم الخاصة بالشركات القوية التي تملك أصول ثابتة، تكون قيمها السوقية عالية وتحقق أرباح مجدية وهي التي تحدد مسار المؤشر العام للسوق، يناسب هذا النوع من الأسهم المستثمر المحافظ الذي يبحث عن الأمان والاستقرار لاستثماراته ولا يتقبل درجة عالية من المخاطر.
- **أسهم دفاعية:** خاصة بالشركات التي لا تتأثر بشكل مباشر بالركود الاقتصادي وتنتج سلع وخدمات مهمة وضرورية لا يمكن الاستغناء عنها كشركات تسويق النفط، وشركات الأدوية، والمواد الاستهلاكية.
- **أسهم نمو:** هي أسهم شركات قابلة للنمو والتوسع بمعدل يفوق النمو الاقتصادي بشكل عام وبمعدل يفوق نمو الصناعة التي تنتمي إليها، إلا أن هذه الأسهم تتصف بالتقلب الكبير فإذا انخفضت كان انخفاضها حادا، أما إذا ارتفعت سبقت أكثر الأسهم ارتفاعا، وبهذا تعوض المستثمر في بعض الأحيان أكثر بكثير مما فاته من توزيع الأرباح.
- **أسهم مضاربة:** هي أسهم تتقلب قيمتها بشدة، يلجأ إليها المضارب لاقتناص الفرص عند تغير الأسعار بشكل كبير خلال فترات قصيرة لتحقيق أرباح سريعة ويتصف هذا النوع من الاستثمار بالمخاطر العالية.

[1] سهيل مقابلة، "كيف تستثمر بسوق الأسهم؟حالة سلطة عمان"، المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، عمان، 2013، ص:75.

2- **قيم الأسهم:** يمثل السهم العادي مستند ملكية يتخذ خمسة قيم له؛ قيمة اسمية، قيمة سوقية، قيمة دفترية، القيمة عند التصفية، وقيمة السهم حسب عائده، سنلخصها كما يلي:

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي سجَل بها السهم، وعادة ما تكون محددة بموجب القانون وجملة القيمة الاسمية تمثل رأس مال الشركة الذي يظهر بالميزانية العامة.
- **القيمة السوقية:** هي قيمة السهم التي يباع بها في البورصة، قد تكون أكبر من القيمة الاسمية أو تكون أقل منها وذلك حسب نقطة توازن العرض مع الطلب في بورصة الأوراق المالية[1]، تتأثر هذه القيمة بالكثير من العوامل منها: القيمة الدفترية، توزيعات الأرباح، الطلب والعرض في السوق المالي على الأسهم، حالة الشركة ووضعها المالي، الأوضاع الاقتصادية والسياسية.
- **القيمة الدفترية:** هي نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال بالإضافة إلى الاحتياطيات والأرباح المحتجزة.[2]
- **القيمة عند التصفية:** هي قيمة السهم التي يتحصل عليها المساهم عند تصفية الشركة وبيعها وتسمى بالقيمة الحقيقية للسهم، تحسب بطرح الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة من القيمة السوقية للأصول مقسومة على عدد الأسهم العادية.
- **قيمة السهم حسب عائده:** هي القيمة التي يضحي بها المستثمر مقابل حيازته للسهم، وتحسب بقسمة حاصل ضرب القيمة الاسمية للسهم في نسبة التوزيع على معدل العائد المتوقع على الاستثمار.[3]

المطلب الثاني: الأسهم الممتازة

إضافة للأسهم العادية هناك أنواع أخرى من أدوات الملكية الأكثر استعمالا وشيوعا هي الأسهم الممتازة التي تتمتع بخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية، وسنحاول التعرف على هذا النوع من الأسهم من خلال هذا المطلب.

[1] محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية –موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها–"، دار الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2000، ص:48.

[2] نسرين عبد الحميد نبيه، "البورصة (ماهيتها–تاريخها– مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص:95.

[3] جميل سالم الزيدانين، "أساسيات في الجهاز المالي المنظور العملي"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1999، ص ص: 219–220.

أولا: مفهوم الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة أداة من أدوات الاستثمار والتمويل، وهي أوراق مالية تدر توزيعات ثابتة وتمثل أيضا، مثل الأسهم العادية، حقوق ملكية في أية شركة، كما تعتبر الأسهم الممتازة أوراق مالية مهجنة من حيث تمتعها بصفات تشبه كل من الدين وحقوق الملكية.

1- تعريف الأسهم الممتازة

تعد الأسهم الممتازة أوراق مالية هجينة تجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات[1]، وتعرف بأنها[2]: "وثيقة تحمل قيم اسمية تصدرها المنشأة، يحق لحاملها – بما يعادل أسهمه– ملكية جزء من المشروع، أي هي صك ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية، ويمتاز بأنه يتمتع بدخل ثابت".

وعليه فالأسهم الممتازة عبارة عن شهادة ملكية في الشركة من منظور قانوني وليس عبارة عن أداة مديونية بالرغم من تشابه السهم الممتاز في بعض السمات مع السند، وإن كانت الملكية هنا تختلف عن الملكية الناشئة عن الأسهم العادية كون أن حامل السهم الممتاز يتمتع ببعض الحقوق التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي كإمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى.

ويرجع سبب إصدار الأسهم الممتازة من قبل الشركات إلى عدم إقبال الجمهور على الاكتتاب في الأسهم الجديدة المصدرة من جهة وإلى الرغبة في الاحتفاظ بحملة الأسهم القديمة بإعطائهم امتيازات على ما بذلوه من جهود إزاء الشركة من جهة أخرى[3].

2- الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في كونها سند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية، وكذا من ناحية المعاملة الضريبية، ومن الفروق الأساسية للأسهم الممتازة عن الأسهم العادية ما يلي:[4]

- لحملة الأسهم الممتازة أولوية الحصول على أرباح ثابتة والأرباح المتراكمة على حملة الأسهم العادية، وكذا أولوية الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية الشركة ؛

[1] Australian Securities Exchange, "Preference shares", Version 3, March 2013, p03.

[2] حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية"، اليازوري، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص: 83.

[3] شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي –دراسة تحليلية نقدية–"، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، سورية، 2002، ص:93.

[4] Office for National Statistics, "Investment by Insurance Companies, Pension Funds and Trusts" Information note, Glossary of Terms 2014, p:11.

- لحامل السهم العادي حد أقصى من العائد الذي يمكن أن يحصل عليه، والذي يحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية ؛
- عادة لا يكون لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت على عكس حملة الأسهم العادية ؛
- ليس لصاحب السهم الممتاز نصيب من الأرباح المحجوزة ؛
- تتميز الأسهم الممتازة أيضا بإمكانية الاستدعاء والتسديد رغم أنها تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق، فلها استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك.

الجدول رقم(1-1): أوجه الاختلاف بين السهم العادي والممتاز

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية بحتة
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية للسهم	يكون حسب قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن تراكم الأرباح	لا يمكن تراكم الأرباح
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحاملها المشاركة في الإدارة إلا إذا نص القانون على خلاف ذلك	لحاملها حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق نشطة تتصف بالعمق والاتساع
القيمة الاسمية	تصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	تصدر بقيمة واحدة وفقا لقانون الشركات

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:180.

ثانيا: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة

تحقق الأسهم الممتازة لأصحابها وللشركات المصدرة لها بعض المزايا، كما لا تخلو من العيوب.

1- مزايا الأسهم الممتازة: تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها:[1]

- الحق في توزيعات الأرباح في كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحا، مع الحق التراكمي فيها أيضا.
- تحدد التوزيعات بمقدار معين ؛
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل عويصة ؛
- يساهم إصدار المزيد من الأسهم الممتازة في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة مما يساعد في زيادة قدرة الاقتراض المستقبلية للشركة ؛
- من حق الشركة استدعاء الأسهم التي أصدرتها بمعنى إعادة شرائها مقابل أن يحصل حاملها على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية، مما يمكن الشركة من الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق وذلك بإحلال تلك الأسهم بسندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

2- عيوب الأسهم الممتازة:[2]

- ارتفاع تكلفتها نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي على عكس الفوائد؛
- يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أكبر من المقرضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى.

ثالثا: أنواع الأسهم الممتازة

تقسم الأسهم الممتازة حسب المزايا التي تحققها للمستثمر لغرض تحفيزه لشرائها أو للشركة المصدرة إلى الأنواع التالية:[3]

[1] منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009، ص:27.

[2] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص:283.

[3] السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص:149.

- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** لا يكون لأصحاب الأسهم الممتازة الحق في المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، وحسب هذا النوع يحق لحملتها الحصول على الأرباح المحققة في السنوات الماضية والتي لم تقرر الشركة توزيعها في تلك السنوات في السنة التي تقرر فيها توزيع هذه الأرباح، وبالتالي لا يفقد حملتها حقهم في أرباح السنوات السابقة.
- **الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح:** عكس النوع السابق يفقد حملة هذا النوع من الأسهم الحق في المشاركة في أرباح السنوات الماضية، ولا يحصلون بذلك إلا على أرباح السنة التي تقرر فيها توزيعها.
- **الأسهم الممتازة المشاركة:** ضمن هذا النوع يأخذ حاملو هذه الأسهم إلى جانب نصيبهم في الأرباح نصيبا ثانيا من الأرباح بعد توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم العادية.
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** وهي الأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية في بعض الشركات المزدهرة التي تكون فيها الأسهم العادية أحسن من الأسهم الممتازة، وذلك طبعا في حالة ما إذا نص صراحة قانون الشركة على ذلك.
- **الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح:** ضمن هذا النوع تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح أو العائد، حتى في حالة ما إذا كانت الشركة لم تحقق أرباحا، حيث يكون محددا مسبقا بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.

وهناك من يضيف نوعا آخر، هو[1]:

- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم برد الأسهم للشركة بسعر محدد وعلى مدار الفترة الزمنية المحددة من تاريخ الإصدار، وبالتالي تستطيع الشركة المصدرة السيطرة والتخفيض بما يسمى بالرفع المالي.

المطلب الثالث: تقييم وتحليل الأسهم

تخضع الأسهم المتوقع شراؤها في السوق المالي للتقييم عند إقرار مدى صلاحيتها للاستثمار حيث تعتبر عملية تقييم الأسهم الخطوة الأولى للاستثمار الناجح، وقد اقتصرت دراسات التقييم على الأسهم العادية ذلك لغموض وعدم استقرار هذا النوع من الاستثمارات فتقييم الأسهم العادية أعقد وأصعب بكثير

[1] وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص:125.

من الأوراق المالية الأخرى، وهناك طريقتين في الاقتصاد لتحليل وتقييم الأسهم في البورصة لكل منهما خصائصه واستخداماته هما التحليل الأساسي والتحليل الفني.

أولا: التحليل الأساسي

يطلق على أنصار هذا الأسلوب الأساسيون، فهم يقومون بفحص العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على الشركة كمحاولة التنبؤ بالعوائد المستقبلية، الأرباح التي ستتوزع، المخاطر المصاحبة للاستثمار...إلخ، وعليه فهم يقومون بتقدير القيمة العادلة للورقة المالية.[1]

1- تعريف التحليل الأساسي:

يسلك المستثمر مجموعة خطوات للوصول إلى تقييم الأسهم التي يود الاستثمار فيها، فيبدأ بتحديد هذه الأسهم ومعرفة أسعارها في السوق المالي ودراسة القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بالقيمة السوقية، وعندما يكون سعر السهم أعلى من قيمته الحقيقية يحقق المستثمر عوائد غير عادية أما إذا ما تحقق العكس يتخذ المستثمر مباشرة قرار الشراء، وتبدأ الخطوة الأولى لعملية التقييم بالتحليل الأساسي.

وبهذا يعرف التحليل الأساسي بأنه[2]: "أسلوب من أساليب البحث العلمي الذي يقوم على تحليل المعلومات والبيانات المالية الأساسية للشركة بهدف التنبؤ بأرباحها، وقوتها الصناعية، ومنه إمكانية تقييم سعر السهم في السوق". حيث يتم هذا بعد دراسة وتحليل الظروف المحيطة بالشركة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، أو ظروف الشركة ذاتها، حيث يتطلب هذا التحليل تطوير وتنمية المؤهلات للقيام بذلك.[3]

2- مراحل التحليل الأساسي:

وعليه يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل أساسية هي:[4]

1- فهم البيئة والتطورات الاقتصادية الكلية، وهو ما يسمى بالتحليل الاقتصادي.

2- تحليل آفاق الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، أي تحليل الصناعة.

3- تقييم الأداء المتوقع للشركة، بمعنى تحليل الشركة.

---

[1] سليمة حشايشي، "التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص:08.

[2] Michael c.Thomsett, "Mastering fundamental analysis", Dearborn financial publishing,Inc, United states of America, 1998, p:02.

[3] منير إبراهيم هندي، " مستقبل أسواق رأس المال العربية – مخاطر ومحاذير-"، المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995، ص:74.

[4] Suresh A.S, " A Study on Fundamental and technical analysis", International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 5, India, May 2013, p:45.

يمكن تلخيص هذه المراحل من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم(1- 2): مراحل التحليل الأساسي

المرحلة	طبيعة التحليل	غرضه	الأدوات والتقنيات
الأولى	التحليل الاقتصادي الكلي	التعرف على الوضع الاقتصادي العام للدولة دوليا ومحليا وتوجهات الحكومة وأولوياتها	المؤشرات العامة: الناتج الكلي المحلي، مستوى التوظيف، التضخم، معدل الفائدة، عجز الموازنة، الدورات التجارية
الثانية	التحليل الاقتصادي القطاعي	تقدير مدى وعمق أثر الظروف والأحداث الاقتصادية العامة على مختلف الصناعات	تحليل دورة حياة الشركة، ونوع رأس المال المعتمد(بشري، مالي)، ومدى تنافسية الشركات فيما بينها
الثالثة	تحليل الشركة	تقييم المراكز والأوضاع المالية وغير المالية للشركات لاتخاذ قرارات شراء وبيع الأسهم	تحليل حجم القروض الممنوحة، المبيعات، إنتاجية العمل، الربحية، عائد السهم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- منير إبراهيم هندي،، " مستقبل أسواق رأس المال العربية – مخاطر ومحاذير-".

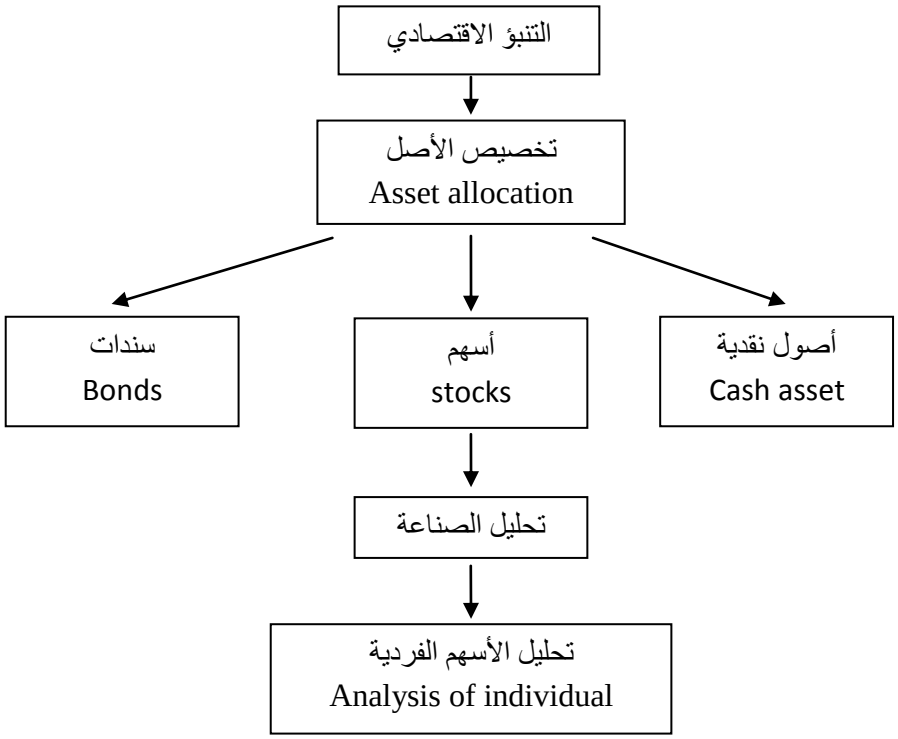
- Suresh A.S, " A Study on Fundamental and technical analysis "

3- طرق إجراء التحليل الأساسي: يوجد أسلوبان متعارف عليهما لدى المحللين في تتبع خط التحليل الأساسي هما:[1]

3-1- طريقة أو أسلوب التحليل من أعلى إلى أسفل وتسمى أحيانا التحليل الكلي فالجزئي، حيث تقوم على تحليل الوضع الاقتصادي الكلي للدولة ثم يليه تحليل القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة محل التقييم ثم تحليل الشركة نفسها. والشكل التالي يوضح لنا ميكانيزم عمل التحليل الأساسي من أعلى إلى أسفل.

[1] هواري سويسي، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد الخامس، الجزائر -ورقلة-، 2007، ص:109.

الشكل رقم(1-1): التحليل الأساسي المستند على التحليل من أعلى إلى أسفل



المصدر: عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية – أسهم–سندات–وثائق الاستثمار–الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص:254.

حيث يتضمن التحليل من أعلى إلى أسفل التطرق للنمو الاقتصادي المتوقع من خلال التوصل إلى إجمالي الناتج المحلي (قيمة الناتج الكلي من السلع والخدمات) ومقارنته بالقيمة المناظرة للسنة السابقة، بعد الأخذ في الحسبان المؤشرات المؤثرة على الحالة الاقتصادية، تستخدم مثل هذه التنبؤات كأساس للتوصل إلى مبيعات وأرباح مختلف الشركات داخل الصناعة المعنية، بهذا يساعد تحليل الصناعة وفقا لهذا المدخل في الكشف عن الصناعات وكذا الشركات الأكثر استفادة من الظروف والأحداث الاقتصادية.[1]

3-2- أسلوب التحليل من أسفل إلى أعلى يعمل بعكس اتجاه الأسلوب السابق، ويسمى أيضا بالتحليل الجزئي فالكلي، حيث يقوم على تحليل الشركة ثم القطاع ثم البيئة الاقتصادية.

ثانيا: التحليل الفني

على عكس الأساسيين فإن الفنيين يحاولون التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال السلاسل الزمنية للبيانات الماضية للأسعار، إذ تمثل الفكرة الأساسية لجميع نظريات التحليل الفني إلى أن التاريخ يعيد

[1] عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية – أسهم–سندات–وثائق الاستثمار–الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص ص:253-255.

نفسه على الرغم من أن احتمال فشل هذه المقولة أكبر من احتمال نجاحها، وسنتعرف على هذا النوع من التحليل حسب ما سيرد أسفله.

1-مفهوم التحليل الفني واستخداماته:

يعتبر التحليل الفني المدخل الآخر للمفاضلة بين الأوراق المالية كما يعتبر من أقدم المداخل التي يستخدمها المستثمرون في البورصات، ويرجع أساسه في العصر الحديث إلى نظرية داو التي تعد اللبنة الأولى التي و ضعت في صرح التحليل الفني حيث اشتقت منها النظريات و المناهج التحليلية الأخرى، قام بتطويرها العالم تشارلز داو(Charles Dow) حوالي عام 1900، وأصبحت من أفضل النظريات الفنية في الكشف عن تحركات الأسعار المستقبلية، ويعرف التحليل الفني رسميا على أنه:" فن وعلم يعمل على تحليل البيانات الماضية للأسعار لتحديد تحركاتها في المستقبل".[1]

ويعتقد المختصون الذين يميلون إلى هذا النوع من التحليل أن حركة الأسعار في الماضي وكذا حجم التعاملات المالية مؤشر لحركة الأسعار في المستقبل وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات التاريخية المتاحة عن السوق بصفة عامة وأسعار الأسهم بصفة خاصة بغرض التنبؤ بأسعارها في المستقبل.

يمكن تطبيق التحليل الفني سواء على المستوى الكلي(على مستوى سوق الأسهم ككل أو متوسطات الصناعة)، أو على مستوى السهم الفردي لذا يستخدم التحليل الفني الأشكال والرسوم والخرائط[2]، ولعل أسلوب تحليل الخرائط هو أكثر طرق التحليل شيوعا حيث يقوم المحلل الفني بإعداد خرائط لأسعار الأوراق المالية التي تعنيه، ولأقسام السوق الرئيسية، بالإضافة إلى خرائط إجمالية للسوق، وذلك للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتلك الأوراق.[3]

[1] Marilyn Mcdonald, "Forex Simplified: Behind The Scenes of currency Trading", Marketplace Books, Incorporated, United states, 2007, p:24.

[2] عبد الغفار حنفي، " بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 244.

[3] محمد صالح الحناوي وآخرون، " الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص:129.

وعلى هذا يعرف التحليل الفني بأنه: " علم دراسة السوق، وهو علم رصد وتسجيل –عادة في شكل رسم بياني– لجميع المعلومات الخاصة بالتداول (تاريخ التداول، السعر، حجم التداول،...الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل انطلاقا من البيانات التاريخية.[1]

كما يستند التحليل الفني إلى افتراضات عدة منها:[2]

- القيمة السوقية للأوراق المالية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
- العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي؛
- السوق أفضل متنبأ لنفسه؛
- التحرك من سعر توازني إلى آخر يستغرق بعض الوقت.

2– أدوات وأساليب التحليل الفني:

يستخدم المحللون الفنيون على غرار المحليين الأساسيين أدوات في تحديد توقيت شراء أو بيع سهم معين، على اختلاف نوع هذه الأدوات ومن بينها نذكر:

2–1– المؤشرات: هي عبارة عن معادلات رياضية تستخدم للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية للأسعار، من بين هذه المؤشرات:[3]

– **المتوسطات المتحركة:** تساعد في قياس مسار الاتجاهات الموجودة كما تساعد أيضا على تحديد متى سيتخذ المسار اتجاها آخر، وتعمل كحد لمستويات الدعم والمقاومة؛ أما فيما يخص المدة الزمنية المستخدمة لحساب المتوسطات الحسابية فإنه لا توجد فترة زمنية مثالية لحسابها، إذ يقرر المحلل الفني الفترة الملائمة بالنسبة للشركة التي يقوم بتحليلها ما بين (5 أيام إلى 200 يوم).

– **مؤشر القوة النسبية:** يقارن سعر الورقة المالية مع مؤشر العلامة الخاص بالسعر، حيث يعطي إشارات فعلية حقيقية للبيع والشراء في الأسواق المتغيرة كما يستخدم لتحديد نقاط توقف السعر ونقاط الهبوط، تتراوح قيمته ما بين (0–100) وتتأرجح حالات الفشل فوق (70) أو تحت (30) حيث يكون

[1] عبد المالك بضياف، عنتر بوتيارة، " استخدام نماذج السلاسل الزمنية (ARIMA) في التحليل الفني للأسواق المالية في ظل الاقتصاد المعلوماتي–دراسة حالة البنك الإسلامي الأردني في بورصة عمان–، الملتقى الوطني حول: عولمة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرص ورهانات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 29–30 أفريل 2012، ص: 04.

[2] عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص:27.

[3] ناهض خضر أبو الطيف، "أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص:48–49.

السوق قد وصل إلى ذروة الشراء إذا تعدى مؤشر القوة النسبية مستوى (70)، بينما يصل إلى ذروة البيع عند انخفاضه إلى ما دون مستوى (30).

– **الزخم:** يقيس معدل تغير سعر السهم (أي سرعة حركتها ونسب صعودها أو هبوطها) كلما زاد سعر السهم كلما زاد الزخم، وكلما كانت زيادة سعر السهم سريعة كلما كانت زيادة الزخم أكبر وبمجرد أن يتباطأ معدل تغير السعر يتباطأ الزخم، وعندما يبدأ سعر السهم في الثبات يبدأ سعر السهم في الانحناء للأسفل.

2-2- الرسومات البيانية: تعتبر الرسومات البيانية من الأدوات الرئيسية التي يستخدمها المحلل الفني من أجل التنبؤ بأسعار الأسهم، وهناك عدة أنواع من الرسومات البيانية مثل الخطوط، الأعمدة،...إلخ.[1] إذ تعطي صورة واحدة أو رسم بياني واحد الكثير من المعلومات لمستخدم هذا الرسم البياني نلخص أشهرها كما يلي:

– **الرسوم البيانية الخطية:** هي من أبسط أنواع الرسوم البيانية يمثل المحور الأفقي الزمن أو التاريخ أما المحور العمودي فيمثل أسعار الإغلاق، وبالتوصيل بين النقاط الممثلة لأسعار الإغلاق (اليومية، الأسبوعية، الشهرية،...) ينتج متجه خطي يمثل هذه الأسعار عبر فترة زمنية، ليعطي بذلك صورة عن اتجاه أسعار الإغلاق وبمجرد نظرة واحدة على هذا الرسم يتضح للمشاهد كيفية حركة سعر سهم الشركة خلال الفترة التي يغطيها الرسم.

– **رسوم الأعمدة:** أكثر وأشهر أنواع الرسوم البيانية استخداما في التحليل الفني يعطي معلومات أكبر عن الورقة المالية فهو يبين إلى جانب سعر الإغلاق للسهم أعلى وأدنى سعر سجله سعر السهم خلال فترة محددة كما أنه قد يبين سعر الافتتاح في حال توفر مثل هذا السعر في البورصة، تمثل قمة العمود في الرسم البياني أعلى سعر وصل إليه السهم خلال يوم التداول كما يمثل أسفل العمود أقل سعر وصل إليه السهم خلال يوم التداول.[2]

– **الرسوم البيانية على شكل شمعدان:** تعرض الكثير من المعلومات بما فيها الاتجاه العام للسوق في وقت محدد والتي يعتقد الكثير من المتعاملين أن فهمها يساعد على تحديد الاتجاهات المستقبلية، حيث تستخدم هذه الخرائط جزأين رئيسيين ذوى حجمين لعرض مدى الأسعار بين أسعار الافتتاح والإقفال لأحد

[1] إبراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص: 35.

[2] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص:16-17.

الأسهم خلال فترة معينة يمثل كمستطيل ضيق يسمى الجسم، فإذا كان سعر الإقفال للسهم أعلى من سعر الافتتاح فإن المستطيل يكون أبيض أما إذا ما تحقق العكس فإن المستطيل يأخذ اللون الأسود.[1]

3- نقاط القوة والضعف في التحليل الفني:

3-1- نقاط القوة: رغم وجود خلاف وجدال حول أهمية التحليل الفني ومؤشراته إلا أنه أكثر انتشارا كأسلوب للمفاضلة والاختيار بين الأوراق المالية وتحديدا الأسهم، وتبرز أهم نقاط قوته من حيث:[2]

- **التركيز على السعر:** فإذا كان الهدف هو توقع السعر المستقبلي فإن التركيز على حركته يبدو منطقيا لأن حركة السعر تعتبر الأساس في السهم.
- **العرض والطلب واتجاه الأسعار:** يستخدم الكثير من المحللين سعر الافتتاح، أعلى سعر، أقل سعر، وسعر الإغلاق، عند تحليلهم لاتجاه سعر سهم ما؛ هذه الأسعار منفصلة قد لا تعني شيء ولكنها مع بعضها تعكس قوى العرض والطلب.
- **المساعدة على إعطاء معلومات قيمة:** يمكن للخرائط أن تقدم للمحل الفني معلومات قيمة جدا من خلال تتبع الارتفاع والانخفاض في أسعار الأسهم وبشكل بسيط.
- **المساعدة في تحديد وقت الدخول والخروج من السوق المالي.**

3-2- نقاط الضعف:

هناك من يرى أن أهم ما يعاب على التحليل الفني هو أن:[3]

- نتائج التحليل الأساسي عادة ما تكون أفضل من نتائج التحليل الفني.
- المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت الملائم، أما المحلل الفني فعليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.

وهناك من يضيف أن:[4]

- التحليل الفني ليس علما دقيقا، ولا يعتمد على المعلومات الاقتصادية بالمرة، والمحلل الفني ينتظر وقوع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.

---

[1] مايكل سينسير، "دليل التعامل في سوق الأسهم"، مكتبة جرير، الطبعة الثالثة، السعودية، 2005، ص:160-161.

[2] بشار ذنون الشكرجي وآخرون، "التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد6، العدد17، 2010، ص ص:43-44.

[3] أحمد حسين بتال، "التحليل الأساسي والتحليل الفني لأسواق الأوراق المالية"، كلية المعارف، الأنبار، العراق، ص:11.

[4] عبد الفتاح محمد صالح، "مفهوم التحليل الأساسي والتحليل الفني"، سلسلة مقالات ضبط المفاهيم الاقتصادية وفق منهج الاقتصاد الإسلامي، - الاقتصاد العادل-، 2014. مقال متوفر على الموقع الالكتروني:http://thefaireconomy.com/article.aspx?id=62

- المحللون الفنيون هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون إمكانية حدوثها فتتحقق وفقا لأهوائهم وهو ما يعرف بظاهرة "غريزة القطيع".
- أثبت الواقع أن من يتبع التحليل الفني نادرا ما يحقق أرباحا غير عادية من تداول الأسهم.

المبحث الثاني: عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم

يهدف المستثمرون من الاستثمار في الأسهم إلى تحقيق عائد من هذا الاستثمار ويطلق عليه عائد الاستثمار أو معدل العائد، فالمستثمر يتخلى عن منفعة حالية على أمل الحصول على عائد يرتبط تحققه بالحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تحققها مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر، حيث متى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات تبرز لنا المخاطرة، فلكل استثمار وجهان وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار.

المطلب الأول: عائد السهم وطرق قياسه

يكاد يكون عائد السهم أو ما يسمى بعائد الاستثمار من أشهر الأدوات المالية المستخدمة في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات إذ يمثل النسبة بين الأموال المكتسبة (ربح أو خسارة)، والأموال المستثمرة (رأس المال أيا كان نوعه)، وغالبا ما يستخدم خلال السنة المالية ويسمى في هذه الحالة العائد السنوي على الاستثمار.

أولا: مفهوم عائد السهم

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم، فهو مقياس مناسب لترتيب الأسهم خاصة العادية والمفاضلة فيما بينها، وقد أخذ عائد السهم أو العائد على الاستثمار عدة تعريفات نذكر منها ما يلي:

"التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، كما يعرف على أنه إجمالي المكاسب أو الخسائر المتحققة على الاستثمار خلال فترة معينة من الزمن".[1]

[1] أياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، "الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية – دراسة تطبيقية في سوق العراق لأوراق المالية –"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص:111.

" المكافئة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأسهم العادية ".[1] وذلك تعويضا عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة من توظيف الأموال في هذه الأسهم العادية.

ويعبر أيضا عن النسبة المئوية للتغير في قيمة الأصل(موضوع الاستثمار)، ويسعى المستثمر عادة للاستثمارات المالية التي تحقق له أعلى عائد ممكن.[2] وبهذا فهناك من عرفه بأنه:" انعكاس لحجم الأرباح أو الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالبا ما يعبر عنها كنسبة مئوية من رؤوس الأموال المستثمرة ".[3]

والعائد يكون إما على شكل عوائد فعلية أو على شكل عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلا حيث ينجم عن كل استثمار عائد(سنرى هذه الأشكال لاحقا)، وقد يكون هذا العائد إيجابي أو سلبي، كما يتكون العائد من:[4]

1- العائد على الأصول: يقيس العلاقة بين صافي الربح وحجم الأصول أي مدى قوة المبلغ المستثمر في الأصول على توليد الأرباح التشغيلية، وبذلك فهو يعكس كفاءة أنشطة العمليات والأنشطة الاستثمارية وليس الأنشطة التمويلية، إذ تقيس هذه العلاقة قدرة الإدارة على تحقيق العائد على الأموال المتاحة للمشروع مهما كان مصدرها.

2- العائد على حقوق الملكية: هو قياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويأخذ هذا المقياس أثر النشاطات التشغيلية والتمويلية بعين الاعتبار، فهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استغلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضونا بها، وإذا لم يكن هناك ديون في الهيكل المالي للشركة فإن معدل العائد على حقوق الملكية يساوي معدل العائد على الأصول، كما يعد المقياس النهائي للربحية ويمثل مقياس الأداء الكلي للشركة كونه يقيس مدى تحقيق الهدف الذي تسعى إليه ألا وهو معدل العائد على الأموال المستثمرة من قبل المالكين والذي يعد المعيار الأساسي لتعظيم ثروتهم.

---

[1] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة"، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004، ص: 45.

[2] هيئة السوق المالية للمملكة العربية السعودية، "الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم"، ص: 20. متوفرة على الموقع الالكتروني: http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_7.pdf.

[3] مناضل عباس حسين الجواري، خضر مهدي صالح، "واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي"، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، مجلد 17، العدد1، 2009، ص:77.

[4] إسراء قاسم البركات وآخرون، " أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية"، الأردن، أفريل 2015، ص:07-08. ورقة علمية متوفرة على الموقع الالكتروني:https://www.researchgate.net .

3- نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة: هو مقياس عام للكفاءة يعبر عن مقدار ما سيناله حامل السهم العادي من أرباح بعد اقتطاع نصيب الأسهم الممتازة من صافي الربح بعد الفوائد والضرائب، وتسعى الإدارة دائما إلى استعماله كمؤشر ومعيار تتخذ بناءا عليه الكثير من القرارات وخاصة فيما يتعلق بتمويل التوسع في المستقبل، كما تبذل الشركات جهدها لزيادته لأنه يعد من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عند اتخاذ قرار شراء الأسهم.

ثانيا: أنواع عائد السهم وطرق قياسه

يطلق على العائد الذي سوف يحققه استثمار ما في المستقبل بالعائد المتوقع، وعلى الجانب الآخر إذا قمنا بقياس العائد الفعلي الذي حققه استثمار معين فإن هذا العائد يطلق عليه العائد التاريخي، وعليه يميز الباحثون في حقل المالية والاستثمار بين عدة أنواع؛ عائد فترة الاحتفاظ (العائد التاريخي)، العائد المتوقع والعائد المطلوب، كما يوفر علم الاستثمار الحديث مقاييس موضوعية لحساب العائد بحيث يتمكن المستثمر من تقييم الاستثمار الملائم لموقفه، والدخول في استثمارات مدروسة تعتمد على تخفيض مخاطر الاستثمار.[1] وفيما يلي توضيح لمفاهيم وطرق حساب كل نوع.

1- العائد المتوقع:

يسمى أيضا بالعائد المستهدف، فعندما نتحدث عن عائد متوقع فإننا نتحدث عن حالة من عدم التأكد والتي يصعب فيها تحديد عائد الاستثمار المتوقع بسهولة، حيث أن المستثمر يصعب عليه أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار، لذلك فإن المستثمر يسعى لتقدير العائد الذي يساعده في تقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد، وإذا ما تحدثنا عن حالة التأكد التام بخصوص العوائد المستقبلية فإن المستثمر يستطيع تحديد العائد المتوقع بدقة ولكن إذا كان في ظل عدم التأكد فإنه من الصعب عليه أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحديده.[2]

[1] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص:04.

[2] عز الدين نايف عنانزة، "تقييم العلاقة ما بين العائد والمخاطر في بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة فيلادلفيا عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد التاسع، الأردن، نوفمبر 2012، ص:115.

ويقصد بالعائد المتوقع المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، ويحسب بالصيغة الآتية:[1]

$$E(r) = \sum_{t=1}^{n} RPr$$

حيث يمثل:

R: معدل العائد وفقا للظروف الاقتصادية.

Pr: احتمال تحقق العائد.

إذ يعتمد متخذ القرار في تحديد العائد من السهم على نظرية الاحتمالات من خلال توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكن تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها، وفي حال كانت التوزيعات طبيعية فإن المستثمر يحدد احتمالات تحقق العائد في ضوء الحالة الاقتصادية العامة سواء للانتعاش أو الركود أو الحالة الاقتصادية الطبيعية.

2- معدل العائد المطلوب:

هو العائد الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضا عن المخاطر المحتملة، وهو يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود (تعويضا عن الانتظار وتكلفة الفرصة البديلة)، التضخم، ومخاطر الاستثمار.

وهناك من يعرفه على أنه: " أدنى عائد يطلب أو الواجب تحقيقه، لتحفيز المستثمر لشراء السهم تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي أو المخاطر التي قد يتعرض لها مستقبلا"[2].

يتضح من التعريف أن معدل العائد المطلوب هو دالة لثلاث مؤشرات:

- القيمة الزمنية للنقود؛
- مخاطرة السهم؛
- اتجاهات المستثمر نحو قبوله أو تجنبه للمخاطر.

وقد أظهرت النظرية المالية عدة نماذج لقياس العائد المطلوب لعل أكثرها قبولا وشيوعا في الاستخدام هو نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) الذي قدم من قبل شارب عام 1964، وأهم ما يميز هذا

[1] أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2010، ص: 165.

[2] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة"، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

النموذج أنه قدم المقياس الكمي للمخاطرة. ويمثل معدل العائد المطلوب على السهم العادي دالة للمستوى العام لمعدلات العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطرة، وكذلك للمخاطرة النظامية لذلك السهم ويعني ذلك أن معدل العائد المطلوب يتكون من جزأين هما: معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة، ويستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لحساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية لكونه يأخذ المخاطرة النظامية بعين الاعتبار، ويحسب معدل العائد المطلوب وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالصيغة الرياضية الآتية:[1]

$$RRR = R_f + (R_m - R_f)B_j$$

حيث:

RRR: معدل العائد المطلوب.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة، ويحسب على أساس الفائدة على الأوراق الحكومية قصيرة الأجل وودائع التوفير المصرفية.

R_m : معدل العائد لمحفظة سوق الأوراق المالية (ويمثل متوسط عائد الشركات القائدة للسوق ويحسب على أساس معدل العائد المحقق فعلا).

$R_m - R_f$: علاوة مخاطرة السوق.

B_j : يمثل معامل بيتا، وهو مقياس المخاطرة السوقية للسهم إذ يمثل جوهر النموذج، ويعرف بأنه مقياس للمخاطرة النظامية، ومؤشر لمدى استجابة عائد سهم معين للتغيرات الحاصلة في عائد محفظة السوق.

✓ ولمعرفة كيفية حساب معدل العائد المطلوب نأخذ المثال التالي:

إذا كان معدل العائد الخالي من المخاطرة 11%، معدل العائد لمحفظة السوق (وهو سوق عمان المالي) 13%، معامل بيتا 2. فإن معدل العائد المطلوب هنا حسب القانون أعلاه سيكون:

معدل العائد المطلوب = 11% + 2 (13% —11%)

= 15%.

حسب النتيجة يمكن القول أن المستثمر إذا أراد شراء هذا السهم، يجب عليه تحقيق عائد مطلوب لا يقل عن 15%، وإلا من المستحسن له أن يستثمر في مجال خال أو بعيد عن المخاطرة، لأن العلاقة طردية

[1] هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن، "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم(نموذج جوردن)—دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية–"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، 2010، ص:61.

بين العائد المطلوب والمخاطرة فكلما زادت المخاطرة أي معامل بيتا كلما ارتفع معدل العائد المطلوب والعكس.

3- العائد التاريخي:

إن العائد الفعلي الذي حققه استثمار ما يطلق عليه العائد التاريخي، ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من الاستثمار معرفة التغير في السعر (أي الفرق بين سعر الشراء والبيع)، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، فلو أخذنا على سبيل المثال الأسهم العادية فإنه يجب معرفة التغير في السعر بين لحظتين زمنيتين، وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة.[1] ويمكن التعبير عن ذلك من خلال المعادلة التالية:[2]

$$R_{jt} = D_{jt} + \left(P_{jt} - P_{jt-1}\right)/P_{jt-1}$$

حيث أن:

R_{jt}: معدل العائد التاريخي للسهم j خلال السنة t.

D_{jt}: توزيعات الأرباح للسهم j خلال السنة t.

P_{jt}: سعر السهم في نهاية الفترة.

P_{jt-1}: سعر السهم في بداية الفترة.

ويعتبر هذا المقياس أكثر واقعية ودقة إذا استثنينا قيمة الضرائب على العائد وتكون فترة الاحتفاظ متغيرة أسبوع، شهر، سنة...إلخ.[3]

كما يمكن استخدام معادلة المتوسط الحسابي لحساب معدل العائد التاريخي لعدة فترات زمنية وذلك حسب المعادلة:

$$R_j' = \frac{1}{n}\sum_{1}^{n} R_j\, n$$

وهذا يعني أن متوسط عائد السهم التاريخي هو مجموع العوائد المحققة على عددها.

---

[1] عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية – أسهم–سندات–وثائق الاستثمار–الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

[2] فايز حداد، خلدون أبو العلا، "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية"، دراسات العلوم الإنسانية، المجلد 1، العدد 31، 2004، ص:08.

[3] محمود سحنون، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، العدد 31، مجلد ب، جوان 2009، ص: 122.

وقد تكون العوائد الفعلية التي يحققها المستثمر فعليا في استثماره إما "عوائد إرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيج بينهما".[1] وبهذا تظهر عدة أنواع من العوائد الفعلية في الأسهم العادية هي كما يلي:[2]

- **عائد التوزيعات:** يحصل السهم العادي على توزيعات عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا، وتقرر توزيع بعضها أو كلها ويتم حسابه حسب المعادلة التالية:

$$\text{عائد التوزيعات} = \frac{\text{توزيعات السهم}}{\text{القيمة الإسمية للسهم}}$$

وقد تكون قيمة السهم في هذه الحالة القيمة الاسمية أو القيمة السوقية لكون ذلك متوقف على المبلغ الذي دفعه المستثمر في السهم عند امتلاكه.

ويتم تحديد توزيعات السهم كما توضحه المعادلة الآتية:

$$\text{توزيعات السهم} = \frac{\text{الربح المتاح لحملة الأسهم العادية} \times \text{نسبة التوزيعات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

- **العائد الرأسمالي:** يعرف بأنه زيادة القيمة الرأسمالية للأسهم العادية ويرتبط بالقيمة السوقية للسهم العادي، إذ تباع وتشترى الأسهم العادية في السوق المالي بالقيمة السوقية للسهم الواحد، والتي تتغير دائما وفقا لتغيرات العرض والطلب ويتم احتساب العائد الرأسمالي للسهم بقسمة مكاسب رأس المال خلال سنة معينة (الفرق بين سعر نهاية الفترة وسعر بداية الفترة) على سعر بداية الفترة،[3] حسب المعادلة التالية:

$$R = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث أن:

R : العائد الرأسمالي للسهم.

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة.

P_0 : سعر السهم في بداية الفترة.

---

[1] محمد محمود الخطيب، "الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات"، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص: 77.

[2] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 36.

[3] أياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، "سيولة الأسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم العادية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد20، العدد76، 2014، ص: 184.

- **العائد الإجمالي للسهم العادي:** يمثل العوائد الإجمالية التي يجنيها المستثمر في الأسهم العادية، وهي العائد الناتج من التوزيعات التي يحصل عليها السهم والعائد الإضافي الذي يمكن أن يحققه المستثمر من استثمار التوزيعات التي تحصل عليها أسهمه، بالإضافة إلى العائد الناتج من الارتفاع في القيمة السوقية للسهم.

ثالثا: محددات عوائد الأسهم

يندرج تحت محددات عوائد الأسهم عدة مقاييس، وهي على النحو التالي:

1- نسبة مضاعف السعر:

تعتبر هذه النسبة امتدادا طبيعيا لنسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة وتعد من النسب الهامة في تقييم الأسهم حيث تستخدم على نطاق واسع من قبل المحللين الماليين والاقتصاديين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، وتحدد هذه النسبة عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح ليغطي القيمة السوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم، وتنعكس هذه النسبة من خلال قسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم.

كما تعد هذه النسبة مؤشرا يقيس طول فترة استرداد الأموال المستثمرة في السهم، ويخدم المضاربين في الأسهم لاختيار أسهم الشركات التي يضاربون بها، وكلما انخفض هذا المؤشر يكون مشجعا لهم على شراء الأسهم أملا في تحقيق المكاسب الرأسمالية التي تنتج عن تقلب السعر السوقي للسهم، وتستعمل هذه النسبة بشكل واسع من قبل المستثمرين كدليل عام على قياس قيمة استثماراتهم في السهم، فهم ينقصون أو يزيدون هذه النسبة التي يقبلون بها للسهم العادي تبعا لنظرتهم إلى التوقعات المستقبلية، أي أن الشركات التي لديها فرص كبيرة للنمو بشكل عام ترتفع فيها هذه النسب، بعكس الشركات التي لديها فرص محدودة من النمو.[1]

2- معدل النمو بالحجم:

يعتبر حجم الشركة على درجة عالية من الأهمية لكونه يرتبط بالعديد من المواضيع المالية والاقتصادية، حيث يقصد بالحجم تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة، متوسطة، وكبيرة، والواقع أنه لا يوجد هناك مقياس متفق عليه لتمثيل حجم الشركة فهناك عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو حقوق المساهمين أو عدد المساهمين أو عدد العاملين أو صافي المبيعات أو القيمة السوقية.

[1] محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 81-82.

3- نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية:

تعتبر هذه النسبة من المقاييس الجيدة في تقييم الأوراق المالية حيث تعكس هذه النسبة مؤشرات النمو المتوقع للسهم ومقدار اقتراب أو ابتعاد سعر السهم السوقي من قيمته الدفترية، كما يمكن استخدام هذه النسبة لمعرفة مستويات الأسعار التي تميز السوق المالي، فكلما زادت هذه النسبة عن واحد دل ذلك على أن الشركة كانت موفقة في قراراتها الاستثمارية.[1]

المطلب الثاني: المخاطرة وطرق قياسها

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تعتبر المخاطرة عنصرا هاما يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري، ويهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطرة.

أولا: تعريف المخاطرة

إن المخاطر ترتبط باحتمال وقوع الخسائر فكلما زاد احتمال وقوع الخسارة كلما كان الاستثمار أكثر خطورة، وقد تعرض الكثير من المهتمين إلى تعريف المخاطرة، واختلفت تعاريفهم طبقا للبيئة التي ينتمي إليها كل باحث، والهدف الذي يسعى إلى تحقيقه، وللزاوية التي ينظر منها إلى الظاهرة محل الدراسة، وعلى الرغم من اختلاف الآراء الرامية لتحديد مفهوم المخاطرة فإننا سنتعرض للبعض من هذه التعريفات كما يلي:

المخاطرة هي: "احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناء لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع"[2].

كما تعرف المخاطرة بأنها: " درجة التقلب في معدل المردودية ومن ثمة تقاس بمقاييس التشتت وأهمها الانحراف المعياري"[3].

---

[1] هشام غرايبة، رتاب خوري، "الأسواق المالية في الدول النامية تطوراتها وأهميتها"، مجلة أبحاث اليرموك سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد10، العدد3، 1994، ص:440.

[2] خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مدخل إلى الأسواق المالية"، دار الأيام، عمان، الأردن، 2013، ص: 311.

[3] علي بن الضب، ف. بن ناصر، "سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية – دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزي وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010 – "، الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع...ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص:12.

وهناك تعريف بسيط للمخاطرة وهو: "احتمال وقوع أو حدوث خسارة مالية قد تتعلق بأصل أو محفظة مالية"[1].

كما يصفها البعض على أنها: "عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر الذي يشكل عنصر المخاطرة وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، كما أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره".[2]

ثانيا: أنواع المخاطر

تتضمن المخاطر الكلية أو الإجمالية قسمين الأول منها يمثل المخاطر النظامية أو العامة أو مخاطر السوق وهي مخاطر تتعرض لها جميع القطاعات والشركات أما القسم الثاني فيضم المخاطر غير النظامية أو الخاصة وهي متعلقة بالشركة ونشاطها وخصائصها دون بقية الشركات الأخرى، وهي بشيء من التفصيل كما يلي:

1- المخاطر النظامية:

تسمى المخاطر النظامية أيضا بمخاطر عدم التنويع وهي ذلك الجزء من التقلب في العوائد الناجم عن العوامل المؤثرة في النظام الاقتصادي ككل لذلك توصف المخاطر النظامية بأنها مخاطر البيئة الاقتصادية العامة، كما تسمى المخاطر النظامية أيضا بمخاطر السوق نظرا لانعكاس أثار الظروف الاقتصادية الشاملة على السوق المالية، لذلك لا يمكن للشركة تجنبها ولكن يمكنها تخفيف حدة هذه المخاطر بتحقيقها العائد المتوقع الذي يتناسب مع درجة المخاطرة.

كما أن المخاطر النظامية حسب المهتمين بالدراسات المالية تصيب كل الموجودات الحادثة بالسوق بفعل عوامل مشتركة تؤثر في النظام الاقتصادي ككل، مثل العوامل الاقتصادية أو الاجتماعية أو السياسية وحتى التربوية، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على شركة معينة أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها مثل حالات التضخم أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة أو الحروب وغيرها من العوامل التي لا يمكن التقليل منها عن طريق التنويع،

[1] Mohsen Mehrara et all, "The Relationship between systematic risk and stock returns in Tehran Stock Exchange using the capital asset pricing model (CAPM)", International Letters of Social and Humanistic Sciences, Switzerland, 2014, p 29.

[2] عز الدين نايف عنانزة، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

وقد أشار البعض أن المخاطر النظامية تسمى أيضا مخاطر البيئة العامة فعندما تكون البيئة الاقتصادية العامة مستقرة نسبيا تكون المخاطر النظامية أيضا مستقرة والعكس صحيح.[1]

وبهذا فإن أهم مصادر المخاطر النظامية هي:[2]

1-1- مخاطر السوق: هي المخاطر التي تنشأ نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال نتيجة العديد من الأسباب التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار، كما تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار.

1-2- مخاطر سعر الفائدة: إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة السوقي له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فارتفاع أسعار الفوائد السوقية يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات والعكس صحيح.

1-3- مخاطر القوة الشرائية للنقود: فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين، والذي نقصد به الارتفاع في المستوى العام للأسعار. فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل للعائد على الاستثمار وعن المعدل الاسمي لهذا العائد.

2- المخاطر غير النظامية:

عرفت المخاطر غير المنتظمة العديد من التسميات منها المخاطر التي يمكن تجنبها، المخاطر القابلة للتنويع، والمخاطر الخاصة.

حيث تمثل المخاطر غير النظامية ذلك الجزء من المخاطرة لورقة مالية والذي تسببه عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال التنويع لأن أي تأثيرات سلبية على إحدى الشركة

[1] إسراء قاسم البركات وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:08.

[2] صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص ص: 66- 67.

قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن بين عناصر المخاطرة غير المنتظمة هناك إضراب العمال وسوء إدارة الشركة ومستوى الديون المرتفعة.[1]

ومن أهم مصادر المخاطر غير النظامية ما يلي:[2]

2-1- مخاطر الإدارة: تتمثل أساسا في الأخطاء الإدارية لشركة معينة والتي تسبب أثارا سلبية على نتائج أعمال الشركة، وبالتالي على عائد الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير دقيقة أو غير مكتملة قد يؤثر على أرباح الشركة ومن ثم على أسعار أسهمها، ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحالات الطارئة كإضراب العمال أو خسارة مصنع أو حريق جزء من محتوياته دون التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين حراسة كافية، إلى غير ذلك من الأخطاء.

2-2- مخاطر الصناعة: وهي مخاطر ناتجة عن عوامل خاصة بقطاع معين أو صناعة معينة دون أن يمتد أثرها إلى قطاع آخر، ومن الأمثلة على هذه المخاطر إضراب العمال الذي يؤثر على الشركات التي يشملها الإضراب بالإضافة إلى زبائنها ومموليها، أيضا ظهور قوانين تمس صناعات معين مثل قوانين حماية البيئة من التلوث، أو زيادة الضريبة على صناعة معينة، أو إلغاء إعفاءات ضريبية أو جمركية كانت ممنوحة لها، ومن المخاطر أيضا إزالة الحماية الجمركية التي تحد من استيراد السلع المنافسة للصناعات المحلية، مما يفسح المجال للسلع المستوردة لتصبح منافسة بشكل أكبر لمثيلاتها المصنوعة محليا.

2-3- الدورات التجارية الخاصة: وهي المخاطر المتعلقة باحتمال تغير الحالة الاقتصادية الخاصة للشركة من كساد إلى رواج، ثم من رواج إلى كساد، حيث تؤثر هذه التقلبات تأثيرا ملحوظا على صافي التدفقات النقدية المتوقعة للاقتراح الاستثماري وعلى صافي القيمة الحالية للاقتراح الاستثماري بالتبعية.

ثالثا: قياس المخاطرة

يسعى المستثمرون لتعظيم عائداتهم على الاستثمار أو على الأقل أن يكون متناسبا مع الخطر الذي يتعرضون له وهذا ما يعني أن المخاطر هي دالة للعائد، وأنه لا يمكن حساب العائد وقياسه على الاستثمار قبل تقدير أو قياس المخاطر التي يتعرض لها.

يفيد قياس المخاطرة في ترتيب الاستثمارات المتاحة طبقا لدرجة المخاطرة المرتبطة بكل منه، مما يمكن المستثمر من اختيار ما يناسبه منها ويتم قياس المخاطرة باستخدام الأساليب الإحصائية المعروفة

[1] جسر التنمية، "الأدوات المالية"، الكويت، 2003، ص:17.

[2] صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص:68.

التي يترتب عليها اختيار المشروعات التي تصاحبها أقل قيمة متوقعة وانحراف ومعامل اختلاف طبقا لنمط التوزيع الاحتمالي، على أن تكون من المشروعات صاحبة أقل تباين. وتوجد عدة مقاييس لقياس الخطر من أهمها الانحراف المعياري δ، ومعامل β.

1- الانحراف المعياري: يقيس الحجم المطلق للمخاطر ويقيس مدى انحراف القيم التي يحققها العائد عن وسطها الحسابي أي يقيس انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، ويحسب بالعلاقة التالية:[1]

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(R_i - \bar{R})^2}$$

حيث أن:

δ: الانحراف المعياري.

R: العائد خلال فترة زمنية معينة.

$\bar{R}$: متوسط العائد.

n: عدد الفترات التي تتوفر فيها بيانات عن العائد.

Σ: مجموع الفترات من 1 إلى n.

هذا في حال ما إذا كانت معدلات العوائد تاريخية ومؤكدة للسنوات السابقة، أما إذا كانت المخاطرة متوقعة مستقبلا فهي تحسب بالعلاقة التالية:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} P_i\{E(R_i) - E(\bar{R}_i)\}^2}$$

حيث أن:

δ: الانحراف المعياري للمخاطر المتوقعة.

P: احتمال تحقيق العائد.

E(R): التوقع الرياضي للعائد مقابل احتمال وقوعه.

$E(\bar{R})$: العائد المتوقع على الاستثمار.

[1] محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

كما يمكن اللجوء لتقنية سبر الآراء لقياس الانحراف المعياري ويتم ذلك من خلال الحصول على توزيعات احتمالية حول توقعات تطور مؤشر ما أو تذبذباته، كما يمكن تقدير تشتت توقعات المحللين الماليين حول أرباح شركة مدرجة بالبورصة.[1]

2- معامل الاختلاف: يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر (حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر)، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري، إضافة إلى أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، كما يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية حيث يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلا عن الانحراف المعياري، عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.[2]

ويتم حساب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) حسب العلاقة التالية:

$$CV = \frac{\delta}{E(R)}$$

حيث أن:

CV: معامل الاختلاف.

δ: الانحراف المعياري.

E(R): الوسط الحسابي.

3- معامل بيتا: يرتبط ظهور مقياس بيتا مع تقديم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) عام 1964 والمستند إلى نظرية المحفظة الكفأة، حيث يعبر مقياس بيتا عن حساسية عوائد الموجودات المالية (الأسهم) إلى عامل محدد (عائد السوق) معبرا عنه بمؤشرات الأسواق المالية، وارتفاع قيمته يعكس لنا مخاطر أكبر للموجودات المالية، أما الصيغة الرياضية لمقياس بيتا فهي:

[1] علي بن الضب، ف. بن ناصر، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

[2] عبد القادر شلالي، علال قاشي، "مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية"، الملتقى الدولي الأول حول :إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي أمحند أولحاج، البويرة، 26-2013/11/27، ص: 06.

$$Beta = \frac{cov(R_{i,}R_m)}{\delta^2 R_m}$$

حيث أن:

$cov(R_{i,}R_m)$: يمثل التباين المشترك بين عائد السهم وعائد محفظة السوق.

$\delta^2 R_m$: يمثل تباين عوائد محفظة السوق.

قد لا يقتضي الأمر في بعض الأحيان استخدام المعادلة المذكورة لإيجاد معامل β الذي يقيس مخاطر المشروع الاستثماري إذ قد نجد معامل β جاهزا للاستخدام (منشور)، أما إذا لم يكن منشورا فيمكن تقديره باستخدام المعادلة السابقة إذا ما توافرت بيانات تاريخية لعدد من السنوات عن معدل عائد السوق وأيضا عن معدل عائد السهم العادي للشركة المتخصصة في نشاط مماثل للنشاط الذي يستهدفه الاقتراح الاستثماري.[1]

يمكن القول أنه لا يمكن حصر قياس المخاطر في هذه المقاييس فقط حيث صيغت العديد من المؤشرات المعبرة عن المخاطر ذكرتها الكثير من المراجع والتي تحظى باستعمال كبير من بينها مقياس التقلبات، مؤشر شارب، القيمة المعرضة للمخاطر، والعائد المعرض للمخاطر.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم

هناك عدد من العوامل والمحددات التي تحكم حركة أسهم الشركات، والتي تؤدي إلى تقلبات وتذبذبات يومية في عوائد الأسهم نتيجة التغيرات في الأوضاع الاقتصادية العامة أو المرتبطة بالتغيرات والتطورات السياسية المحلية والعالمية، وكذا المرتبطة بحالة السوق والشركة.

المطلب الأول: العوامل الاقتصادية

تتأثر عوائد الأسهم في السوق المالي بالعديد من العوامل الاقتصادية إذ لا يزال هذا محط اهتمام الباحثين لتحديد مدى ارتباط أداء السوق المالي بها، ويختلف تأثير تلك العوامل باختلاف القطاع والدول، فمنها ما يؤثر إيجابا على الأسواق المالية ومنها ما يؤثر سلبا، ولابد من أن نستعين بالأدب الخاص بالأسواق المالية؛ حيث تشير النظرية التقليدية لأسعار الأسهم أن السبب الأساسي في حركة أو تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الشركات، وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقا على مقسوم الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم وهذه

[1] سليمة حشايشي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم، عرض النقد، أسعار الفائدة، النشاط الاقتصادي، إلخ... ، وفيما يلي عرض للعوامل الاقتصادية المؤثرة على الأسواق المالية والتي حاولت هذه الدراسة تغطية البعض منها والبحث في آثارها على بورصة عمان في جزئها التطبيقي لاحقا.

أولا: التضخم

يعرف التضخم بأنه الارتفاع المستمر والمحسوس في المستوى العام للأسعار، فهو كل زيادة في التداول النقدي يترتب عليه زيادة في الطلب الكلي الفعال عن العرض الكلي للسلع والخدمات في مدة زمنية معينة تؤدي إلى الزيادة في المستوى العام للأسعار، ويعمل التضخم المرتفع على تشويه مسار التنمية الاقتصادية لأنه يثبط الميل لشراء الأصول المالية.[1] فقد أكد الأدب الاقتصادي النظري والتجريبي على وجود علاقة سالبة بين التضخم كمتغير مستقل والقطاع المالي بصفة عامة كمتغير تابع، بمعنى أن الزيادة في معدل التضخم سوف تؤدي إلى تدهور أداء القطاع المالي والعكس صحيح، وتتحقق هذه العلاقة في حالة حدوث أثر سالب لمعدل التضخم على مؤشرات أداء السوق المالي.[2] فقد أدت تصريحات رئيس مجلس الاحتياطي الاتحادي الأمريكي للجنة الميزانية لمجلس النواب(Alan Greenspan) حول التضخم وسوق الأسهم في الثامن أكتوبر عام 1997 إلى انخفاض مؤشر داو جونز إلى 83.25 نقطة نتيجة التضخم أنذاك حيث أشار فيها إلى وجود صلة بين التضخم وأسعار الأسهم.[3]

يعتبر البعض أن التضخم هو القوة الثانية التي تقود أسواق الأسهم، حيث يتسبب التضخم في رفع تكاليف المواد الأولية واليد العاملة وإذا لم تقم الشركات بزيادة الإنتاجية ورفع أسعارها فإن هوامش الربح سوف تضيق وبالتالي تنخفض الأرباح والعوائد، فارتفاع معدلات التضخم يؤدي في نهاية المطاف إلى انخفاض أسعار الأسهم في نفس الوقت الذي تكون فيه أسعار الفائدة مرتفعة، وتظهر هذه العلاقة بين المتغيرات حسب المعادلة التالية:[4]

$$v = 100^{*}(E/I)^{*}SQR[(R+G)/(I+F)]$$

حيث أن:

---

[1] محمد جبوري، "تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص ص: 156-168.

[2] مجدي الشوربجي، "أثر التضخم على أداء القطاع المالي في دول حوض البحر الأبيض المتوسط"، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد الثاني، جوان 2006، ص: 09.

[3] Giammarino Ronald," La politique de la banque centrale, l'inflation et les cours des actions", Actes du colloque La valeur informative des prix des actifs financiers, Banque du Canada, mai1998, p:155 .

[4] Bart A.Diliddo, "Stock Valuation and Stock Market Cycles", vector vest University, Canada, 22 July 2014, p:01.

V: قيمة السهم.

E: نصيب السهم من الأرباح، الأرباح الموزعة.

I: نسبة التصنيف، درجة AAA.

SQR: الجذر التربيعي.

R = I*SQR(ROTC/I) حيث **ROTC** : نسبة العائد على إجمالي رأس المال.

G: النسبة المئوية لمعدل النمو في العائد السنوي.

F: معدل التضخم السنوي للرقم القياسي للمستهلك.

تبين المعادلة أعلاه أن سعر السهم يرتفع عندما يرتفع عائد السهم، الربحية ومعدل نمو الأرباح بينما تنخفض قيمة السهم عندما ترتفع أسعار الفائدة ومعدلات التضخم حسب الرقم القياسي للمستهلك، وهو ما يؤكد العلاقة السالبة بين التضخم وأسعار الأسهم.

من جانب آخر يعد التضخم أحد المتغيرات الاقتصادية المؤثرة سلبا على النشاط الاقتصادي، فكما هو معلوم أن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يخفض من قيمة النقود وهو ما يؤثر بدوره على الاستثمار ذلك لأنه في ظل وجود ارتفاع في معدل التضخم فإن الأفراد يتجنبون الاستثمار ويلجأون إلى شراء السلع المعمرة والذهب والفضة والعملات الأجنبية والسندات ذات الدخل الثابت والأسهم كأداة تحوط ضد التضخم.[1]

بهذا يمكن القول أن التضخم وأسعار الأسهم يسيران إما باتجاه معاكس، أو باتجاه متوازي، ولكن لا يسيران حتما على نفس الوتيرة بمعنى أن ارتفاع معدلات التضخم لا تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بنفس القيمة، ومن أجل توضيح هذه الأفكار أكثر سنعرض الفرضيات الاقتصادية التي قدمت تفسيرا للعلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم. وهي:

1- فرضية تأثير الضريبة(tax effects hypothesis) : تبين نظرية تأثير الضريبة حسب بعض الباحثين (M.Feldstein) أن العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم هي علاقة سلبية، نتيجة للتأثير السلبي للضريبة على أرباح الشركات وعلى الأرباح الرأسمالية للأسهم، فالتضخم يقلل من الأرباح الصافية بدرجة أكبر من خلال فرض ضريبة إضافية على الأرباح الرأسمالية الاسمية، وهذا يقتضي أنه في حال ارتفاع معدل التضخم فإن أرباح الشركات ستنخفض نتيجة الطريقة المتبعة في تقييد التكاليف(على أساس تاريخي)،

[1] Roohi Ahmed, Khalid Mustafa," Real Stock Returns and Inflation in Pakistan", Journal of Finance and Accounting, Vol 3, No 6, 2012, p:97.

لأن الأرباح الخاضعة للضريبة تحسب بعد طرح قيمة الاهتلاك من صافي الإيرادات التشغيلية، وتستند قيمة الاهتلاك على التكلفة الأصلية أو التاريخية للأصل بدلا من قيمتها الحالية، وعندما يرتفع معدل التضخم فإن الأسعار ترتفع، والطريقة المتبعة في تسجيل الاهتلاك تجعل القيمة الحقيقية للاهتلاك في انخفاض، ولذلك ترتفع الأرباح الخاضعة للضريبة، وبالتالي تؤثر سلبا على توزيعات الأرباح لحملة الأسهم، مما ينعكس بانخفاض أسعار هذه الأخيرة، إضافة إلى تأثير الضرائب المفروضة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأسهم.[1]

2- فرضية فيشر (Fisher Hypothesis): نالت فرضية فيشر(Irving Fisher) بقبول واسع من قبل الاقتصاديين، وأساسها يعود إلى عام 1930 لما نشر كتابه ("The Theory of Interest"، "نظرية الفائدة")، حيث تفترض هذه النظرية أن معدل الفائدة الحقيقي ينخفض في حال ما إذا ارتفع معدل التضخم مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في نفس المستوى و ذلك لأن معدل الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي ناقص معدل التضخم، حيث يرى Fama & Schwartz بأن نظرية فيشر الخاصة بالأسعار ومعدلات الفائدة يمكن تعميمها على كل الموجودات التي يمكن تداولها، وبناء على ذلك يتأثر المعدل الحقيقي المتوقع لعوائد الأسهم ومعدل التضخم بالمعدل الاسمي لعوائد الأسهم، فأصل الفرضية يشير إلى أن المعدلات المتوقعة للعوائد الاسمية تساوي العوائد الحقيقية مضاف إليها معدل التضخم المتوقع حسب المعادلة أدناه:

$$R = P + E(I)$$

حيث أن:

R: معدل العائد الاسمي، **P:** معدل العائد الحقيقي، **E(I):** معدل التضخم المتوقع.

بالتالي تعتبر العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم المتوقع، ولكنها تتحدد بفعل عوامل حقيقية داخل الاقتصاد، في حين معدل العائد الاسمي مرتبط ارتباطا تاما بالتضخم لأنه يعكس كل المعلومات النقدية المتاحة في الاقتصاد وقد كانت هذه الفكرة من أهم مبادئ فرضية فيشر.[2]

تفترض الصيغة الرياضية السابقة أن معدل التضخم المتوقع يكون مساويا للواحد الصحيح، أي أن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بمعدل يساوي معدل التضخم المتوقع، لذلك فإن توزيعات الأسهم سترتفع في أوقات التضخم بنسبة تكافئ انخفاض القوة الشرائية بسبب التضخم، ما يعني أن فرضية " فيشر" تذهب إلى أن

[1] Martin Feldstein, " Inflation, Tax Rules, and Capital Formation- Inflation and the Stock Market-", National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press,1983, pp:189-190.

[2] حيدر فاخر عبد الستار، "التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي"، دار المريخ، الرياض، 2002، ص:66.

الأسهم وسيلة تحوط تجاه التضخم، إلا أنها لم تعنى بمعدل العائد المطلوب من قبل حاملي الأسهم، وهو العامل الأكثر أهمية بالنسبة إلى المستثمرين، فعندما يرتفع معدل التضخم فإن المستثمرين سوف يقومون بطلب معدل عائد على الأسهم أعلى بالمقدار نفسه لتحقيق معدل العائد الحقيقي ذاته؛ لذلك فإن المستثمرين في الأوراق المالية لا يرحبون بالتضخم المرتفع لأنه يزيد من مخاطر معدل العائد الحقيقي على استثماراتهم.[1]

أخد الكثير من الاقتصاديين بفرضية فيشر وإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة للتحوط من مخاطر التضخم ليس فقط لأن أسعار الأسهم ترتفع خلال فترات التضخم، وإنما بسبب ارتفاع توزيعات الأرباح بذات المعدل أو ربما أكثر، وذلك لأن الأسهم تمثل حقوق ملكية لأصول الشركة المادية التي تكون مستقلة عن معدل التضخم، أما التفسير الذي قدمه الاقتصاديون المؤيدون لهذه الفرضية هو أن الشركات تزيد أسعار منتجاتها في فترات التضخم في حين يبقى جزء كبير من التزاماتها ثابتة، لذلك فأي زيادة في أرباح الشركات توزع لحملة الأسهم العادية لتعويضهم عن انخفاض القوة الشرائية لدخولهم.[2]

3- فرضية فاما Fama hypothesis: في السبعينات من القرن الماضي، ظهر في الأدب الاقتصادي، عدد من التفسيرات للعلاقة السلبية المحيرة بين أسعار الأسهم والتضخم فقد قدم الاقتصادي يوجين فاما (Eugene Fama)آلية مختلفة لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم تتلخص هذه الآلية في أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الاقتصادية الحقيقية (النشاط الاقتصادي) في حين ترتبط هذه المتغيرات بعلاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية أيضا.

كما أشار فاما عام 1981م من خلال دراسته (stock returns real activity inflation and money)، إلى عدد من الدراسات التي أكدت العلاقة السلبية بين التضخم وعوائد الأسهم عقب عام 1953م، كدراسة Zvi Body، Jeffrey Jaffe و Gershon Mandelker، Charles Nelson، بالإضافة إلى دراسته التي وضح فيها آلية التأثير البديل " proxy effect " بين التضخم وأسعار الأسهم، حيث افترض أن العلاقة بينهما

[1] حاتم أحمد عديلة، " تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي"، رؤى إستراتيجية، مصر، أكتوبر 2014، ص: 10.

[2] حيدر فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

غير منطقية في طبيعتها وتعكس آلية الطلب على النقود والنشاط الحقيقي والتضخم وجعلها جزءا لا يتجزأ من النظرية الكمية.[1]

يمكن مما سبق تلخيص العلاقة السلبية بين التضخم وأسعار الأسهم كما يلي:

– أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية مثل الإنتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال.

– التضخم يرتبط ارتباطا عكسيا بهذه المغيرات وذلك انطلاقا من أفكار النظرية الكمية للنقود، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، مما يستدعي تدخل البنك المركزي من خلال السياسة النقدية لامتصاص الفائض، ومن أهم إجراءات هذه السياسات سياسة رفع أسعار الفائدة، وهذا الأخير يمثل عائقا أمام الاستثمار والإنتاج، وهذا ما يفسر العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم.

ثانيا: سعر الفائدة

يمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو رأس المال، ويعد من أهم المتغيرات في السياسة النقدية التي تؤثر على سوق الأوراق المالية، ومن المعروف أن مراقبة أسعار الفائدة وتحليلها من أهم المفاهيم في التحليل الأساسي للأسهم وسوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل، فالبنك المركزي يرفع سعر الفائدة في حال ارتفاع التضخم، فهو يستخدم للحد من التضخم في الاقتصاد عن طريق رفع تكلفة الاقتراض وبالتالي يقل الإنفاق والاستهلاك فيؤدي لانخفاض التضخم، وبالتالي فهو يؤثر بشكل غير مباشر على سوق الأسهم وفي النهاية سيكون لذلك تأثير على التنمية الاقتصادية الشاملة للدولة. حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى التشجيع على الادخار كما يؤثر على تكلفة التمويل للشركات والعكس صحيح فعندما يكون سعر الفائدة منخفض يتجه الأفراد للاقتراض وهذا بدوره يزيد من الإنفاق، وبناءا عليه؛ تزيد مبيعات الشركات وهذه الزيادة تؤدي إلى ارتفاع الأرباح في النهاية، لذا فإن تغير سعر الفائدة يؤدي إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية من خلال:[2]

[1] Eugene F. Fama, "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money", The American Economic Review, Vol. 71, No. 4, Sep 1981, pp:545-550.

[2] محمد محمود عطوة يوسف وآخرون، "أثر تغيرات سعر الفائدة على فاعلية سوق الأوراق المالية مع إشارة خاصة لمصر"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، مجلد 36، عدد04، أكتوبر 2012، ص: 547.

– جعل البنوك منافسا قويا للأوراق المالية بسوق الأوراق المالية، مما يجعل المستثمر يتجه إلى التخلص من الأوراق المالية ويتجه نحو الودائع والأدوات المالية ذات الدخل الثابت التي تتمتع بسعر فائدة مرتفع وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية وهبوط نشاط البورصة.

– أن ارتفاع سعر الفائدة يعني انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية نتيجة العلاقة العكسية بين قيمة الاستثمار ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار.

– يحد ارتفاع سعر الفائدة من الإقبال على الاستثمار مما يؤثر على النمو الاقتصادي الذي يعد أحد محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن أسعار الأسهم يمكن أن تتأثر بالتغيرات الحالية أو التغيرات غير المتوقعة أو المستقبلية لمعدلات الفائدة، وذلك من خلال أهداف السياسة النقدية المختلفة في فترات مختلفة، حيث تؤدي الزيادة في أسعار الفائدة المحددة في السوق إلى ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض الربحية، مما يؤدي إلى استجابة سلبية لسوق الأوراق المالية ولأسعار الأسهم وهذا ما يعكس العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم.[1] فما حدث في ديسمبر عام 1991 م في الولايات المتحدة الأمريكية يؤكد العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، فقد ارتفع مؤشر (Dow jones) بنسبة 10% في أقل من شهر وقد كان ذلك بصورة أساسية بسبب الانخفاض الحاد في أسعار الفوائد طويلة الأجل، وكذلك الحال الانخفاض الذي لوحظ في السوق عام 1994 م حيث انخفضت أسعار الأسهم في المتوسط بأكثر من 3% نتيجة للارتفاع الحاد في أسعار الفوائد.

بهذا هناك من يفترض أن وجود هذه العلاقة السلبية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم يعود للأسباب التالية:[2]

– تؤثر أسعار الفائدة على مستوى أرباح الشركات وهذا بدوره يؤثر على السعر الذي يرغب المستثمرون في دفعه مقابل السهم الواحد من خلال التوقع في زيادة أرباح الأسهم المستقبلية، كما أن معظم الشركات تمول جزءا من عملياتها عن طريق الاقتراض وارتفاع أسعار الفائدة يعمل على استنزاف جزء كبير من مواردها لتغطية الفوائد على تلك القروض ونتيجة لارتفاع نفقات الفوائد تنخفض التدفقات النقدية المتاحة لتوزيعات الأرباح في المستقبل وبالنتيجة تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات، أما انخفاض أسعار الفائدة

[1] Ling T. He, "Variations in effects of monetary policy on stock Market returns in the past four decades", Review of financial economics, 2006, p p:331-332.

[2] Ramin Cooper Maysami et al, "Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices", Jurnal Pengurusan 24, p p:53-54.

فيؤدي إلى انخفاض تكاليف الاقتراض وهو ما يشكل حافزا للتوسع أكثر مما سيكون لذلك تأثير إيجابي على العوائد المتوقعة المستقبلية لأسهم الشركة.

– من جهة أخرى يتم شراء كمية أكبر من الأسهم مع الزيادة في عملية الاقتراض، وبهذا فإن ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يزيد في تكلفة شراء الأسهم مما يتطلب معدل عائد أعلى قبل الاستثمار هذا ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم ومنه انخفاض الأسعار والعوائد.

– تؤثر أسعار الفائدة أيضا على تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار بالأسهم حيث أن انخفاض أسعار الفائدة يدفع المستثمرين إلى تحويل الأموال من سوق السندات إلى سوق الأسهم وهو ما ينعكس إيجابا على أسعار وعوائد الأسهم وبالعكس فارتفاع أسعار الفائدة يجعل الاستثمار في السندات أكثر جاذبية نظرا لخصائصها من ناحية العوائد والمخاطر وهذا قد يدفع إلى تعديل محافظهم الاستثمارية عن طريق شراء السندات وبيع الأسهم ما يؤثر سلبا على أسعار الأسهم.

بصفة عامة تظهر أسعار الأسهم (ومنه عوائد الأسهم) بعلاقة عكسية قوية مع التغيرات في أسعار الفائدة، حيث يرى بعض الباحثين مثلما يرى "سيجل" أن أسعار الفائدة في الأجل القصير والمتوسط هي المؤثر الوحيد الأكثر أهمية على أسعار الأسهم، فقد قام "سيجل" بتحليل السياسة النقدية للبنك الاحتياطي الأمريكي ولمدة 42 سنة من عام 1955م إلى عام 1996م وتوصل إلى النتائج التالية:[1]

– قيمة متوسط العائد في سوق الأسهم لمدة ثلاثة أشهر بلغت 5.6% بعد الانخفاضات الكبيرة في أسعار الفائدة التي أقرها بنك الاحتياطي الأمريكي (85 حالة)، وكلما كان بنك الاحتياطي الفدرالي يزيد من سعر الإقراض (92 حالة) كان متوسط العائد لمدة ثلاثة شهور على سوق الأسهم يصل إلى 0.85% فقط.

– بلغ متوسط العائد لمدة ثلاثة أشهر للمؤشر الإرشادي للأداء خلال تلك الفترة 2.97%.

وبالتالي يعتبر عائد ثلاثة أشهر بعد الانخفاضات في أسعار فوائد إقراض بنك الاحتياطي الأمريكي هو العائد المقابل لعائد ثلاثة أشهر مع الزيادات في أسعار إقراض بنك الاحتياطي الأمريكي وهو اختلاف مهم في أداء سوق الأسهم، وتعتبر التغيرات في سعر الإقراض مؤشرا جيدا للتنبؤ بعوائد الأسهم في الأجل القصير.

وعليه يتضح أن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم فارتفاع أسعار الفائدة يؤثر سلبا على عوائد الأسهم.

[1] جاري جراي وآخرون، "دليلك لتقييم الأسهم – دليل المستثمر الذكي للأداء المتميز في سوق الأوراق المالية –"، مكتبة جرير، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2007، ص:99.

ثالثا: سعر الصرف

يعرف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة محلية للحصول على عملة أجنبية، وأيضا يعرف بطريقة عكسية على أنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة من العملة المحلية.[1] ويعتبر وسيلة هامة لتخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية حيث تظهر أهميته بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية، كونه أحد محددات النشاط الاقتصادي، حيث جعلت الزيادات المستمرة في التجارة الدولية، وتحركات رؤوس الأموال من أسعار الصرف أحد العوامل الرئيسية المحددة لربحية الشركات وأسعار الأسهم، وبهذا ساعدت هذه التطورات على إيجاد علاقة كبيرة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم.

وقد أضحت التقلبات المستمرة في أسعار الصرف الاسمية للعملات تستقطب اهتمام الباحثين والأكاديميين بالإضافة إلى المستثمرين وذلك بسبب انعكاسها المباشر على التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات فضلا عن اهتمام أصحاب رؤوس الأموال بهذه التقلبات لتأثيرها على القيم السوقية للأسهم التي تؤدي بالضرورة إلى ارتفاع أو انخفاض قيمة المنشأة كنتيجة منطقية لارتفاع أو انخفاض قيمة السهم وهي مشكلة قد تتسبب في تآكل العوائد المالية الناتجة من الاستثمار في الأسهم مثلما يمكن أن تساهم في تخفيض خسائر حملة الأسهم إذا ارتبطت أسعار تلك الأسهم بعلاقة عكسية مع تقلبات سعر صرف العملة. بيدا أن هناك من يرى أن تحركات قيمة أي عملة لا تحمل تأثيرا سلبيا على أسعار الأسهم ومن ثم على عوائدها، ذلك أن بعض هذه التحركات تكون مفضلة وتكون بمثابة تحويط طبيعي لمخاطرة العملة من وجهة نظر حملة الأسهم وذلك يعتمد بدرجة كبيرة على قيمة معامل الارتباط بين تحركات سعر الصرف وتقلبات أسعار الأسهم التي تتراوح بين القيمة الموجبة (1) التي تشير إلى ارتباط موجب تام بين المتغيرين والقيمة السالبة (−1) التي تشير إلى العلاقة العكسية بينهما حيث أن:[2]

– عدم وجود ارتباط بين عوائد الأسهم وتحركات سعر الصرف يعني عدم وجود ردود فعل نظامية بين المتغيرين وبالتالي فإن مخاطرة العملة ستكون مساوية لصفر.

[1] علي بوعبد الله، "أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013–2014، ص:65.

[2] علي جيران عبد علي الخفاجي، "قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف – دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية–"، بحوث كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، ص:02. مقال متوفر على الموقع: http://qu.edu.iq/repository/?p=931

– الارتباط السالب يشير إلى أن سعر السهم المحلي سيستفيد من انخفاض سعر صرف العملة المحلية أي أن انخفاض سعر صرف العملة سيقابله ارتفاع في سعر السهم والعكس صحيح، ما يعني أن التحركات المختلفة بين أسعار الأسهم وقيمة العملة تعوض بعضها بعضا.

– الارتباط الموجب يعني أن سعر السهم سوف ينخفض كرد فعل للانخفاض في قيمة العملة المحلية.

تبقى طبيعة العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم الشغل الشاغل للباحثين، وقد تشعبت النظريات الداعمة لهذه العلاقة بحيث تشير النظرية الاقتصادية إلى أن العلاقة بينهما تفسر من خلال قناتين هما:

1- القناة المباشرة لعلاقة سعر الصرف بأسعار الأسهم (عبر السوق المالية):

تعرف أيضا عند البعض بالمنهج التقليدي (traditional approach) حيث يفترض هذا المنهج بأن أسعار الصرف تقود أسعار الأسهم، وينطوي تحت هذا المنهج آلية انتقال تقلبات سعر الصرف، والتي تؤثر على قيمة الشركة عن طريق التغيرات التنافسية والتغيرات في قيمة أصول وخصوم الشركة المقومة بالعملة الأجنبية، والتي تؤثر مجتمعة على أرباح الشركة وبالتالي على قيمة الأسهم.[1] ويمكن تحليل العلاقة أيضا بين المتغيرين من جانبين (محليا، خارجيا)، فبالنسبة للمستثمرين المحليين فإن انخفاض سعر صرف عملة بلد ما، يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها، والتوجه نحو الأصول المالية الأخرى في الاقتصاد (كالأسهم) مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها تبعا لذلك، كما أن انخفاض سعر صرف عملة ذلك البلد مع ثبات العوامل الأخرى، بالنسبة للمستثمرين الأجانب من شأنه أن يجعل أسعار الأصول المالية المحلية (الأسهم) أرخص نسبيا بالنسبة لهم، مما يزيد من طلبهم على تلك الأصول، وتزداد سرعة تداولها، ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعا لذلك. وهذا يشير إلى العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم بافتراض ثبات العوامل الأخرى.[2]

2- القناة غير المباشرة لعلاقة سعر الصرف بأسعار الأسهم:

تصنف العلاقة غير المباشرة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في إطار العلاقة طويلة الأجل، حيث أن انخفاض قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل الصادرات المحلية منخفضة مقارنة مع السلع

[1] Emrah Ozbay, " The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey", MAS-TER, University of Exeter, September 2009, p: 15.

[2] عبد القادر بسبع، " قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH"، مجلة دراسات وأبحاث –المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية–، عدد السنة التاسعة، 26 مارس 2017، ص: 03.

الأجنبية البديلة لها والعكس، إذ تتأثر مختلف الشركات بالتغيرات التي تطرأ على سعر صرف العملة المحلية أو العملات الأجنبية إيجابا أو سلبا، وهنا يمكن التفريق بين ما إذا كانت الشركة مصدرة أو مستوردة، فبالنسبة للشركات المصدرة؛ فإن انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية سوف يرفع من عوائدها بسبب ارتفاع مدخلاتها بالعملة الأجنبية عند تحويلها للعملة المحلية بمعدل مرتفع، وهذا ما يشجع المستثمرين على شراء أسهم الشركة أو على الأقل الاحتفاظ بما يملكونه من أسهم، هذا ما يفسر العلاقة العكسية بين سعر السهم وسعر الصرف، فانخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم. أما في حال ما إذا كانت الشركة مستوردة من نفس الدولة الأجنبية أو الدول الأجنبية الأخرى وارتفعت قيمة العملة الأجنبية فإن الربح المسجل من خلال المبيعات يمكن أن يلغى بالواردات، وعليه يجب معرفة الوضعية الصافية للعملة بالنسبة للشركة لتوضيح الأثر الحقيقي عليها إثر تغير سعر الصرف. لذلك من الصعب التأكد من أن ارتفاع أي عملة أجنبية أو أخرى سيكون له أثر إيجابي على جميع الشركات وبنفس الطريقة، حيث يرتبط هذا بالموقع الجغرافي للشركاء (الزبائن والموردون).[1]

فطبيعة الآثار والنتائج التي تتركها تغيرات أسعار الصرف على مبيعات الشركات المختلفة والمسجلة أسهمها في سوق الأوراق المالية قد تكون مفيدة لبعض الشركات وقد لا تكون كذلك للبعض الآخر بالتالي عند دراسة أسعار الأسهم على المستوى الكلي قد لا نجد معنوية إحصائية لتغيرات سعر الصرف على أسعار الأسهم، في الوقت الذي قد نجد فيه هذه العلاقة موجودة وبقوة في حالة دراستها على المستوى القطاعي أو على مستوى شركات معينة، وهو الأمر الذي دفع ببعض الاقتصاديين إلى القول بأن العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف علاقة غامضة وصعبة التفسير كما تلعب المرونات دورا جوهريا في هذا التحليل حيث أن التغير في الحساب الجاري يعتمد على مدى الاستجابة التي تحدثها الصادرات والواردات بالنسبة للتغير الحادث في العملة بالتالي فان تقلبات الصرف تكون ذات أثر متباين من اقتصاد إلى آخر، كل حسب طبيعته.[2]

رابعا: العرض النقدي

يعد العرض النقدي أحد أدوات السياسة النقدية الفعالة وينصرف مفهومه إلي رصيد الأشياء التي تستخدم كوسيط في التبادل، وفي إطار هذا المفهوم العام تتعدد مفاهيم العرض النقدي بحسب ما تحتوي

[1] Aymen KAROUI, "L'étude de l'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coré du sud", Université Laval, faculté des sciences de l'administration, Département de finance et assurance, Hiver 2004, pp:21-22.

[2] حيدر فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص ص:159-160.

عليه كل من هذه المفاهيم، إلي جانب النقد المتداول والعملة المساعدة التي تتمتع بدرجة عالية جدا من السيولة أي تلك التي يمكن تحويلها فورا إلي نقود دون تقلب في قيمتها وعلى ضوء ذلك يتم التمييز بين ثلاثة مفاهيم للعرض النقدي، المفهوم الضيق؛ ويرمز له بالرمز (M1) ويقتصر على رصيد النقد المتداول والعملة المساعدة بالإضافة إلي الودائع الجارية الخاصة، والمفهوم الواسع؛ ويرمز له بالرمز (M2) يشتمل بالإضافة إلي مكونات المفهوم الضيق على أشباه النقود، وهي عبارة عن الودائع الآجلة، والودائع الادخارية قصيرة الأجل بالبنوك التجارية بالإضافة إلي ودائع صندوق توفير البريد، والمفهوم الثالث هو عرض النقد بالمعنى الأوسع (M3)؛ يشتمل على مكونات كل من M1 و M2 مضافا إليها بعض أنواع الودائع الزمنية(لأجل) والأصول الأخرى عالية السيولة مثل الودائع الادخارية غير العائلية والسندات وأذونات الخزينة.[1]

تحظى العلاقة بين تغير عرض النقود وتغير أسعار الأسهم باهتمام الباحثين و المستثمرين في سوق الأوراق المالية منذ بداية عام 1970 ، وتقوم جريدة " وول ستريت " بتغطية تغير عرض النقود باستخدام أربعة مؤشرات، ومتابعة أسعار 30 شركة مع ارتفاع عرض النقود وانخفاضه بشكل يومي فتغير عرض النقود يمثل مؤشرا لاتجاه السياسة النقدية للبنك المركزي، والتي تمثل توقعاته لمستوى النشاط الاقتصادي ولتغيرات أسعار الأسهم.

وبما أن نشاط أسواق الأوراق المالية جزء مهم من النشاط الاقتصادي فإن أي تغير في عرض النقد سيكون له تأثير على هذه الأسواق، إما أن تكون تأثيرات مباشرة عبر تغيرات العوائد عن طريق تغير التدفقات النقدية المخصومة للشركة، أو تأثيرات غير مباشرة عبر قناة النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي يظهر في المقابل على أنه من المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم ومن ثم العوائد ومن خلال نموذج تسعير الأسهم الذي يعبر عن الأثرين والصيغة العامة لهذا النموذج موضحة في المعادلة الآتية:[2]

$$P_0=[\sum_0^\infty (E_{te}/I+it+rt)^t]$$

حيث أن:

P_0 : السعر الجاري (الحالي) للسهم.

It : معدل الفائدة الخالي من المخاطرة.

[1] أبو الفتوح، نجاح عبد العليم، "اقتصاديات النقود والمصارف والأسواق المالية الإسلامية"، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة، مصر، 2012، ص ص: 09-10.

[2] نبيل مهدي الجنابي، السيد فوزي حسين صاحب الطرفي، "أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا للمدة 2004-2010"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد الثالث، 2012، ص:254.

rt : مكافأة المخاطرة.

E_{te} : العوائد المتوقعة.

t : الزمن.

وطبقا لهذه الصيغة فإن تغيرات عرض النقد تؤثر على عوائد الأسهم من خلال (أثر السيولة وأثر أسعار الأسهم ومكافأة المخاطرة) فينعكس أثر السيولة على أسعار الفائدة، لأن النقود تعتبر أحدى مكونات الحافظة الاستثمارية، أما أسعار الأسهم فتتأثر بعرض النقد من خلال التغير في الطلب الفعال على السلع والخدمات وينتقل هذا الأثر عن طريق قناة عرض النقد على أسعار الأسهم.

وقد أشار أدب الفكر الاقتصادي الخاص بالأسواق المالية إلى وجود أكثر من طريق لانتقال أثر التغير في عرض النقد إلى سوق الأوراق المالية فالتغير في عرض النقد يمكن أن يسبب تغيرا في أسعار الأسهم بطريقتين هما:[1]

1- الطريقة المباشرة:

إن التأثير المباشر للعرض النقدي على أسعار الأسهم يتم عن طريق قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقود(ومع ثبات الطلب على النقود) فان الأفراد سيجدون أنفسهم أمام سيولة أكبر مما يحتاجون إليها لأغراض المعاملات المالية، فينفقون بعضا من هذه الأموال الفائضة في شراء الأوراق المالية ومنها الأسهم، وبما أن عرض الأسهم ثابت في الأمد القصير، فان زيادة الطلب على الأسهم يولد ارتفاع في حجم تداولها مما ينعكس إيجابا على أسعار الأسهم فترتفع قيمتها وتزيد عوائدها.

2- الطريقة غير المباشرة:

ينتقل فيها أثر العرض النقدي إلى أسعار الأسهم عبر قناتين، القناة غير المباشرة الأولى تتم عبر سوق السندات، فمن المعلوم أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وبما أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات هي علاقة عكسية، فإن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السندات ومنه انخفاض عوائدها، وحين يكون العائد على السندات اقل من العائد على الأسهم، فمن المحتمل أن ينخفض الإقبال على شراء السندات ويتحول مشتري السندات إلى سوق الأسهم، ونتيجة لتوسع الطلب على الأسهم يزداد حجم تداول الأسهم وترتفع أسعارها ومنه عوائدها، أما القناة غير المباشرة الثانية لهذا الأثر تنتقل عبر الناتج المحلي الإجمالي، كما ذكرنا سابقا فإن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى

[1] محمود صالح عطية، " تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مجلة ديالى، العدد الرابع والخمسون، 2012، ص:06.

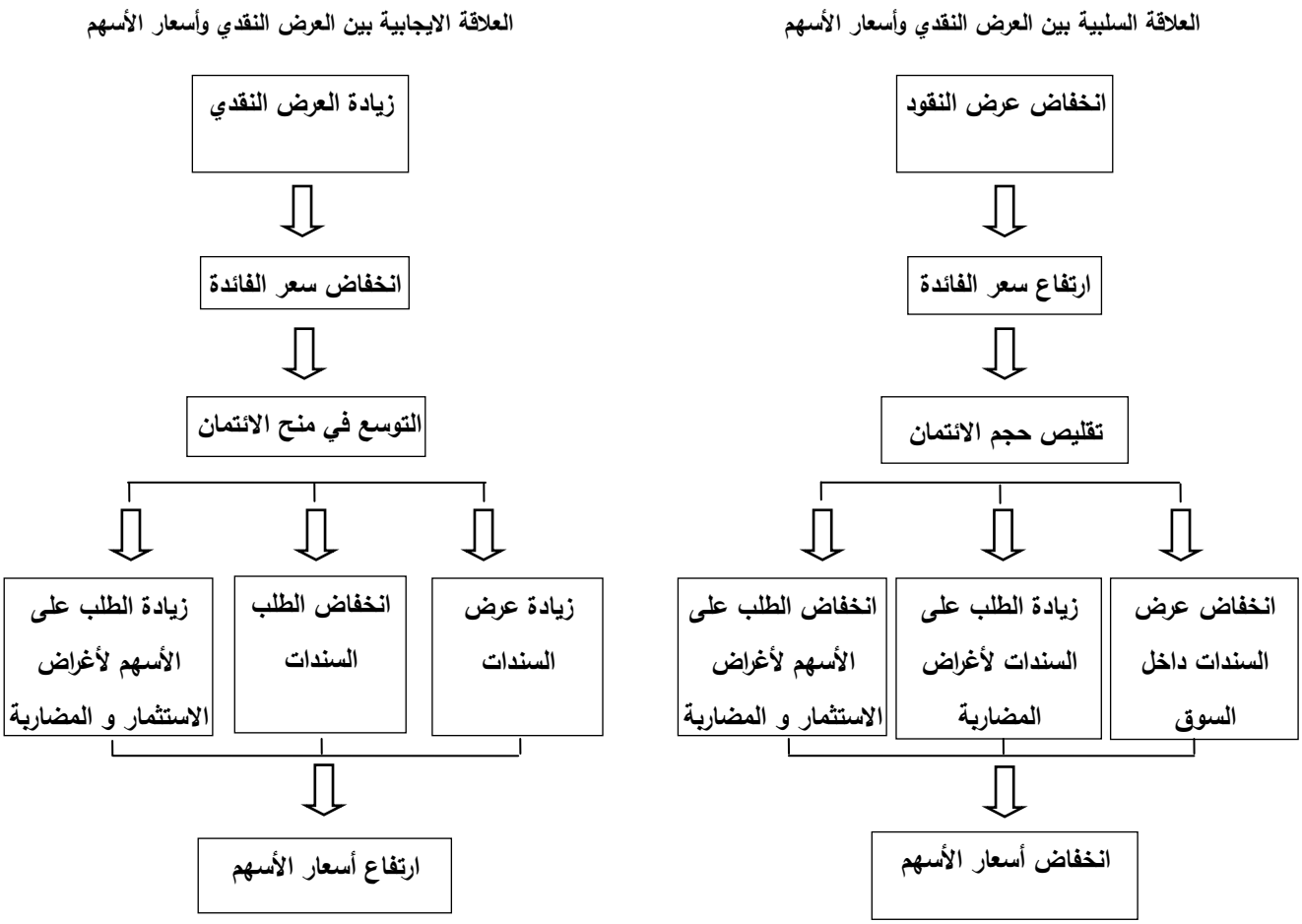
انخفاض أسعار الفائدة، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي، الذي يعمل على زيادة الإنتاج وزيادة الدخول، مما ينعكس إيجابا على مستوى الطلب على منتجات الشركات فيزيد الطلب على منتجاتها مما يساعد على زيادة أرباحها وبالتالي ارتفاع الأرباح الموزعة على المساهمين، الأمر الذي يحفز المستثمرين والمدخرين على شراء الأسهم مما يؤدي بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم وعوائدها.

بهذا يمكن القول أنه مهما كانت طريقة انتقال أثر عرض النقد على أسعار الأسهم (بصورة مباشرة، أو غير مباشرة –سواء عبر سوق السندات أو عن طريق الناتج المحلي الإجمالي–) فإن الزيادة في العرض النقدي تؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم ومنه ارتفاع أسعارها وعوائدها، هذا ما يراه بعض الاقتصاديين أمثال فريدمان وشوارتز (Milton Friedman; Anna Jacobson Schwartz)، في حين يرى البعض الآخر أمثال كيران (Keran) أن هناك أثر سلبي بين عرض النقود وأسعار الأوراق المالية حيث يفسر ذلك بأن زيادة عرض النقود قد يكون له كذلك أثر سلبي يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى الزيادة في الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون و بالتالي انخفاض الأسعار.

كما يرى الاقتصاديون الكينزيون بأن العلاقة بين أسعار الأسهم والعرض النقدي هي علاقة عكسية، وأن التغير في العرض النقدي سوف يؤثر على أسعار الأسهم فقط إذا كان التغير في العرض النقدي يؤدي إلى تغير التوقعات المستقبلية حول السياسة النقدية المستقبلية، فحسب المنهج الكينزي الصدمة الإيجابية للعرض النقدي (positive money supply shock) أي زيادة المعروض من النقود يؤدي بالأعوان الاقتصاديين إلى توقع حدوث تشديد في السياسة الاقتصادية النقدية في المستقبل، مما يدفعهم إلى زيادة الطلب على النقود في المستقبل فترتفع معدلات الفائدة الحالية ويرتفع معدل الخصم أيضا في حين أن القيمة الحالية للأرباح المستقبلية ستنخفض، هذا ما ينعكس سلبا على أسعار الأسهم. إضافة إلى أن الارتفاع في معدلات الفائدة سيعيق الاستثمارات الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أكبر في أسعار الأسهم وعوائدها،[1] ويوضح الشكل الموالي العلاقة بين العرض النقدي وأسعار الأسهم حسب المنهجين السابقين.

[1] Sellin, Peter. "Monetary Policy and the Stock Market: Theory and Empirical Evidence", Journal of Economic Surveys , Vol 15, No 4, 2001, p p: 495-498.

الشكل رقم (1-2): العلاقة الإيجابية والسلبية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم



المصدر: عباس كاظم الدعمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص: 107.

خامسا: النشاط الاقتصادي والدورة الاقتصادية

لا تتحرك أسعار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) صعودا وهبوطا، بمعزل عن مسار النشاط الاقتصادي، فقد أشارت عدة دراسات إلى أن أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) تتحرك بشكل متناسق مع حركة المتغيرات الاقتصادية الأخرى، وبفواصل زمنية محددة، وقد أفصح اختبار مئات السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية ذات الصلة بالدورات الاقتصادية في الماضي عن وجود مجموعة من المؤشرات الاقتصادية، تنقسم تلك المؤشرات إلى ثلاث مجموعات هي:[1]

[1] منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص ص:297-298.

1- المؤشرات القائدة (السابقة للأحداث): هي تلك المؤشرات التي يسبق التغير فيها التغير الذي يطرأ على الحالة الاقتصادية العامة، إذ تسبق حركة هذه المؤشرات تقلبات مستوى النشاط الاقتصادي (الذروة والقعر)، بعبارة أخرى إن هذه المؤشرات تصل إلى الازدهار أو الركود قبل النشاط الاقتصادي وبفواصل زمنية محددة، ومن ثم يمكن عن طريق هذه المؤشرات التنبؤ بما سيؤول إليه النشاط الاقتصادي مستقبلا، ومن أهم هذه المؤشرات: مؤشرات أسعار الأسهم، صافي التغير في المخزون، مؤشرات تأسيس المنشآت الجديدة، مؤشرات تصاريح البناء.

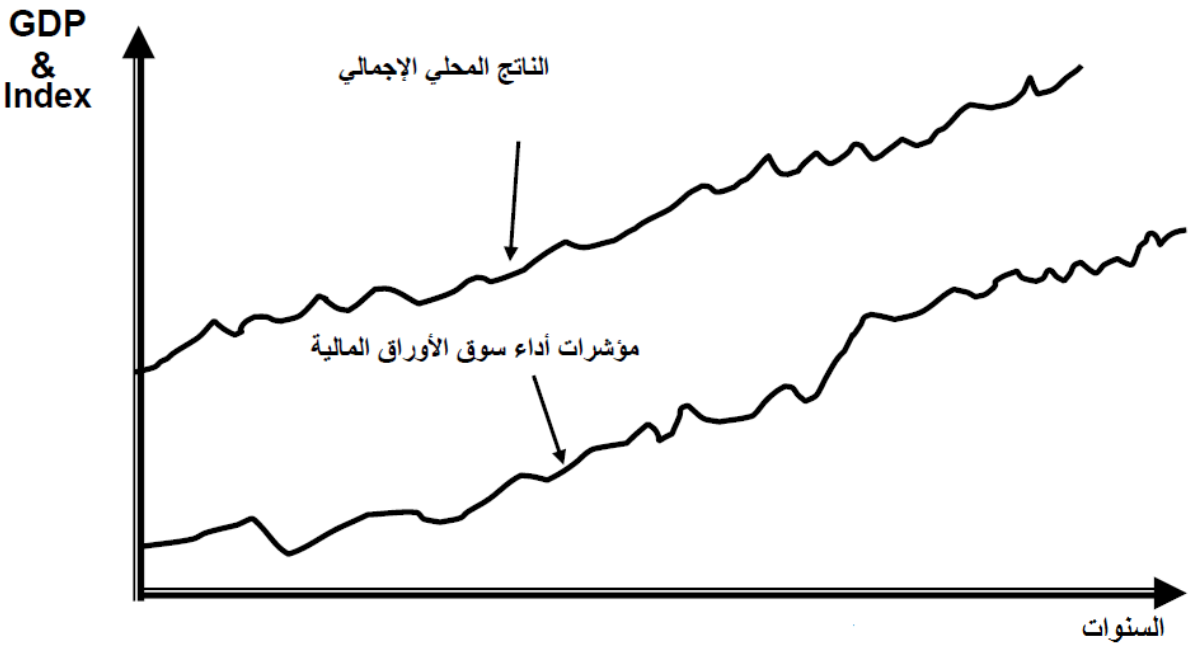
2- المؤشرات المواكبة للأحداث: تتضمن مجموع المؤشرات التي يظهر عليها التغير في نفس اللحظة التي يحدث فيها التغير على الحالة الاقتصادية العامة أي أن التغير فيها يحدث بشكل متزامن مع التغير في مستوى النشاط الاقتصادي، أهم هذه المؤشرات: مؤشر الإنتاج الصناعي، المبيعات الصناعية والتجارية، دخل الفرد مطروحا منه التحويلات للغير.

3- المؤشرات المتخلفة أو اللاحقة للأحداث: هي مجموعة المؤشرات التي يظهر عليها التغير بعد ظهوره على الحالة الاقتصادية العامة، أهمها: المخزون الصناعي والتجاري، متوسط البقاء في العمل، تكلفة العمالة للوحدة المنتجة، معدل التغير في الحد الأدنى للفائدة على القروض، حجم القروض للتجارة وللصناعة.

يتضح مما سبق أن مؤشر أسعار الأسهم يعد واحدا من المتغيرات المتضمنة في المجموعة الأولى، ومن ثم فإن حركة أسعار الأسهم تسبق حركة النشاط الاقتصادي، حيث أثارت مناقشة الأسباب الكامنة وراء هذه الأسبقية جدلا كبيرا بين الاقتصاديين وصناع السياسة منذ سبعينات القرن الماضي إلى يومنا هذا. ويرى كثير من الاقتصاديين والماليين أن استقرار الأسواق المالية وتأدية مهامها على النحو الأفضل يتوقف على استقرار النشاط الاقتصادي وقد حاولت بعض الدراسات إثبات هذه الحقيقة من خلال قياس العلاقة بين النشاط الاقتصادي (ممثلا بالناتج المحلي الإجمالي) ، والأسواق المالية (ممثلة بأسعار الأسهم والسندات) كما كشف تقرير لوزارة التجارة الأمريكية أن دراسة حركة الناتج المحلي الإجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية خلال المدة (1956-1985) أفصحت عن وجود علاقة طردية بين المتغيرين خلال مدة الدراسة كما هو موضح في الشكل أدناه.[1]

[1] محمود صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 10-11.

الشكل رقم: (1-3): العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.



المصدر: محمود صالح عطية، " تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مرجع سبق ذكره، ص11.

ما يمكن ملاحظته من خلال المنحنيين أنهما متوازيان فالتقلبات في أسعار الأوراق المالية توازي تقريبا التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي، بالتالي فهما يسيران في نفس الاتجاه مما يؤكد العلاقة الطردية التي تربط أسعار الأسهم بحالة النشاط الاقتصادي.

كما أن أسعار الأسهم تستجيب للعديد من المتغيرات الاقتصادية، والتي تعد ضمن المؤشرات القائدة (السابقة) للدورة الاقتصادية، ولعل أهم هذه المؤشرات عوائد الشركات والهوامش الربحية، ولأن المحلّل الاقتصادي ومدير المحفظة المالية يقومان بتحليل السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية التي تقود الاقتصاد فإن أسعار الأسهم تتكيف، وبسرعة، مع التغيرات الحاصلة في السلاسل الزمنية ذات العلاقة مما يجعل من أسعار الأسهم مؤشرا قائدا للنشاط الاقتصادي.[1] وقد أشار كل من بيرس ورولي في 1985(Pearce & Roley) إلى أن تأثير التقارير المالية عن حجم الإنتاج القومي يمكن أن يكون له تأثير ايجابي، كما يمكن أن يكون له تأثير سلبي، على أسعار الأسهم، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي، يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة تداول الأسهم ومنه ارتفاع أسعارها، والعكس صحيح في حالة التوقعات التشاؤمية إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها

[1] فاخر عبد الستار حيدر، مصدر سبق ذكره، ص:141.

أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود بشكل يتوقع أن يسفر معه ارتفاع في معدل التضخم ومنه زيادة في سعر الفائدة تؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.[1]

تعبر الدورة الاقتصادية عن التغيرات والتقلبات التي تحدث لوتيرة النمو الاقتصادي خلال مدة زمنية معينة، وتعرف هذه الدورة بدورات الازدهار والكساد حيث تتكون الدورة الاقتصادية من أربعة مراحل مرحلة الازدهار، مرحلة القمة، مرحلة الكساد ومرحلة التعافي، تعتبر مرحلة الازدهار فيها المرحلة الاعتيادية للاقتصاد، في حين تكون مراحل الركود والكساد غير اعتيادية وتدوم لفترة أقصر. ويقوم المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية بالولايات المتحدة الأمريكية (The National Bureau of Economic Research) (NBER) باستخدام أرقام الناتج المحلي الاجمالي لكل ثلاثة أشهر لتحديد مراحل الدورات الاقتصادية، بالإضافة لبعض المؤشرات الاقتصادية كنسبة البطالة، الدخل الفردي والإنتاج الصناعي وأرقام مبيعات التجزئة. ونشير هنا إلى أن التغيرات الحاصلة في الدورة الاقتصادية لا تؤثر فقط على النمو والإنتاج وإنما على أسواق المال مع اختلاف أنواعها، وبشكل عام يكون أداء سوق الأسهم أفضل في مرحلة الازدهار، ومتوسطا في المراحل الأخرى، في حين يكون أداء سوق الأسهم سلبيا في مرحلة الكساد، بالمقابل يكون أداء الأصول الدفاعية كسندات الخزينة أفضل في أوقات الأزمات وفترات ضعف النمو الاقتصادي، لذلك يقوم المستثمرون بالاستثمار في أسواق الأسهم خلال فترات الرخاء والنمو الاقتصادي في سبيل الاستفادة من العائد المرتفع الذي توفره، في حين يقومون باللجوء إلى الأصول ذات العائد الثابت كسندات الخزينة أو الودائع البنكية بالإضافة لسوق السلع خلال مراحل الركود وضعف النمو الاقتصادي.

يعتبر أداء سوق الأسهم مؤشراً على ماهية الدورة الاقتصادية، كون المستثمرين يدرسون الأرقام والمؤشرات الاقتصادية للدخول إلى السوق عند تحسن الاقتصاد والخروج منه عند تراجع نموه، حيث يقول عالم الاقتصاد "جيريمي سيغيل" والذي يعمل كأستاذ في جامعة بنسلفانيا بالولايات المتحدة، أن سوق الأسهم يقوم بالارتفاع قبل مرحلة القمة والانخفاض قبل مرحلة الركود، فمنذ سنة 1802عرف الاقتصاد العالمي 47 مرحلة ركود، وخلال 43 من أصل 47 مرحلة ركود (ما يقارب 90%) عرف سوق الأسهم تراجعاً بنسبة 10% أو أكثر. وبالتالي فإن حركة سوق الأسهم دائماً ما تسبق مراحل الدورة الاقتصادية،

[1] منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مصدر سبق ذكره، ص ص:296-267.

فأداء سوق الأسهم قد يبدأ بالتراجع قبل تراجع النمو الاقتصادي مع استثناء الركود الاقتصادي لسنتي 1980و 1990 حيث لم تعطي أسواق الأسهم أية إشارة على حدوث أزمة اقتصادية.[1]

قد أشار بعض الاقتصاديين إلى إمكانية انعكاس مراحل الدورة الاقتصادية في سوق الأسهم كون الأخيرة مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي، فضلا عما تحمله الدورة الاقتصادية بين مراحلها من تقلبات في متغيرات الاقتصاد الكلي، تنعكس بصورة مباشرة أو غير مباشرة على أسعار الأسهم، وذلك كما يلي:[2]

– يؤدي الكساد إلى تراجع عام في النشاط الاقتصادي، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب على منتجات الشركات وبطء حركة المبيعات أو تراجعها، وتضطر الشركات هنا إلى تغطية تكاليفها الثابتة التي تلتزم بها (كفوائد الاقتراض)، مما يؤدي إلى خفض هوامش الربح بشكل كبير، وانخفاض مقسوم الأرباح ومنه انخفاض أسعار الأسهم وعوائدها تبعا لذلك.

– أما في حالة الازدهار الاقتصادي، ومع ارتفاع الطلب على السلع والخدمات التي تنتجها الشركات يزيد حجم المبيعات ومنه ترتفع الأرباح، والأمر نفسه حتى مع الشركات الضعيفة ماليا حيث تشهد هي الأخرى زيادة في مبيعاتها ومنه ارتفاع أرباحها الأمر الذي يؤدي مباشرة إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات ما ينعكس إيجابا على أسعار ومنه عوائد أسهمها بعد ارتفاع أرباحها.

سادسا: السياسة الضريبية والموازنة العامة

إن أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية هي الأسواق المالية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق أثارا مرغوبة أو مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق التغيير في السياسة الإنفاقية أو الضريبية أو في كليهما، حيث تمارس السياسة الضريبية تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على القطاع المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، إذ تؤثر على تكلفة رأس المال وربحية الشركات ومن ثم الطلب على رأس المال والاستثمار وما ينطوي على ذلك من التأثير على الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، كما تؤثر على أداء الوسطاء الماليين من خلال التأثير على دخولهم بعد الضريبة وكذلك الخدمات التي يقدمونها، وأخيرا تؤثر على قرارات المدخرين ومن ثم

[1] شركة الوساطة والاستثمار(NETOTRADE)، "علاقة الدورة الاقتصادية بأسواق الأسهم"، متوفرة على الموقع الالكتروني: https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/learn-to-trade-with-the-economic-cycle .

[2] حيدر حسين آل طعمه، فاضل موسى المالكي، "اتجاه العلاقة الديناميكية بين أسواق المال والاستقرار الاقتصادي في الاقتصادات الآسيوية (اندونيسيا وسنغافورة حالة دراسية)"، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد الثاني، العدد الثامن، دون سنة النشر، ص: 250.

عرض الأموال القابلة للإقراض، كما تلعب دورا هاما في تخصيص الموارد فيما بين الأصول المالية وتؤثر بذلك على عوائد هذه الأصول (منها الأسهم) وعلى الأسعار النسبية لها.[1]

إذ تمارس السياسة المالية تأثيراتها على سوق الأوراق المالية من خلال مختلف أدواتها من نفقات وإيرادات فمن جانب الإيرادات يؤثر زيادة حجم ونوع الضرائب بالسلب على العوائد المتوقعة من الأسهم، بينما تلعب الحوافز الضريبية (إعفاءات وتخفيضات...) دورا هاما في تنشيط السوق، فكثيرا ما نسمع عن المنافسة الضريبية بين الدول سعيا منها لإغراء متعاملي سوق الأوراق المالية.

إن التغيرات في السياسة الضريبية يمكن أن تؤثر وبشكل واضح على القيمة الجارية للسهم، لأن التغيرات في معدلات الضرائب المفروضة على أرباح الشركات تأثر على نسبة الأرباح الموزعة، فمثلا عندما تزداد هذه المعدلات فإن الأرباح الموزعة على المساهمين تنخفض وبالتالي ينخفض معدل إيراد السهم، وينتج عن ذلك انخفاض القيمة الجارية للسهم.[2] ومن جانب آخر فإن خفض معدلات الضريبية على الدخل (طالما أن الدخل المكتسب يكون في صورة أجور وأرباح وفوائد)، يؤدي إلى زيادة الدخل المتاح ويعني ذلك قوة شرائية أكبر بين أيدي الأفراد والشركات ومن ثم زيادة الطلب على الأسهم في السوق المالية.[3]

أما بالنسبة للموازنة العامة يحدث عجز الموازنة عندما تزداد النفقات العامة على الإيرادات الحكومية، وتساعد نفقات الحكومة على تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب، ولكن قد يؤدي عجز الموازنة إلى التضخم وزيادة معدل العجز في المستقبل، كما أن خفض الإنفاق الحكومي قد يؤدي إلى نقص العرض من النقود وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وفي كل الأحوال تمارس السياسة الانفاقية زيادة أو نقصا في الإنفاق تترتب عليه آثار مباشرة وغير مباشرة في أسعار الأوراق المالية.[4] ومن وجهة نظر المستثمرين، فإن وجود عجز كبير في الموازنة يؤثر سلباً على أسعار الأسهم، من خلال هيكل أسعار الفائدة، لأن استمرار الحكومة بضخ كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق سيؤدي إلى انخفاض أسعارها، وبما أن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية فإن هذا سيؤدي إلى ارتفاع

[1] عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص:120.

[2] مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال- أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث-"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003، ص:425-426.

[3] سحاب الصمادي، أحمد ملاوي، "أثر الضرائب الحكومية على أداء بورصة عمان: نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة(ARDL)، المنارة، المجلد 22، العدد الثاني، 2016، ص: 209.

[4] عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص: 171.

معدلات الفائدة على السندات في السوق المالي مما يضعف التوجه نحو شراء الأسهم في البورصة، ومنه انخفاض أسعارها وعوائدها أما في حالة وجود فائض في الموازنة ناجماً عن زيادة الإيرادات الضريبية فإنه يحدث العكس تماما.[1]

المطلب الثاني: عوامل أخرى

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على عوائد الأسهم، لكن هذه العوامل ليست عوامل اقتصادية عامة مثل التضخم وأسعار الفائدة بل هي عوامل أخرى مختلفة، بعضها متعلق بالجانب السياسي والأوضاع العامة للدولة، وأخرى متعلق بالجانب النفسي، وأخرى عوامل مالية وغير مالية مرتبطة بالشركات.

أولا: الأزمات المالية

أكدت شواهد الاقتصاد العالمي على أن الأزمة التي تصيب منطقة اقتصادية معينة تمتد لتضرب بأواصرها مختلف المناطق الاقتصادية في العالم لاسيما العملاقة منها، هذا الانتقال للعدوى يعبر عنه عادة في أدبيات الاقتصاد العالمي بأثر الدومينو Effet domino، فقد اهتز العالم خلال سنة 2008، لاسيما في الربع الثالث منه لأزمة مالية واقتصادية خانقة أطاحت بكبريات الشركات والبنوك في العالم، ونظرا لتشابك الاقتصاديات والأنظمة المالية للدول المتقدمة والدول الناشئة على وجه التحديد فقد انتقلت عدوى هذه الأزمة إلى كافة المناطق في العالم تقريبا وأصابت بشظاياها معظم الدول، وإن كانت بدرجات متفاوتة، كما أدى ارتباط أسواقها المالية إلى هبوط حاد في أسعار الأسهم في معظم بورصات العالم لعدة أشهر متتالية،[2] فقد فقدت هذه الأسواق أكثر من 60% من قيمتها بل أن الكثير من الشركات انخفضت أسعار أسهمها إلى أقل من قيمها الدفترية بكثير.[3]

من جهة أخرى وفي ظل العولمة ومع تحرر حركة الأموال بين الدول وتضاعف حجمها عشرات المرات خلال العقود الخمسة الأخيرة؛ وبالتالي فان تدفقها إلى داخل أو خارج دولة أو إقليم ما بحثا عن الأرباح بهذه الأحجام الضخمة، يمكن أن يخلق حالات اختلال سوقي تترتب عليها تغيرات حادة في أسعار الأسهم والعوائد، فعلى سبيل المثال فان تدفق أموال المضاربة والاستثمار بأحجام كبيرة إلى سوق

[1] سحاب الصمادي، أحمد ملاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 209.

[2] نادية شطاب، بن يوب فاطمة، "قنوات الانتقال للأزمة المالية: نماذج تقييمية للآثار-خاصة حالة الاقتصاد الجزائري-"، مجلة الأكاديمية العربية في الدنيمارك، العدد الرابع عشر، 2014، ص: 284.

[3] حيدر يونس الموسوي، "انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة 2003-2009)"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد السادس والثمانون، 2011، ص:177.

دولة أو إقليم ما سيخفض أسعار الفوائد ويرفع أسعار الأسهم بشكل حاد ويزيد بشكل كبير من أرباح المضاربين في أسواق المال.[1]

وقد أشارت ذخيرة الدراسات النظرية إلى وجود قناتين لانتقال عدوى الأزمات هما:

1- قناة التجارة: أو التبادل التجاري ما بين الاقتصاديات، فالاقتصاد الذي يمر بموجة كساد يؤثر على باقي الاقتصاديات من خلال تجميد حركات أو عقود التصدير والاستيراد وهو ما يكون له بالغ الأثر على عوائد تلك الشركات المصدرة ومنه على أسعار أسهمها.

2- قناة أسواق المال: خصوصا مع الاندماج المالي للأسواق أو ما يسمى بربط الأسواق بعضها بعضا من خلال الإدراج المزدوج أو المتعدد لأسهم الشركات في أسواق مختلفة، إضافة إلى فتح الأسواق المالية أمام المتداولين الأجانب وماله من بالغ الأثر على انتقال الفزع ما بين الأسواق المختلفة، فعندما تصاب بورصة ما بالانهيار ويخسر المتداولون أرقاما كبيرة يهلع المتداولون إلى السوق المجاورة لتعويض خسائرهم في السوق الأولى وهذا ما تدعمه وتؤكده الوقائع في كثير من البورصات.

ثانيا: الشؤون العالمية و الظروف السياسية

يقصد بالشؤون العالمية في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما ويحدثنا التاريخ الحديث على تأثر اقتصاد وأسواق رأس المال في العديد من الدول بالأزمة القلبية الطارئة التي أصابت الرئيس الأمريكي جورج بوش1991، وبحرب الخليج، وبالتغيرات الجذرية التي حدثت في الاتحاد السوفيتي، وباغتيال الرئيس الأمريكي جون كيندي والملك فيصل آل سعود والرئيس محمد أنور السادات، وإن كانت في حقيقة الأمر هذه المعلومات لا تسمح في بعض الأحيان للمستثمر العادي استخلاص العبر والنتائج منها إلا أن المحللين وخبراء المال كثيرا ما ينشرون وجهات نظرهم بشأن تأثير تلك الأحداث على اقتصاد الدول وقطاعات الأعمال فيها، بل وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية التي تصدرها منشأة ما.[2] فالعامل السياسي يشكل تأثيرا كبيرا على قرارات الاستثمار، فالظروف السياسية الإيجابية والمستقرة تدفع المستثمرين إلى شراء الأوراق المالية (ومنها الأسهم) والتعامل بها، مما يؤدي إلى

[1] طالب عوض، "أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية"، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، ديسمبر 2008، ص:03.

[2] منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 214-215.

رفع سيولتها وزيادة أسعارها مما يزيد من عوائد الاستثمار فيها.[1] وعن بعض المتغيرات السياسية، التي غالبا ما تؤثر في نشاط الأسهم وأسعارها نذكر:[2]

– تعرض الأسواق المالية إلى خطر الاضطرابات السياسية والمظاهرات وما حدث في تونس ومصر بعد ثورات الشباب في كلا البلدين في مطلع عام 2011، والتي عملت على تعطيل الحركة الاقتصادية والتجارية، مما أثر سلبا في سوق الأوراق المالية وأسعار أسهمها في كلا البلدين.

– تعرض بعض الحكومات، وخاصة النامية منها لانقلابات عسكرية، يصاب بسببها البلد بالشلل الكامل والتام لكافة النواحي الاقتصادية مما يؤدي إلى خلق خطر كبير يهدد كافة أنواع الاستثمار في البلاد.

ثالثا: سياسة الحكومة

يكون للسياسات التي تنتهجها الحكومة مثل تغيير اللوائح تأثيرا هائلا على أداء الشركات المختلفة وعلى أسعار أسهمها، فالحكومات مسؤولة عن تنظيم قطاعات معينة مثل البنوك والتأمين والاتصالات حيث تقوم الحكومات أحيانا بتغيير التشريعات التي تزيد أو تقلل من الصعوبات والعوائق التي يواجهها قطاع معين ليظهر أداء جيدا، فعلى سبيل المثال يتعين على البنوك في أغلب الدول أن تحتفظ بحد أدنى من قيمة ودائع العملاء في صورة احتياطيات نقدية، وزيادة متطلبات الاحتياطي تعني انخفاض الأموال المتاح للبنوك إقراضها للشركات، ومع انخفاض القدرة على الإقراض تنخفض الفوائد التي تحصل عليها البنوك؛ وهو الأمر الذي يكون له تأثير سلبي على أسعار أسهم هذه البنوك. ونظرا للارتباط المتبادل بين قطاعات الاقتصاد المختلفة، فإن تغيير القواعد الحاكمة لقطاع معين يمكنه أن يؤثر أيضا على سلامة الشركات في قطاع آخر، وبالتالي على أسعار أسهمها هي الأخرى. كما أن رفع متطلبات احتياطيات البنوك على سبيل المثال له تأثير على الشركات التي تعتمد عادة على التمويل البنكي في تمويل النمو لديها، ومن ثم يمكن أن يؤدي تقليل قدرة الشركات على الاقتراض من البنوك إلى انخفاض أسعار أسهمها أيضا، لكن يمكن أن يكون العكس صحيحا؛ فإذا خفضت الحكومة من متطلبات الاحتياطي، فإن هذا قد يكون له تأثير إيجابي على أسعار أسهم البنوك والشركات التي تتعرض لتكلفة الاقتراض.[3]

[1] دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012، ص: 81.

[2] محمود صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

[3] https://learn.tradimo.com.

رابعا: العوامل النفسية

إذ تلعب هذه العوامل دورا كبيرا في التأثير على أسعار الأسهم واتجاهات السوق بشكل عام، ونقصد بالعوامل النفسية هي تلك التصرفات السلوكية التي يتبعها المستثمر بدوافع متعددة أخرى بعيدة عن المنطق الاقتصادي وبدون تحليل دقيق لنتائج القرارات المتخذة، ومن هذه التصرفات الاستمرار في الولاء لسهم معين أو الركض وراء الجموع (غريزة القطيع) ومعاكسة التيار بالاتجاه المعاكس، الاكتئاب النفسي، وسلوك الفرد والسوق .[1]

كما تنص المالية السلوكية على أن قرارات الأفراد والمستثمرين غير عقلانية وتتأثر بالعوامل النفسية والعاطفية التي تنتابهم، مما يؤثر بشكل مباشر على آليات التعامل في الأسواق المالية وحركة تداول وأسعار الأوراق المالية، كما أن النفور من الخسارة كأحد ملامح التفضيلات السلوكية للمستثمرين يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية خاطئة، فقد يمتنع الأفراد عن بيع الأسهم الخاسرة عند انخفاض أسعارها محتفظين بها زمنا طويلا، على أمل تجنب الخسائر الفعلية عند التخلص منها (سلوك البحث عن المخاطرة)، وبيع الأسهم الرابحة سريعا (سلوك تجنب المخاطرة)، هذا السلوك يسبب مخاطرة كبيرة على أسعار الأسهم مستقبلا.[2]

خامسا: عوامل مرتبطة بالشركة

هناك عوامل داخلية غير مالية تتعلق بالبيئة الداخلية للشركة حيث أنها تتأثر وتؤثر فيها، ترتبط بكل شركة على حدا وهي على سبيل المثال لا الحصر:

1- عدد العاملين في الشركة: يعد عدد العاملين من الأصول المتغيرة للشركة، حيث يساعد على إظهار حجم عمل هذه الشركة وإنتاجيتها، مما يؤثر على عائد الاستثمار وموقعه بين الشركات الأخر، فغالبا ما يؤثر عدد العاملين في الشركة في كمية إنتاج هذه الشركة وهو ما يؤثر على قوتها ووضعها الاقتصادي بين الشركات الأخرى، مما يزيد من إقبال المستثمرين على شراء أسهمها، وبالتالي زيادة الطلب عليها ينعكس إيجابا على عوائد أسهمها.

2- رأس مال الشركة وحجمها: يعتبر حجم الشركة المحرك الأساس لأي مشروع أو عمل استثماري، يهدف لزيادة الإنتاجية وإعادة تجديد رأس المال، وله أثر واضح على عوائد الأسهم، فكلما كان حجم

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

[2] عبد الرحمان بن سانية وآخرون، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، ديسمبر 2017، ص: 20، مقال متوفر على الموقع الالكتروني: https://www.researchgate.net/publication/321951222 .

الشركة كبيرا تتأثر العوائد بشكل كبير، والعكس صحيح فكلما كان حجم الشركة صغيرا لا يكون هناك أثر كبير على العوائد. على الرغم من أن الشركات ذات رأس المال الصغير تحقق عوائد أكبر من تلك الشركات ذات رأس المال الكبير.[1]

سادسا: الفترات الزمنية والموسمية

هناك فترات زمنية معينة تأثر على أسعار الأسهم وعوائدها تتمثل أساسا في:[2]

1- العطلة الصيفية (Holiday Effect): هناك تأثير يسمى تأثير العطلة الصيفية Summer Holiday Effect، هذا التأثير يشير إلى ارتفاع الأسهم خلال فترة الصيف حيث اكتشف هذا التأثير من قبل (Sidney B. Wachtel 1982)، كما يصاحب هذا الارتفاع غير المتوقع في أسعار الأسهم تحقيق أرباح غير عادية.

2- تأثير شهر جانفي (Janaury Effect): يسمى أيضا تأثير نهاية السنة، يعود اكتشاف هذا العامل إلى (Michael S. Rozeff and William Kinney) ويتمثل في أن عوائد الأسهم تكون مرتفعة مقارنة بالمخاطر التي تتحملها، أي أنه خلال هذا الشهر تسجل أسهم الشركات أرباحا غير عادية، وكتفسير للأرباح غير العادية في هذا الشهر أوضح (Lu&Ma) مؤخرا في 2003 أن هذه الأرباح ترجع إلى المعلومات الإيجابية السائدة عن أرباح الأسهم في هذا الشهر وبالتالي فهذه المعلومات تقود إلى تحقيق عوائد غير عادية في النصف الأول من شهر جانفي، وهذا التأثير شديد الارتباط بتأثير الحجم، كما ترجع هذه الأرباح إلى تزامن وصول الأخبار الجيدة في النصف الأول من شهر جانفي مع إصرار إعلان الشركات للأخبار السيئة وعن انخفاض أرباحها طوال العام يوم الاثنين. وكتفسير آخر لتأثير هذا الشهر على عوائد الأسهم فقد أرجع (Marc R. Reinganum 1983) هذا التأثير إلى الضرائب، حيث يلجأ المستثمرون إلى التخلص من الضرائب من خلال بيعهم لبعض الأسهم من محافظهم الاستثمارية في نهاية العام لتقليل حجم الوعاء الضريبي، ثم في بداية العام يقومون بشرائها مرة أخرى لتصحيح أوضاع محافظهم الاستثمارية، ولكن هناك من نقد هذا التفسير بدليل أن بعض البلدان التي بها أوعية ضريبية

[1] عبد الرحمان بن سانية وآخرون، المرجع نفسه، ص: 15.

[2] محمد أحمد محمد عواد، وآخرون، "الاستثمار السلوكي وعلاقته بغرائب الأسعار في البورصة كمفسر لها"، بحث تأهيلي دكتوراه، جامعة عين الشمس، 2012، ص ص: 19-20.

متعددة مثل أستراليا يظهر بها أيضا تأثير شهر جانفي، ويؤكد (Damodaran 2002) أن من ضمن الأسباب المنطقية لتأثير شهر جانفي هو أن هذا التأثير مرتبط بسلوك التداول المؤسسي حول نهاية العام.

3- عطلة نهاية الأسبوع (Weekend Effect): ذكر (Barone 1989) في دراسته لسوق الأوراق المالية الإيطالية أن هذا التأثير يشير إلى ميل أسعار الأسهم بإصرار إلى الانخفاض خلال نهاية الأسبوع وفي بداية يوم الاثنين (بداية الأسبوع)، ولذلك يطلق على هذا التأثير تأثير يوم الاثنين، وقد أرجع كل من عكفوا على دراسة هذا التأثير إلى أنه عبارة عن رد فعل السوق اتجاه الأخبار السيئة المعلن عنها في نهاية آخر أيام التداول الأسبوعي وخلال يوم العطلة الأسبوعية.

4- شهر رمضان: ربما يرتبط شهر رمضان والصوم لدى الكثيرين بانخفاض الإنتاجية وتناقص ساعات العمل والتهرب من المسؤوليات الوظيفية، ولكن حتى وإن صدقت هذه الفرضية بحق صغار الموظفين فإن الأمر في سوق المال والاستثمار يختلف تماما، فالصوم في رمضان هو إحدى العبادات الدينية الهامة التي تجمع 1,5 مليار مسلم حول العالم، ليس فقط من حيث الامتناع عن الطعام والشراب بل وكذلك من حيث إصلاح الذات وعبادة الله، وتزكية النفس وكأن الهدف النهائي من رمضان الذي أشارت إليه الآية "لعلكم تتقون" يتمثل في جعل الفرد أكثر مراعاة للاعتبارات الإنسانية ليصبح عضوا مسؤولا في المجتمع، وقد لوحظ أن المسلمين تتزايد روابطهم الاجتماعية خلال هذا الشهر حيث يجتمعون على تلاوة القرآن وصلاة التراويح ووجبات الإفطار وبذل الخير والصدقات، وكما أن كثير من أماكن العمل تقوم بتغيير وخفض عدد ساعات العمل أثناء رمضان فإن الأسواق المالية والمصارف أيضا تحرص على تغيير ساعات العمل احتراما لشهر رمضان، في الوقت نفسه تظل المحلات التجارية والأسواق تفتح أبوابها لجزء كبير من الليل، ويلاحظ انتعاش حركة الأسواق خلال ساعات المساء خاصة بعد صلاة التراويح، ومع ارتفاع الحالة المزاجية لدى الأفراد وتحسن مستويات الصحة البدنية نتيجة الصوم يسود التفاؤل الذي من شأنه أن يؤثر على سلوك المستثمرين في الأسواق الإسلامية، وهو ما أسماه اعتباري "تأثير رمضان"، فرمضان هو شهر التقوى وهو أيضا شهر الأرباح وذلك حسب الدراسة التي أعدها باحثون بجامعة نيو هامبشير الأمريكية والتي أشرف عليها البروفيسور أحمد اعتباري وجاءت الدراسة بعنوان "التقوى والأرباح:

ازدهار سوق الأسهم خلال شهر رمضان" ، وقدمت إلى مؤتمر التمويل وحوكمة الشركات الذي انعقد في مدينة ملبورن الاسترالية، تمت دراسة عوائد الأسهم خلال شهر رمضان في 14 دولة ذات أغلبية إسلامية من الفترة 1989–2007م، أظهرت النتائج أن عوائد الأوراق المالية قد ازدادت خلال شهر رمضان بما يقرب من تسعة أضعاف مثيلاتها باقي العام، مما يعني أن رمضان يؤثر إيجابيا على نفسية المستثمرين ومنه على أسعار الأسهم مما يزيد من أرباحها وعوائدها.[1]

[1] أمل خيري، "رمضان شهر التقوى والأرباح...دراسة أمريكية"، مقال متوفر على موقع موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي: http://iefpedia.com/arab/?p=29216

خلاصة الفصل

توصلنا مما سبق؛ ومن خلال تعرضنا إلى أهم النقاط المتعلقة بالأسهم وعوائدها والمخاطر التي تتعرض لها مع طرق قياس كل منها، إلى أن الاستثمار بالأسهم أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وأكثرها تداولا في سوق رأس المال، كونها الأساس في الحصول على عائد مجزي بأقل مخاطر ممكنة وصعبة في نفس الوقت بسبب تعدد أساليب التحليل وطرق التقييم واختلافها عن بعضها.

كما استخلصنا من خلال هذا الفصل أيضا أن هناك العديد من النظريات الاقتصادية والمدارس والاتجاهات الفكرية التي تناولت مختلف المتغيرات الاقتصادية وتأثيرها على عوائد الأسهم، والتي دعمت وجود العلاقة بين أسعار الأسهم من جهة، ومعدلات التضخم، أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، العرض النقدي، النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي)، من جهة أخرى، ولكن الجدل يبقى حول نوع هذه العلاقة هل هي طردية أم عكسية كما هو الحال في علاقة التضخم بأسعار الأسهم مثل ما ذهب كل من فيشر وفاما، أو قد يكون الخلاف في كيفية تفسير آلية انتقال الأثر كما هو الحال في علاقة أسعار الأسهم بعرض النقود فيما يخص التفسير الكينزي، وكذا التفسير النقدي المبني على العلاقة المباشرة كما سبق شرح ذلك.

بالتالي فإن الأدلة التطبيقية للحالات المدروسة فقط ستكون الفيصل في تحديد أي من المدارس أو النظريات التي سيأتي الدليل الإضافي الذي سيدعمها في الواقع.

الفصل الثاني

عرض وتقييم الدراسات السابقة

المبحث الأول: الدراسات العربية السابقة

المبحث الثاني: الدراسات الأجنبية

المبحث الثالث: مناقشة الدراسات السابقة وما يميز الدراسة الحالية

تمهيد

تعتبر الدراسات السابقة مادة علمية يستطيع الباحث من خلالها الاستفادة مما سبق، حيث يسعى الباحث إلى اختيار عناوين ومواضيع تتقاطع مع دراسته وتضمن له دعم بحثه وتحقيق فرضياته، وبهذا يحتل موضوع الدراسات السابقة جانبا مهما لتحقيق أهداف الدراسة العلمية من خلال التطرق إلى ما تناوله الباحثون من متغيرات الدراسة المختارة والنماذج والطرق التي تم استخدامها لمعالجة الدراسة، وكذا النتائج التي تم التوصل لها. وبهذا تعتبر هذه الدراسات قاعدة انطلاق لدراستنا نتجاوز من خلالها ما غفل عنه الباحثون ونستفيد من تجاربهم في اختيار وتحديد عينة ومتغيرات الدراسة التطبيقية ومن ثم محاولة إبراز أوجه التشابه والاختلاف معها، إضافة إلى تمكيننا من مناقشة نتائج دراستنا على ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج وتوصيات في الدراسات السابقة.

وحسب علمنا وما توفر لدينا من مراجع حول موضوع دراستنا يمكن القول أن هناك نقص في المكتبات الجزائرية للدراسات السابقة التي عالجت موضوع دراستنا، بخلاف الدول العربية وكذا الأجنبية التي تزخر مكتباتها بمراجع ذات صلة بالموضوع، حيث عالجته من جوانب مختلفة وقد ظهر الاختلاف بينها من خلال المتغيرات المختارة والسوق المالي حيز الدراسة فتميزت هذه الدراسات بالكثرة والتنوع.

وقد حاولنا في هذا الفصل عرض وتلخيص عدة دراسات سابقة نرى أنها أكثر ارتباطا بموضوع دراستنا وأنها تناولت مواضيع ذات صلة بموضوعنا وذلك من خلال مبحثين الأول والثاني، أما في المبحث الثالث قمنا بإبراز جديد دراستنا وما يميزها عن سابقاتها.

المبحث الأول: الدراسات العربية السابقة.

يعتبر البحث في مجال العوامل المؤثرة في الأسواق المالية بصفة عامة، وأسعار الأسهم وعوائدها بصفة خاصة قديما قدم الأسواق المالية ذاتها ولولا الاستثمار في مجال البحث العلمي لم تكن لتتطور الأسواق المالية بالشكل الذي هي عليه حاليا من تقدم علمي وتقني، حيث لا يزال البحث العلمي في مجال الأسواق المالية والعوامل المؤثرة عليه مستمرا كغيره من البحوث لذلك سنحاول عرض أهم الدراسات السابقة التي وردت باللغة العربية سواء التي تناولت علاقة الأسهم بالمتغيرات الاقتصادية، أو بالمتغيرات الأخرى.

المطلب الأول: الدراسات العربية التي تناولت علاقة العوامل الاقتصادية بالأسهم

كما هو معروف وكما ورد سابقا هنالك العديد من العوامل الاقتصادية التي لها الأثر في تغيرات أسعار الأسهم وعوائدها، وبالتالي تعددت الدراسات التي تناولت أثر هذه العوامل على أسعار وعوائد الأسهم لذلك سنعرض البعض منها في مختلف الأسواق المالية العربية.

دراسة : (سحاب الصمادي، أحمد ملاوي، 2016)[1]

هدف الباحثان من خلال دراستهما إلى إيجاد أثر الضرائب الحكومية كمتغير مستقل على أداء بورصة عمان، من خلال انعكاسات ذلك على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حجم التداول، ومعدل دوران الأسهم خلال الفترة (1980–2012). حيث اعتمدا على مجموعة اختبارات إحصائية وقياسية كاختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller) (ADF) واختبار فيليبس بيرون (Phillips-Perron) (PP) للبحث في سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وتم تطبيق اختبار كوزوم (CUSUM test) لاختبار استقرارية معلمات النموذج، كما تم استخدام اختبار التكامل المشترك بتطبيق طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود (ARDL)، واختبار جرانجر للسببية.

أظهرت نتائج الدراسة أن المتغيرات غير ساكنة بمستوياتها ولكنها تصبح ساكنة بعد أخذ الفرق الأول، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للضرائب على المتغير التابع المتمثل في مؤشرات بورصة عمان الثلاثة (المؤشر العام لأسعار الأسهم، حجم التداول، ومعدل دوران الأسهم) وهذا يدل إلى ضعف الإدارة الضريبية في الأردن وعدم وجود محفزات ضريبية تشجيعية لجذب الاستثمار المحلي أو

[1] سحاب الصمادي، أحمد ملاوي، " أثر الضرائب الحكومية على أداء بورصة عمان: نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)"، مجلة المنارة للبحوث والدراسات، المجلد 22، العدد الثاني، الأردن، 2016.

الخارجي في بوصة عمان، وقد أظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة.

دراسة : (أحمد محمد فرحات، عمر فرج القيزاني، 2015)[1]

هدف الباحثان في دراستهما إلى تحليل أثر متغيرات السياسة المالية المتمثلة في(إصدار الأوراق المالية الحكومية، إطفاء الأوراق المالية الحكومية X1، إطفاء الأوراق المالية الحكومية X2، الإنفاق الحكومي X3، الضرائب X4، الإيرادات الحكومية X5، عجز الموازنة X6) على المؤشر العام لسوق عمان المالي Y، للفترة الممتدة بين 1990 – 2015 م، باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد.

توصل الباحثان إلى أن متغيرات السياسة المالية فسرت نحو (81 %) من إجمالي التغيرات التي تطرأ على المؤشر العام لسوق عمان المالي، كما توصلا إلى وجود علاقة متباينة القوة والاتجاه بين متغيرات السياسة المالية المذكورة سابقا وبين المؤشر العام لسوق عمان المالي، هذا وقد توصلت الدراسة أيضا إلى نموذج مقترح لقياس أثر متغيرات السياسة المالية على المؤشر العام لسوق عمان المالي، وأن هذا النموذج يرتبط بقدرة تفسيرية وتنبؤية مرتفعة، بحيث يمكن الاعتماد عليه في مجال التنبؤ المستقبلي بقيم المؤشر العام لسوق عمان المالي.

دراسة: (حاتم أحمد عديلة، 2014)[2]

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة طويلة الأجل بين كل من أسعار النفط، عرض النقود، التضخم، وبين أسعار الأسهم بسوق دبي المالي، ومدى توافق سوق دبي المالي مع فرضية "فيرش" أو فرضية "فاما"، وكذلك البحث حول آلية انتقال تأثير زيادة عرض النقود في أسعار الأسهم في سوق دبي المالي، وفقا للمنهج "الكينزي" الذي يرى أن آلية انتقال التأثير تتحقق بصورة مباشرة، أو المنهج "النقدي" الذي يرى أن التأثير يتحقق من خلال مقارنة العوائد النسبية المكونة للمحفظة الاستثمارية، وقد اعتمد الباحث على بيانات شهرية للفترة الممتدة من جانفي 2010 إلى ديسمبر 2013، مستخدما في ذلك

[1] أحمد محمد فرحات، عمر فرج القيزاني، " السياسة المالية وتأثيرها على أداء سوق عمان المالي (دراسة تحليلية قياسية لفترة 1990-2015)"، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، العدد السادس، ديسمبر 2015.

[2] حاتم أحمد عديلة، " تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي"، مجلة رؤى إستراتيجية، المجلد الثاني، العدد الثامن، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، أبو ظبي، أكتوبر 2014.

أسلوب التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (Correction Model) Cointegration and Error في تقدير العلاقة بين المتغيرات.

أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات باستخدام "Johansen Cointegration Test "، كما يشير التقدير الطويل الأجل للعلاقة بين المتغيرات باستخدام Vector Error Correction " إلى وجود علاقة عكسية بين أسعار النفط وأسعار الأسهم، كما يشير Granger Causality Test " أيضا إلى وجود علاقة سببية من أسعار النفط اتجاه أسعار الأسهم عند مستوى معنوية 1%، أي أن إضافة أسعار النفط إلى دالة أسعار الأسهم في سوق دبي المالي تؤدي إلى تحسن نتائج علاقة الانحدار، كما تتحقق علاقة السببية من عرض النقود اتجاه التضخم عند مستوى معنوية 10%، بالإضافة إلى أن نتائج اختبار المعنوية تشير إلى أن أسعار الأسهم تتأثر بدرجة كبيرة بزيادة عرض النقود، وأن التضخم غير معنوي من حيث التأثير في أسعار الأسهم في سوق دبي المالي، إلا أن إشارة معامل التضخم السالبة تشير بصورة مبدئية إلى أن سوق دبي المالي يتفق مع فرضية "فاما"، حيث يؤدي ارتفاع التضخم إلى انخفاض أسعار الأسهم.

دراسة: (محمد فرحي، أسماء بن قدور، 2014)[1]

يهدف الباحثان من خلال دراستهما التطبيقية هذه إلى طرح وتقديم القنوات الرئيسية لتأثيرات تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف الشهري للولايات المتحدة الأمريكية، الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الشهري للولايات المتحدة الأمريكية)، على حركة عوائد الأسهم (العائد السوقي الشهري لسوق نيويورك للأوراق المالية بالاعتماد على أسعار المؤشر NYSE في سوق نيويورك للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2003/01/02—2012/12/31، وذلك باستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية كاختباري ديكي فولر المطور ADF، وفيليب بيرون PP، لاختبار مدى استقرارية السلاسل الزمنية مع تطبيق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، ونموذج متجه تصحيح الخطأ للكشف عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات.

توصل الباحثان إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وقصيرة الأجل تتجه من تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف، الرقم القياسي للإنتاج الصناعي) إلى عوائد الأسهم، كما أن حدوث

[1] محمد فرحي، أشواق بن قدور، "أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية"، مجلة الحقيقة، العدد29، جامعة أدرار، الجزائر، 2014.

صدمة في تقلب سعر الصرف يؤثر بشكل سلبي على عوائد الأسهم، أما حدوث الصدمة في تقلب الرقم القياسي للإنتاج الصناعي سيكون له أثر ايجابي على عوائد الأسهم، وفي الأخير توصل الباحثان إلى أن نتائج تحليل دوال الاستجابة أظهرت أن حدوث صدمة في تقلب المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة يسمح للعوائد بالعودة إلى مستواها التوازني باستثناء الشهر السابع لفترة الدراسة المختارة.

دراسة: (أياد طاهر محمد، 2013)[1]

سعى الباحث من خلالها إلى إيجاد أثر للاستثمار الأجنبي غير المباشر وتأثيره في كل من حجم تداول وعوائد الأسهم العادية لثلاثة عشر مصرفا ضمن القطاع المصرفي، والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، غطت الدراسة الفترة الممتدة من ديسمبر 2006 ولغاية مارس 2008 م، مستعملا دراسة الحدث من خلال تحليل عوائد أسهم المصارف قبل دخول الاستثمار الأجنبي الغير مباشر بثمانية أشهر، وبعد دخول الاستثمار الأجنبي الغير مباشر بثمانية أشهر.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عوائد الأسهم قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يشير إلى تأثير هذا الأخير في عوائد الأسهم العادية للمصارف عينة البحث، كما أظهرت نتائج الاختبار إلى عدم وجود اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين متوسط عدد الأسهم المتداولة قبل وبعد دخول الاستثمار الأجنبي غير المباشر، مما يشير ذلك إلى عدم تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر في عدد الأسهم المتداولة للمصارف عينة الدراسة.

دراسة: (محمود صالح عطية، 2012)[2]

سعى الباحث من خلال دراسته إلى تحليل أثر بعض العوامل الموضوعية الخارجية المتمثلة في (عرض النقد، سعر الصرف، أسعار الفائدة)، على حركة الأسهم والسندات صعودا ونزولا في سوق العراق للأوراق المالية مستعملا في ذلك الأسلوب الوصفي التحليلي معتمدا في ذلك على الأشكال البيانية والجداول.

[1] أياد طاهر محمد، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية – ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد خاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.

[2] محمود صالح عطية، " تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مجلة ديالى للبحوث الإنسانية، العدد الرابع والخمسون، العراق، 2012.

توصل الباحث إلى أن العوامل الموضوعية(الخارجية) محل الدراسة تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في أداء الأسواق المالية ولكن هذا التأثير متباين بين كل من عرض النقد، سعر الصرف، والنشاط الاقتصادي بشكل ايجابي في الأسواق المالية ولكن أسعار الفائدة، والأزمات المالية والاقتصادية تأثيراتها كانت سلبية.

دراسة: (محمد محمود عطوة يوسف، سعد السيد إبراهيم الشريف، موسى جويفل سلمى جويفل، 2012)[1]

هدف الباحثون من خلال دراستهم إلى إيجاد العلاقة بين سعر الفائدة وسوق الأوراق المالية في الاقتصاد المصري، وذلك من خلال دراسة أثر تغيرات المتغير المستقل المتمثل في سعر الفائدة على الودائع كأحد متغيرات السياسة النقدية غير المباشرة على المتغيرات التابعة المتمثلة في متغيرات سوق الأوراق المالية المصري والتي شملت (الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات، الودائع على رأس المال السوقي، معدل دوران الأسهم، المؤشر العام لسوق المال، مؤشر (EGX30))، خلال الفترة الممتدة من عام 1990 إلى عام 2010م، باستخدام الأسلوب القياسي لاختبار فرضية الدراسة من خلال أسلوب الانحدار الخطي البسيط.

أسفرت نتائج الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي سلبي لتغيرات سعر الفائدة على مؤشرات سوق الإصدار ومؤشرات سوق التداول محل الدراسة، والمتمثلة في إجمالي الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات ورأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول السنوي ومعدل دوران الأسهم، المؤشر العام لسوق المال، مؤشر (EGX30)، حيث أن التغير في سعر الفائدة على الودائع لمدة ثلاث شهور يؤدي إلى تغير كل متغيرات سوق الأوراق المالية محل الدراسة بعلاقة عكسية.

دراسة: (أحمد حسين علي الهيتي، بختيار صابر محمد، 2011)[2]

قام الباحثان بتقدير العلاقة بين المتغير التابع المتمثل في مؤشر أداء أسوق المال الخليجية (السعودية والإمارات) والمحدد ب(القيمة السوقية، حجم التداول، المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية)،

[1] محمد محمود عطوة يوسف وآخرون، "أثر تغيرات سعر الفائدة على فاعلية سوق الأوراق المالية مع إشارة خاصة لمصر"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مجلد 36 العدد الرابع، جامعة المنصورة مصر، أكتوبر 2012.

[2] أحمد حسين علي الهيتي، بختيار صابر محمد، " أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد4، العدد7، العراق، 2011.

والمتغيرات الاقتصادية المستقلة المتمثلة في (أسعار الصرف، العرض النقدي، معدل التضخم، عوائد أسواق النفط)، للفترة الممتدة من أول فصل لسنة 2000 م إلى أول فصل من سنة 2006 م، مستخدما في ذلك تحليل الانحدار المتعدد لتقدير العلاقة بين المتغيرات بطريقة المربعات الصغرى، وتحليل المتغيرات وإيجاد طبيعة العلاقة بينها من خلال الاختبارات(R-t-f)، واستعمال مجموعة اختبارات (VIF-D.W) من أجل تفادي المشاكل القياسية.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف والقيمة السوقية، وإلى عدم معنوية التضخم حيث أشار الباحثان إلى وجود عوامل أخرى تأثر على القيمة السوقية غير التضخم، كما توصلا إلى أن لعوائد أسواق النفط تأثيرا معنويا موجبا في أداء الأسواق المالية الخليجية، حيث أن ارتفاع أسعار النفط الخام ومن ثم عوائده يترك أثرا موجبا على المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة وأداء الأسواق المالية الخليجية من خلال المؤشرات الثلاثة (القيمة السوقية، حجم التداول، والمؤشر العام لأسعار الأسهم).

دراسة: (إياد خالد شلاش، رانيا الدروبي، 2011)[1]

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى تحليل أثر المتغيرات التالية (أسعار الصرف الحقيقية، عرض النقد، سعر السهم السوقي، حجم الإنفاق المحلي والأجنبي) في حجم صافي الاستثمار الأجنبي (كمؤشر على حجم الطلب على الاستثمار في أسهم السوق) وذلك في بورصة عمان خلال السنوات (1978– 2007 م)، مستخدمين في ذلك نموذج (VAR) (Vector Auto regression)، ونموذج تصحيح متجهات الخطأ (ECM) (Error Correction Mechanism)، كما استخدما اختبار ديكي فولر (Dicky-Fuller) لمعرفة هل كانت متغيرات الدراسة مستقرة مع مرور الزمن أم لا؟ واختبار جوهانس للتكامل المشترك لبيان وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات، كما استخدما اختبار جرانجر للسببية (Granger Causality Test) لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات التي اختارها الباحثان.

أشارت نتائج الدراسة حسب اختبار تحليل التكامل المشترك إلى وجود علاقة توازنية بين المتغيرات في المدى الطويل، وبينت نتائج اختبار جرينجر للسببية وجود علاقة سببية بين المتغيرات، بعضها علاقة

[1] إياد خالد شلاش المجالي، رانيا الدروبي، "أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994– 2009) دراسة تحليلية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الرابع، سوريا، 2011.

أحادية الاتجاه، وبعضها الآخر علاقة تبادلية، كما أظهرت نتائج تطبيق اختبار تصحيح متجهات الخطأ معنوية النموذج القياسي وعدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، وجاءت نتائج نموذج (VAR) متفقة مع فرضيات الدراسة التي تشير إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين زيادة حجم الاستثمار الأجنبي وأثر المتغيرات الاقتصادية.

دراسة: (محمد علي موسى المعموري، سحر فتح الله محمد علي، حيدر حسين احمد، 2011)[1]

أراد الباحث من خلال هذه الدراسة تحليل العلاقة بين سوق الأسهم ممثلا بالمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة نيويورك (S&P 500) ومؤشر (DJ 30) الصناعي، ومستوى النشاط الاقتصادي ممثلا بالناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية، ببيانات سنوية للفترة 1960- 2009 م، مستخدما في ذلك المنهج القياسي الحديث في تحليل العلاقات بين السلاسل الزمنية، بتطبيق اختبار (ديكي- فولر) للتأكد من أن لمتغيرات العلاقة درجة تكامل متماثلة أي أنها مستقرة عند نفس الدرجة، ومنهجية (جوهانسن-جسليوس) للتحقق من وجود التكامل المشترك. وأخيرا اختبار اتجاه السببية بين مؤشرات سوق الأسهم الأمريكي والنشاط الاقتصادي لتحديد اتجاه السببية بينهما باستخدام سببية (جرانجر).

توصل الباحث إلى نتيجة مفادها وجود متجهين للتكامل المشترك بين مؤشرات سوق الأسهم الأمريكي (DJ ; S&P) والناتج المحلي الإجمالي (GDP) أي أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل (باتجاهين) بينهما، كما توصل أيضا بناءا على نتائج اختبار السببية إلى وجود علاقة سببية مزدوجة (باتجاهين) بين المتغيرات المذكورة سابقا، مع أسبقية التغير في سوق الأسهم على النشاط الاقتصادي حسب ما أكدته المعنوية الإحصائية لاختبار جرانجر للسببية مما يعني إمكانية استخدام مؤشرات سوق الأسهم في التنبؤ بتقلبات النشاط الاقتصادي.

دراسة: (بلجبلية سمية، 2009-2010)[2]

سعت الباحثة من خلالها إلى اختبار العلاقة بين التضخم و العائد التاريخي لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان ، امتدت الدراسة لتشمل الفترة مابين 1996- 2006 م، لجميع الشركات التي

[1] محمد علي موسى المعموري، وآخرون، " تحليل العلاقة بين تقلبات سوق الأسهم والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية -جامعة بغداد-، المجلد 17، العدد 63، العراق، 2011.

[2] سمية بلجبلية ، " أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996- 2006"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.

كانت مدرجة في السوق الأول خلال فترة الدراسة دون إدراج أسهمها في السوق الثاني، مستخدمة في ذلك أسلوب الانحدار الخطي البسيط.

أظهرت الدراسة أن نتائج الارتباط بين متوسط عوائد أسهم قطاع التأمين و معدلات التضخم في الأردن تنبؤ بوجود علاقة طردية متوسطة القوة، أما قطاع الصناعة فقد كان ارتباط عوائد أسهم قطاع الصناعة سالبا مع معدلات التضخم، وهذا دليل على وجود علاقة عكسية، كما أظهرت عوائد أسهم شركات قطاع الخدمات استجابة موجبة للتغير في معدلات التضخم وهذا دليل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين؛ كما أن قيمة معامل الارتباط المتوسطة تدل على أن أسهم هذه الشركات يمكن أن تكون أداة للتحوط من مخاطر التضخم.

دراسة: (دانة بسام محمد يوسف، 2008)[1]

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد السهم والمسببة للتذبذب الحاد في الأسهم، وبيان أي العوامل أكثر تأثير من غيرها على عوائد الأسهم (حيث تمثلت العوامل الخارجية في معدل التضخم، ميزان المدفوعات، سعر الفائدة، العجز في الموازنة العامة، والناتج المحلي الإجمالي أما العوامل الداخلية فتمثلت في رأس مال الشركات المدرجة في السوق المالي، وعدد عمال الشركات المدرجة في السوق المالي)، تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي (60 شركة) خلال الفترة (2000–2006 م)، وقد اعتمدت الباحثة على الانحدار البسيط والمتعدد لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع محل الدراسة، مستخدمة في ذلك مجموعة من الأساليب الإحصائية المتمثلة في:اختبار (kolmogorov-smirnov) للتحقق من التوزيع الطبيعي للبيانات، المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية.

دلت نتائج الدراسة على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (التضخم النقدي، أسعار الفائدة، عدد العاملين، حجم رأس المال للشركات) وعوائد الأسهم، كما توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (العجز والفائض في ميزان المدفوعات، عجز الموازنة العامة للدولة، حجم الناتج المحلي الإجمالي) وعوائد الأسهم.

[1] دانة بسام محمد يوسف، " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير إدارة أعمال، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2008.

دراسة: (علي جيران عبد علي الخفاجي)[1]

قام الباحث في هذه الدراسة بفحص أثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي، على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق المالية وقياس التأثير المحتمل لتقلبات العملة على عوائد الاستثمار بالأسهم في السوق العراقية كون تحركات أسعار الأسهم وبالتالي عوائدها أحد المتغيرات الرئيسية في قياس أثر تقلب أسعار الصرف على قيمة المنشأة (لعينة تتكون من 16 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) للفترة الممتدة من (2003–2007 م)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

وقد توصل الباحث إلى أن العلاقة بين تقلبات سعر صرف الدينار العراقي وتحركات أسعار الأسهم تتسم بالضعف وهي ايجابية (بمعنى أن الارتباط ارتباط سالب) في (17) مشاهدة، وسلبية (بمعنى أن الارتباط ايجابي) في المشاهدات المتبقية، كما قدم المتغير المستقل (مؤشر أسعار الصرف) قدرة تفسيرية ضعيفة لتحركات أسعار الأسهم وبالنظر لكونه أدنى من الحد المقبول إحصائيا (50% في حالة المؤشر الواحد) فقد توصل إلى أن أسعار الأسهم وبالتالي عوائدها لا تستجيب لسعر صرف العملة المحلية (الدينار) خلال فترة الدراسة.

المطلب الثاني: الدراسات العربية التي تناولت علاقة العوامل غير الاقتصادية بالأسهم

اتسع نطاق الدراسات العربية السابقة التي عالجت موضوع أثر العوامل الغير اقتصادية (المعلومات المالية والمحاسبية، ...) على عوائد وأسعار الأسهم أكثر من المواضيع التي تناولت العوامل الاقتصادية وهنا ذكر للبعض منها؛ تنوعت على أساس السوق المالي محل الدراسة والعامل المؤثر.

دراسة: (أياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، 2014)[2]

يهدف الباحثان لدراسة سيولة السوق المالي وعوائد الأسهم العادية، باستخدام الأساليب الرياضية لقياس العلاقة بين سيولة سوق العراق للأوراق المالية وعوائد الأسهم العادية للشركات المتداولة فيه، في مجتمع يتكون من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تم تداول أسهمها، والبالغ عددها

[1] علي جيران عبد علي الخفاجي، قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية، مقال متوفر على الموقع:http://qu.edu.iq/repository/?p=931 .

[2] أياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، "سيولة الأسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم العادية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية – جامعة بغداد–، المجلد 20، العدد 76، العراق، 2014.

85 شركة مساهمة، لمدة ثلاث سنوات على أساس شهري، خلال الفترة (2010- 2012)، وذلك باستخدام برنامج SPSS .

توصلت الدراسة إلى أن سيولة سوق العراق للأوراق المالية تتصاعد ويتبعها زيادة في عوائد الأسهم العادية لفترة الدراسة، حيث أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لسيولة سوق العراق للأوراق المالية على عوائد الأسهم العادية، ومن ثم فإن عوائد الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تتأثر بسيولة سوق الأوراق المالية بالعراق.

دراسة: (إلياس خضير الحمدوني وفائز هليل سريح الصبيحي، 2012)[1]

أراد الباحثان من خلال هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة النظامية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وكذلك اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية هذا من جهة بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين الرفع المالي وربحية السهم الواحد من جهة أخرى، في بعض الشركات العامة الأردنية المدرجة في السوق المالي الأردني للفترة 2005-2009، باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط.

توصلا الباحثان إلى أن الرفع المالي يكون له أثر على ربحية الشركات إذا استطاعت إدارة الشركة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات التي يتم تمويلها بأموال الديون أعلى من معدل تكلفة الديون، وأن الرفع المالي يؤثر على المخاطرة النظامية وأن هناك علاقة قوية بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية كما أن هناك علاقة قوية وموجبة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وربحية السهم.

دراسة: (محمد سلامة عناسوة وعلام محمد حمدان ومحمود حسني العتيبي، 2011)[2]

سعى الباحثون في دراستهم إلى تبيان أثر الأزمة المالية العالمية على عوائد الأسهم غير العادية في السوق المالية الكويتية (كأقدم الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، وبسبب إفصاحها عن جميع البيانات التي تحتاج إليها الدراسة لتقدير متغيراتها) لعينة مكونة من(9 مصارف)، مستخدمين في ذلك منهجية دراسة الحدث (حيث حدد الباحثون يوم الحدث هنا في 12 فيفري 2007، ونافدة الحدث

[1] إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد8، العراق، 2012.

[2] محمد سلامة عناسوة وآخرون، " أثر الأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية: دراسة حالة"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 55-56، بيروت، لبنان، 2011.

من أول جانفي 2006 إلى 11 فيفري 2007 أي 400 يوم تسبق الحدث و400 يوم تليه تبدأ من 13 فيفري وتنتهي في 23 مارس 2008 كما حدد الباحثون فترة التقدير ب720 يوم تسبق نافدة الحدث تبدأ من جانفي 2004 إلى ديسمبر 2005) وقد قام الباحثون بقياس العوائد اليومية للأسهم والعوائد اليومية للسوق باستخدام اللوغاريتم الطبيعي للأسعار النسبية للأسهم معدلة بالتوزيعات.

توصل الباحثون إلى أن القطاع المصرفي في السوق المالي الكويتي معافى من التداعيات الحادة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية بفضل الجهود المبذولة فيما يخص ضخ السيولة إلى القطاع المصرفي.

دراسة: (دادن عبد الوهاب، و بديدة حورية 2011)[1]

هدف الباحثان من وراء هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 (الذي يحتوي على 40 مؤسسة) وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة مكونة من 33 مؤسسة منتمية إلى هذا المؤشر حيث ألغيت سبعة مؤسسات منها الستة مؤسسات المنتمية إلى القطاع المالي، وذلك من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (نصيب السهم من التوزيعات DPA، ربحية السهم الواحدBPA، إعادة شراء الأسهم Rachat)، على قيمة المؤسسة الممثلة (بقيمة متوسط سعر السهم للمؤسسة)، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى 2010، عن طريق الدراسة الاختبارية (بالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد عن طريق الاستعانة ببرنامج Eviews)، وكذا تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة المؤسسة، وذلك من خلال دراسة الحدث.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع(القيمة السوقية للسهم) والمتغير المستقل (توزيعات السهم الواحد)، وعلاقة ارتباط أقل بين المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) والمتغير المستقل (ربحية السهم الواحد) ووجود علاقة ضعيفة جدا وسالبة بين المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) والمتغير المستقل(إعادة الشراء) كما كشفت نتائج هذه الدراسة عن وجود علاقات ارتباط قوية بين بعض المتغيرات المستقلة، وأن الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية ليس له تأثير على أسعار الأسهم في سوق باريس وقد يكون السبب عدم كفاءة السوق.

[1] دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، " أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشرCAC40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2011.

دراسة: (علي بن الضب، ف. بن ناصر، 2011)[1]

هدف الباحثان إلى إيجاد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومردودياتها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وفيما إذا كان هناك أثر للرافعة المالية في مردوديات الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وهل يوجد اختلاف في درجة التأثير بين السوقين، وذلك من خلال 695 مشاهدة أسبوعية، من سوق ماليزيا باعتبارها سوق إسلامي وسوق تل أبيب باعتباره سوقا تقليديا شملت فترة الدراسة المدة المحصورة بين1997/07/07- 2010/12/10، وذلك بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في دراسة سلوك المردودية والمخاطرة في الأسواق المالية، واستخدام البرنامج الإحصائي Eviews بالاعتماد على التوزيع الطبيعي وكاي مربع لاختبار الدلالة الإحصائية.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة للمعلومات التاريخية والحالية على أسعار الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية مع وجود اختلاف في درجة التأثير، كما أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومردوديتها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية في اتجاه واحد فقط، كما يوجد أثر للرافعة المالية على مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الإسلامية لكن بدرجة قليلة مقارنة بالأسواق المالية التقليدية.

دراسة: (سامح مؤيد العطعوط، 2010)[2]

تناول الباحث في هذه الدراسة اختبار أثر التدفقات النقدية (التشغيلية، الاستثمارية، التمويلية)، على العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقياس أثر مقاييس جودة الربحية، ومقاييس جودة السيولة على العوائد غير العادية (العائد الشهري للسهم)، على اعتبار أن عوائد الأسهم تتأثر بكثير من العوامل، منها التدفقات النقدية التي تحققها الشركة؛ معتمدا في ذلك على نموذج الانحدار المتعدد، وقد شملت عينة الدراسة مجموع الشركات الداخلة في تكوين مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية المكون من (25 شركة)، خلال الفترة الممتدة من أفريل 2004 إلى مارس 2005.

---

[1] علي بن الضب، ف. بن ناصر، " سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية – دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010- "، الملتقى الدولي الأول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع..ورهانات المستقبل "، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.

[2] سامح مؤيد العطعوط، "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم – دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية-"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الحادي والعشرين، فلسطين، 2010.

بينت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات التشغيلية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وعدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم والتدفقات التمويلية والاستثمارية، مما بعني وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم في السوق.

دراسة: (عبد الله سعيد المزراقي، صالح عبد الرحمان السعد، 2010)[1]

استهدف الباحثان من خلال دراستهما توضيح أثر المعلومات المحاسبية (المنشورة ، وغير المنشورة)؛ والمعلومات غير المحاسبية (العامة للسوق ككل، والخاصة بالشركة) على القيمة السوقية للأسهم (من خلال قرار المتداول في السوق)؛ حيث قام الباحثان بإجراء دراسة ميدانية على عينة عشوائية بسيطة من المتداولين والمحللين الماليين، مستخدمين في ذلك قائمة استبيان تقليدية وأخرى إلكترونية، ثم تحليل هذه البيانات باستخدام بعض الأساليب الإحصائية (برنامج التحليل الإحصائي SPSS) لاختبار مدى قبول أو رفض فرضيات البحث.

أوضحت الدراسة أن المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية تؤثر على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية إجمالا، إلا أن المعلومات والعوامل غير المحاسبية العامة للسوق ككل أكثر تأثيرا على القيمة السوقية للأسهم؛ حيث صنفت ستة منها من بين أهم عشر معلومات، على التوالي كالآتي؛ الإشاعة، والعوامل السياسية، والعوامل الدينية، وعامل التداول الإلكتروني، والمجموعات، والاكتئاب النفسي؛ يليها في الأهمية المعلومات غير المحاسبية الخاصة بالشركة؛ حيث جاءت ثلاث منها من بين أهم عشر معلومات مرتبة كالتالي؛ كفاءة مجلس الإدارة، وحجم الشركة، وحجم التداول الأكثر تأثير على القيمة السوقية للأسهم.

دراسة: (أحمد رجب عبد الملك، 2008)[2]

قام الباحث بدراسة وإيضاح العلاقة بين حوكمة الشركات (حقوق المساهمين، المعاملة المتكافئة للمتعاملين، دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات، الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة) وأسعار الأسهم في مجموعة من الشركات النشطة والمسجلة في البورصة المصرية بإتباع منهج دراسة السوق من خلال الدراسة التحليلية عن طريق المنهج الاستقرائي الاستنباطي.

---

[1] عبد الله سعيد المزراقي، صالح عبد الرحمان السعد، "أثر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القرار المتداول في السوق المالية السعودية: دراسة ميدانية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 24، العدد الأول، السعودية، 2010.

[2] أحمد رجب عبد الملك، " دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية –"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية الإسكندرية، العدد رقم 1، المجلد رقم 35، مصر، 2008.

من أهم ما توصل إليه الباحث هو أن أهم المبادئ والقواعد الخاصة بحوكمة الشركات التي تؤثر على قدرة السوق على الوصول للسعر العادل للسهم هي قاعدة أو مبدأ الإفصاح والشفافية، كما أن الحوكمة تعمل على سد النقص الحاصل في المعايير المحاسبية بخصوص تحسين محتوى التقارير المنشورة.

دراسة: (محمود علي الجبالي، محمد فلاح سماره، علي عبدالله الزعبي، 2008)[1]

هدف الباحثون في هذه الدراسة إلى تبيان دور الإعلان عن المعلومة المالية (الاندماج) وتأثيره على أسعار أسهم الشركات من خلال دراستهم للعوائد غير العادية، حيث شملت الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية التي قامت بالإعلان عن الاندماج ما بين فترة 1999 – 2004م والتي كان عددها 10 شركات، وقد تم استخدام الانحدار البسيط لاحتساب العوائد غير العادية من خلال نموذج السوق، بالإضافة إلى استخدام اختبار (t) لعينتين ما قبل الإعلان عن الاندماج وما بعده على أسعار الأسهم حيث قام الباحث بوضع علامة صفر ليوم الحدث وتم أخذ عشرة أيام قبل تاريخ الحدث وعشر أيام بعد تاريخ حدث الإعلان من أجل معرفة فيما إذا كان لحدث الإعلان عن الاندماج مضمون معلوماتي، وتأثير في أسعار أسهم الشركات الدامجة.

توصل الباحثون إلى نتيجة مفادها عدم وجود عوائد غير عادية من خلال الإعلان عن الاندماج.

دراسة: (أحمد اعتباري)[2]

هدف الباحث في دراسته إلى دراسة العلاقة بين ممارسة الشعائر الدينية والاستثمار من خلال دراسة تأثير العبادات على نفسية المستثمرين، وسلوك السوق، وذلك خلال شهر الصوم، حيث شملت العينة 129 حدث مالي في البورصات (لـ 14 دولة شملت البحرين، مصر، السعودية، أندنيسيا، الأردن، الكويت، ماليزيا، الإمارات، قطر، تونس، تركيا، المغرب، عمان، باكستان)، وأخذت عينات من بيانات مؤشر سوق الأوراق المالية الدولية المعروف باسم مورغان ستانلي (MSCI)، والذي تطلب متابعة لما لا يقل عن 200 دراسة حالة من الأسواق المالية في هذه الدول على مدار العام، بحيث تمكن الباحث من

[1] محمود علي الجبالي وآخرون، "أثر الإعلان عن الاندماج على أسعار أسهم الشركات الدامجة دراسة العوائد غير العادية دليل من الأردن خلال فترة 1999-2004"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2008.

[2] أحمد اعتباري، "التقوى والأرباح: ازدهار سوق الأسهم خلال شهر رمضان" دراسة تطبيقية على دول ذات أغلبية إسلامية 1989-2007م، مؤتمر التمويل وحوكمة الشركات، ملبورن، استراليا، دون سنة النشر.

تقدير نموذج قياسي للعائدات، واسترشادا بهذه الاعتبارات، تم الاستقرار على اختيار عينة من 129 حدث مالي في البورصات المذكورة سابقا.

أظهرت نتائج الدراسة أن متوسط العائدات ارتفع بصورة ملحوظة في 11دولة خلال شهر رمضان ليصل إلى 38.09% بالمقارنة مع إجمالي عائدات يصل إلى 4.32% خلال الفترة المتبقية من العام، فرمضان يؤثر إيجابيا على نفسية المستثمرين، كما أنه يعزز من مشاعر التضامن والهوية الاجتماعية بين المسلمين في جميع أنحاء العالم، وهو ما يترك أثرا تفاؤليا يشمل قرارات الاستثمار، وبالتالي ارتفاع عوائد الأسهم.

دراسة: (رتاب سالم الخوري ومسعود محمد بالقاسم، 2006)[1]

هدف الباحثان في دراستهما هذه إلى تحديد أثر المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية السنوية، عند الإفصاح عن هذه التقارير، وربط ذلك بتوقيت الإفصاح، على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول للشركات التي تفصح مبكرا، والشركات التي تتأخر في الإفصاح عن تقاريرها السنوية، واختبار مدى استجابة بورصة عمان للمعلومات المحاسبية، وذلك بهدف إبراز أهمية الوقتية في المعلومات المحاسبية، حيث اعتمد الباحثان على منهجية دراسة الحدث، لاختبار سلوك كل من عوائد الأسهم وحجم التداول لعينة مكونة من 42 شركة مساهمة عامة (أي ما يقابل 104 تقرير مالي)، خلال الفترة الممتدة من سنة 2000إلى 2002 م.

توصلت الدراسة إلى أن سوق عمان للأوراق المالية يتأثر بنشر التقارير المالية السنوية، وينعكس هذا الأثر على حجم التداول، فهناك تأثير إيجابي ومعنوي ذو دلالة إحصائية، للإفصاح عن التقارير المالية السنوية، على حجم التداول خلال اليومين الثاني والثالث، بعد تاريخ الإفصاح، مع اختلاف في استجابة حجم التداول، وفقا لتوقيت الإفصاح عن القوائم والتقارير المالية، فالشركات التي أفصحت عن تقاريرها مبكرا، تأثر حجم التداول في أسهمها تأثرا إيجابيا ومعنويا، عند الإفصاح عن التقارير المالية السنوية، بينما لم يظهر أثر ذو دلالة إحصائية لحجم التداول على أسهم الشركات التي تأخرت في نشر تقاريرها المالية السنوية، كما لم تظهر الدراسة أي أثر ذو دلالة إحصائية لإعلان التقارير السنوية، أو توقيتها على عوائد الأسهم، وقد أرجع الباحثان أن أحد الأسباب وراء هذه النتيجة، ربما يعود إلى وجود

[1] رتاب سالم الخوري، مسعود محمد بالقاسم، " أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال،المجلد 2، العدد 2، الأردن، 2006.

تحديد لزيادة أو نقصان السعر، بحيث لا يتحرك بحرية تامة، الأمر الذي يمكن معه اعتبار السوق غير كفء على المستوى شبه القوي بالنسبة للإفصاح عن التقارير المالية السنوية.

دراسة: (مها عيسى حمدان العبداللات، 1995)[1]

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة القائمة مابين المتغيرات التالية كل على حدا (المخاطر النظامية، المخاطر غير النظامية، السيولة، والحجم)، وبين عائد السهم، وكذلك معرفة فيما إذا كانت هناك علاقة مابين هذه العوامل مجتمعة وبين العامل التابع وصولا إلى نموذج متعدد يمكن أن يسهم في تفسير التذبذب في عوائد الأسهم أو التنبؤ بها، حيث اعتمدت الباحثة على أسعار الإغلاق الشهرية للأسهم المدرجة في سوق عمان المالية خلال المدة الواقعة مابين 1992/01/01-1995/04/30، لعينة تقدر ب65 شركة أي ما نسبته (69%) من الشركات التي تم التداول بأسهمها خلال عام 1992.

دلت النتائج على عدم وجود علاقة إحصائية مهمة مابين كل من العوامل المذكورة سابقا وبين عائد السهم، باستثناء المخاطرة غير النظامية، حيث دلت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مابين المخاطرة غير النظامية والعائد، كما توصلت الدراسة إلى أن العوامل المبينة سابقا مجتمعة، وعلى مستوى كل القطاعات معا، تسهم في تفسير التغير في العامل التابع (عائد السهم) بنسبة(21%)، وكان على رأس هذه العوامل المخاطرة غير النظامية التي تفسر ما نسبته (12%) من ذلك التغير.

[1] مها عيسى حمدان العبداللات، "أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم، على عوائد الأسهم: دراسة تحليلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية" ، رسالة ماجستير في التمويل، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن، 1995.

المبحث الثاني: الدراسات الأجنبية

إن ندرة البحوث التي تناولت موضوع الدراسة بالمكتبات الجزائرية دفعت الباحثة إلى الإطلاع على العديد من الدوريات العلمية والمجلات الاقتصادية العالمية التي نشرت دراسات تختص بهذا المجال في مختلف أنحاء العالم، المتقدم منها والنامي. وهو الأمر الذي أدى إلى اتساع النطاق الجغرافي الذي شملته الدراسات الأجنبية السابقة ليضم "الولايات المتحدة الأمريكية، الدول الأوروبية، نيجيريا وغانا، سنغافورة، المملكة المتحدة، اليابان، الصين، ماليزيا، الهند، باكستان..." .

المطلب الأول: الدراسات الأجنبية التي تناولت علاقة العوامل الاقتصادية بالأسهم

سيتم التركيز في المطلب الأول على الدراسات الأجنبية السابقة التي بحثت وناقشت العلاقة بين أسعار وعوائد الأسهم وبين العوامل الاقتصادية المختلفة.

دراسة : (Geetha, Mohidin, Chandran, and Chong, 2011)[1]

قام الباحثون بإيجاد العلاقة بين كل من معدل التضخم المتوقع، ومعدل التضخم غير المتوقع، وسعر الصرف، وسعر الفائدة، والناتج المحلي الإجمالي وبين أسعار الأسهم في كل من ماليزيا، الولايات المتحدة الأمريكية، والصين، عن طريق أخذ بيانات شهرية للفترة ما بين جانفي 2000 إلى نوفمبر 2009، وذلك بالاعتماد على مجموعة اختبارات قياسية كاختبار (Dickey Fuller) للاستقرارية، أسلوب التكامل المشترك (لتحديد العلاقة طويلة المدى بين المتغيرات)، ومنهج تصحيح الخطأ(لتحديد العلاقة قصيرة الأجل).

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة في الأجل الطويل بين المتغيرات المستخدمة وأسعار الأسهم، وعدم وجود علاقة في الأجل القصير باستثناء العلاقة بين التضخم المتوقع وأسعار الأسهم في الصين.

[1] Caroline Geetha et al, "The Relationship Between Inflation And Stock Market: Evidence From Malaysia, United States And China", International Journal of Economics and Management Sciences, Vol. 1, No. 2, 2011.

دراسة: (Shehu Usman Rano Aliyu, 2011)[1]

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تقييم أثر التضخم على عوائد الأسهم في سوقي كل من نيجيريا وغانا، باستخدام بيانات سلسلة زمنية شهرية لأسعار الأسهم ومعدلات التضخم (لمدة 3 أشهر) في كلا البلدين، وقد استخدم الباحث لمعالجة هذا الموضوع نموذج الانحدار (GARCH).

توصلت الدراسة من خلال هذا البحث إلى وجود علاقة عكسية ضعيفة ذات دلالة إحصائية بين معدلات التضخم وعوائد أسهم بورصة نيجيريا، وبوجود علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية بين معدلات التضخم وعوائد أسهم بورصة غانا، وأن التضخم هو واحد من المقومات الأساسية لتقلبات سوق الأسهم في السوقين.

دراسة: (Anokye M. Adam and George Tweneboah, 2008)[2]

اختبر الباحثان في هذه الدراسة دور المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل سندات الخزانة كمقياس لمعدلات الفائدة، بالإضافة إلى الاستثمار الأجنبي المباشر، والرقم القياسي للمستهلك كمقياس للتضخم بالإضافة إلى معدل سعر الصرف) في تحركات أسعار الأسهم في غانا حيث تم استخدام مؤشر (Databank Stock Index) ليعبر عن سوق الأسهم في غانا، حيث تم إجراء التحليل على البيانات ربع السنوية للمتغيرات المذكورة للفترة الممتدة من جانفي 1991 إلى أفريل 2006، باستخدام أسلوب جوهانسون للتكامل المشترك ذو المتغيرات المتعددة، والتي تم بناؤها على نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، لإيجاد العلاقة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية محل الدراسة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية، وذلك على عكس الفرضيات التي وضعتها الدراسة حيث وجد أن التضخم يرتبط طرديا مع أسعار الأسهم، هذا يعني أن أسواق الأسهم توفر حماية جزئية (أو كلية) ضد التضخم.

[1] Shehu Usman Rano Aliyu, "Does inflation has an impact on Stock Returns and Volatility? Evidence from Nigeria and Ghana", International Conference on Economics and Finance Research, Singapore, IPEDR vol.4, 2011.

[2] Anokye M. Adam and George Tweneboa, "Do macroeconomic variables play any role in the stock market movement in Ghana", Munch Personal RePEc Archive, MPRA, Working Paper, june 2008.

دراسة: (Sara Alatiqi and Shokoofeh Fazel, 2008)[1]

سعى الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى نقد الافتراض السائد لدى المحللين الماليين بوجود علاقة سببية موجبة بين عرض النقود وأسعار الأسهم، حيث تبنت الدراسة التحليل التجريبي القائم على الاختبارات الإحصائية القياسية كاختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، اختبار التكامل المشترك ، واختبار إنجل – جرانجر للسببية، لدحض هذه العلاقة، مستخدمة بيانات شهرية للفترة الممتدة ما بين 1965-2005، وذلك لمؤشر S&P 500 (ستاندرد آند بورز بالولايات المتحدة الأمريكية) لأسعار الأسهم، والمتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة في (عرض النقود M1، معدل الفائدة ربع السنوي لأذونات الخزانة للأجل القصير، ومعدلات الفائدة على أذونات الخزانة للأجل الطويل).

توصلت الدراسة إلى نتيجة تخالف الرؤية السائدة بأن عرض النقود وأسعار الأسهم يكونان في علاقة توازن طويلة الأجل، حيث أن اختبارات التكامل المشترك أكدت أنه ليس لعرض النقود قوة تفسيرية طويلة الأجل في التنبؤ بتقلبات أسعار الأسهم.

دراسة: (Martin Agren, 2006)[2]

عرض الباحث من خلالها أثر انتقال التقلبات في أسعار النفط إلى أسعار الأسهم لمجموعة من الدول (اليابان، النرويج، السويد، والولايات المتحدة الأمريكية)، وذلك بدءا من الأسبوع الأول من عام 1989 إلى الأسبوع السابع عشر من عام 2005، ضمن نموذج (BEKK).

توصل الباحث خلال فترة الدراسة إلى وجود دلائل قوية على انتقال التقلبات في أسعار النفط إلى أسعار الأسهم وذلك في كل من اليابان، النرويج والولايات المتحدة الأمريكية، بينما كان التأثير ضعيفا في السويد، وكان لتأثير الأخبار معنوية ضعيفة، بينما التقلبات التي حدثت في أسواق الأسهم كانت لها صلة قوية بأسواق النفط، وحسب رأي الباحث أن الارتفاع الذي شهدته أسواق النفط كان مزيجا غير طبيعيا من العرض المقيد والطلب المتفجر والمضاربات المالية للنفط الخام، إضافة إلى العوامل السياسية.

[1]Sara Alatiqi and Shokoofeh Fazel, " Can Money Supply Predict Stock Prices?", Journal For Economic Educators, Vol. 8, No. 2, United States, 2008.
[2] Martin Agren, " Does Oil Price Uncertainty Transmit to Stock Markets?", Department of Economics, Working Paper, Uppsala University, Sweden 2006.

دراسة : (A.Gregoriou, A. Kontonikas, R. MacDonald, A. Montagnoli, 2006)[1]

يستعرض الباحثون في هذه الدراسة أثر صدمات السياسة النقدية (المتوقعة وغير المتوقعة) على عوائد الأسهم، في سوق المملكة المتحدة (UK) باستخدام نموذج (Panel Data) لقياس اثر صدمات السياسة النقدية على عوائد الأسهم للمتغيرات (سعر الفائدة، مؤشر MPC لأسعار الأسهم)، ببيانات شهرية غطت المدة (1999- 2009).

أظهرت نتائج الدراسة بأن السياسة النقدية (المتوقعة وغير المتوقعة) تؤثر على عوائد الأسهم، أي أن عوائد الأسهم تستجيب بشكل ايجابي لمعدل الفائدة في حالة توقع وجود أثر للسياسة النقدية، وبشكل سلبي عند إتباع سياسة نقدية غير متوقعة أي في حالة عدم توقع وجود أثر للسياسة النقدية.

دراسة : (Ramin Cooper Maysami, Lee Chuin Howe, Mohamad Atkin Hamzah, 2005)[2]

سعى الباحثون من خلال دراستهم لبيان العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق الأسهم في سنغافورة، باستخدام النماذج القياسية المتمثلة في اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) وفيليب بيرون (PP)، اختبار التكامل المشترك ، واختبار إنجل – جرانجر للسببية، بين المتغيرات التالية (المؤشر العام لأسعار أسهم سوق سنغافورة، مؤشر قطاع المالي، مؤشر قطاع العقار، مؤشر قطاع الفنادق، والمتغيرات الاقتصادية عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، والتضخم)، وذلك خلال المدة (1995-2001).

أثبتت نتائج الدراسة أن مؤشر سوق الأسهم بسنغافورة ومؤشر جميع القطاعات يتأثران بمتغيرات الاقتصاد الكلي المذكورة سابقا، والتي تم تحديدها بنسب متفاوتة إذ تستجيب الأسهم بشكل كبير للتغيرات الحاصلة في كل من (عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف) بينما تكون الاستجابة لتغيرات التضخم بشكل أبطئ.

[1]A. Gregoriou, " Monetary Policy Shocks and Stock Returns: Evidence from the British Market", Department of Economics, University of Glasgow, working Paper, G12, RT 8, UK, September 2006.

[2] Ramin Cooper Maysami et al, " Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices", Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management), Vol 24, Malaysia, 2005.

دراسة: (Naeem Muhammad and Abdul Rasheed, 2002)[1]

هدف الباحثان في دراستهما إلى التحقق فيما إذا كانت أسعار الأسهم ومعدلات الصرف على ارتباط ببعضهما البعض أم لا، حيث اعتمدت الدراسة على بيانات شهرية لأربع من دول جنوب آسيا وهي: باكستان ، الهند ، بنغلاديش و سيرلانكا، وذلك للفترة ما بين جانفي من العام 1994 إلى ديسمبر من العام 2000، عن طريق إجراء اختبار العلاقة في الأجل الطويل والقصير بين المتغيرات قيد الاختبار، والمتمثلة في مؤشرKSE100 بالنسبة لباكستان، ومؤشرBSE200 للهند، ومؤشر CSE في سيرلانكا، بالإضافة لمؤشر DSE لكل السوق في بنغلاديش، هذا بالنسبة لأسعار الأسهم، أما بالنسبة لأسعار الصرف فقد تم اعتماد أسعار الصرف بالنسبة لعملات البلدان قيد الدراسة مقابل الدولار الأمريكي، وقد اعتمد الباحثان في دراستهما على منهج التكامل المشترك وتحديدا منهج جوهانسون، و نموذج تصحيح الخطأ بالإضافة إلى باقي الاختبارات الأخرى لجذر الوحدة كاختبار ديكي فولر الموسع (ADF) وفيليب بيرون (PP).

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة مشتركة قصيرة أو طويلة الأجل بين أسعار الأسهم ومعدلات سعر الصرف لكل من باكستان والهند، كما لم توجد علاقة مشتركة قصيرة الأجل في بنغلاديش أو سيرلانكا، بينما أشارت الدلائل إلى وجود علاقة سببية ثنائية طويلة الأجل بين هذه المتغيرات في بنغلاديش وسيرلانكا، وبالتالي فإن الدراسة خلصت إلى أنه في دول جنوب آسيا فإن أسعار الأسهم ليس لها ارتباط مع معدلات سعر الصرف (على الأقل في الأجل القصير).

دراسة: (John H. Boyd, Ross Levine, Bruce D. Smith, 2001)[2]

ركز الباحثون من خلال دراستهم على قياس آثار التضخم كمتغير مستقل على أداء كل من القطاع المصرفي وسوق الأسهم كمتغيرات تابعة، لعينة مكونة من 65 دولة، للفترة الممتدة مابين 1960-1995، وذلك باستخدام ثلاثة أساليب انحدار منفصلة (نموذج انحدار خطي بسيط، ونموذج انحدار خطي يسمح بتباينات أقل لمعدل التضخم وتطور القطاع المالي، ونموذجين غير خطيين).

توصلت هذه الدراسة إلي وجود علاقة سالبة غير خطية بين التضخم كمتغير مستقل وكل من تطور القطاع المصرفي ونشاط سوق الأسهم كمتغيرات تابعة؛ حيث بلغ المعدل الحرج للتضخم حوالي

[1] Naeem Muhammad and Abdul Rasheed, "Stock Prices and Exchange rate: Are they related? Evidence from south Asian countries", The Pakistan Development Review, Karachi – Pakistan, February 2002.
[2] J.H. Boyd, "The impact of inflation on financial sector performance", Journal of Monetary Economics, Volume 47, Issue 2, Boston University, United States, April 2001.

15%، ووجود أثر سالب قوي للتضخم على أداء القطاع المالي في حالة إذا كانت معدلات التضخم أكبر من 15%؛ ووجود أثر موجب للتضخم على أداء القطاع المالي في حالة إذا كانت معدلات التضخم السائدة تساوي 15 %؛ وعدم وجود تأثير للتضخم على أداء القطاع المالي في حالة إذا كانت معدلات التضخم الفعلية أقل من 15%.

دراسة: (J.P Gupta, Alian Chevalier, Fran sayekt, 2000)[1]

سعى الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين معدلات الفائدة، معدلات الصرف وأسعار الأسهم لسوق جاكارتا للأوراق المالية في اقتصاد اندونيسيا، حيث شملت فترة الدراسة خمس سنوات من العام 1993 إلى العام1997، كما قسمت هذه الفترة إلى فترات فرعية، حيث تم توفير المعلومات عن أسعار الأسهم من المؤشر الأسبوعي (من الاثنين إلى الجمعة) لمؤشر المتوسط الموزون المركب لسوق الأوراق المالية، وقد اعتمد الباحثون على اختبارات السببية لجرانجر.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من أسعار الإغلاق إلى معدلات الفائدة في سوق الأسهم والعكس صحيح. كما تم اكتشاف علاقة سببية ضعيفة أحادية الاتجاه من معدلات الفائدة إلى أسعار الأسهم، مما يعني عدم وجود علاقة سببية متناغمة بين أي من المتغيرات الاقتصادية موضوع الدراسة.

دراسة: (Jeremy J. Siegel, 1991)[2]

يبحث الباحث من خلالها عن العلاقة بين الدورة الاقتصادية وأسعار الأسهم، وتوصلت إلى وجود علاقة قوية بين المتغيرات الاقتصادية وأسعار الأسهم، فأسعار الأسهم تمثل انعكاساً لتغير المؤشرات الاقتصادية، كما أن تغير أسعار الأسهم يسبق التغير في المؤشرات الاقتصادية أيضاً، حيث تعكس توقعات العائد والتوزيعات وأسعار الفائدة، لذلك فهي تؤثر في توقعات المستثمرين للنشاط الاقتصادي في المستقبل وليس النشاط السابق أو الحالي.

[1] J.P Gupta, et al, "The causality between interest rate, Exchange and Stock prices in emerging market :The case of Jakarta Stock Exchange", working paper, SSRN Electronic Journal European, 18 December 2000.
[2] Jeremy J. Siegel, "Does it Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle?," The Journal of Portfolio Management, Vol. 18, No. 1, United States, 1991.

دراسة: (Mads Asprem, 1989)[1] .

قام الباحث في دراسته هذه بمقارنة انعكاس الاستثمار الأجنبي وأثره في عدة بلدان، مستخدما المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في (الإنتاج الصناعي، التوظيف، سعر الصرف، الواردات، سعر الفائدة، التضخم، العرض النقدي، وأسعار الأسهم السابقة، وأسعار الأسهم الأمريكية، ومنحنى العائد الأمريكي) باستخدام بيانات فصلية خلال المدة المحصورة ما بين 1968- 1984 م، على عشر دول أوروبية (الدنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، ايطاليا، هولندا، النرويج، سويسرا، السويد، وبريطانيا).

توصلت دراسته، إلى أن المتغيرات السابقة جميعها، تتأثر بعضها ببعض وبنسب متفاوتة، وبأن كلا من البطالة، والتضخم، والمستوردات، وسعر الفائدة قد أثرت عكسيا في أسعار الأسهم، كم بين الباحث أن أكثر الدول تأثرا بالمتغيرات الاقتصادية الكلية هي ألمانيا، وهولندا، وسويسرا، وبريطانيا، وأكدت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين عرض النقد، وسعر السهم مما يدل على أن السيولة النقدية تؤثر في سعر السهم.

دراسة: (Michael Firth, 1979)[2]

سعى الباحث الاقتصادي من خلال دراسته هذه إلى إيجاد العلاقة بين عوائد الأسهم (الاسمية والحقيقية)، ومعدلات التضخم للفترة الممتدة مابين (1955- 1976)، بالاعتماد على البيانات الشهرية للاقتصاد البريطاني، ولغرض دراسة العلاقة في الأجل الطويل فقد امتدت السلسلة الزمنية لغاية العام 1935 (ببيانات شهرية)، وإلى العام 1919 (ببيانات سنوية)، وذلك بالاعتماد على معادلة انحدار (ببيانات سنوية).

توصل الباحث إلى أن معدلات التضخم لا تلعب دورا مؤثرا في تغيرات عوائد الأسهم، أي أن هذه الأخيرة مستقلة إلى حد ما عن تغيرات معدل التضخم في الأجل الطويل، أما النتائج الخاصة بالبيانات الشهرية فقد تذبذبت بين تأييد فرضية فيشر في بعض التباطؤات الزمنية، وتأييد فرضية فاما في البعض الآخر.

[1] Mads Asprem, " Stock prices asset portfolios and macroeconomic variables in ten European countries", Journal of Banking and Finance Vol 13, North-Holland, 1989.

[2] Michael Firth, "the relationship between stock market returns and rates of inflation", The Journal of Finance, Vol. 34, No. 3, United States, Jun 1979.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية التي تناولت العوامل الأخرى وعلاقتها بالأسهم

إضافة إلى العوامل الاقتصادية المؤثرة على عوائد وأسعار الأسهم هناك عوامل أخرى مالية، محاسبية، وموسمية حظيت بدراسات أجنبية وفيرة في علاقتها بالأسهم سنذكر البعض منها على سبيل المثال لا الحصر.

دراسة: (Sanjeet Sharma, 2011)[1]

هدف الباحث في هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم والعوامل المالية أو المتغيرات التفسيرية وهي: القيمة الدفترية للسهم الواحد وحجم الشركة، أرباح السهم الواحد، توزيعات الأرباح وذلك للفترة الممتدة من1994 إلى 2009، وقد شملت عينة الدراسة على أكبر 500 شركة في مختلف القطاعات في الهند، تم اختيارها وفق شروط منها أن تكون مدرجة خلال فترة الدراسة في بورصة بومباي؛ ومتوسط ربحية السهم لثلاثة سنوات متتالية ليس صفرا أو سلبا، ولمعالجة هذا الموضوع استعان الباحث بمصادر مختلفة منها التقارير الشهرية CMIE والتقارير السنوية SEBI، واستخدم نموذج الانحدار البسيط لقياس أثر كل متغير مستقل على التابع و المتعدد لقياس الآثار مجتمعة للمتغيرات التفسيرية على أسعار الأسهم.

توصلت الدراسة إلى أن العائد على السهم وتوزيع أرباح السهم الواحد والقيمة الدفترية للسهم الواحد لديهم تأثير كبير على سعر السوق للأسهم وأن أرباح السهم الواحد هي أقوى العوامل المحددة لسعر السوق.

دراسة: (Paresh Kumar Narayan and Xinwei Zheng, 2011)[2]

تناول الباحثان في هذه الدراسة العلاقة بين السيولة وعوائد الأسهم في بورصة شنغهاي، حيث تم استخدام بيانات يومية للفترة الممتدة من1997 إلى 2003 وهدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كان العائد المتوقع لسوق الأسهم يرتبط بوضع السيولة للشركات أم لا، وتم اختبار السيولة باستخدام حجم التداول ونسبة الدوران.

[1] Sanjeet Sharma, "Determinants Of Equity Share Prices In India". International Refereed Research Journal, Kangra, Himachal Pradesh, Vol 2, Issue 4, India ,Oct 2011.

[2] Paresh Kumar Narayan and Xinwei Zhen, " The relationship between liquidity and returns on the Chinese stock market ", Journal of Asian Economics 22, 2011.

أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للسيولة على عوائد الأسهم وفسر الباحث هذا في أن السبب يعود إلى طبيعة البيانات في السوق فهي غير متماثلة، كما أن هناك سيطرة واضحة وكبيرة للحكومة على السوق.

دراسة: (Mehdi Moradi, Mahdi Salehi, Zakiheh Erfanian, 2010)[1]

هدف الباحثون من خلال هذا البحث إلى إظهار أهم العوامل المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات، وافترضت هذه الدراسة وجود علاقة بين درجة الرفع المالي وتحقيق عوائد غير عادية، حيث اعتمد الباحثون على عينة مكونة من الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية اعتمادا على البيانات المنشورة عن هذه الشركات خلال الفترة الممتدة ما بين 2002- 2007 بهدف إظهار أهم العوامل المؤثرة على العوائد غير العادية.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين درجة الرفع المالي والعوائد غير العادية، كما أوصى الباحثون بإجراء المزيد من الدراسات ذات العلاقة بالعوامل الأخرى المؤثرة على العوائد غير العادية لدى الشركات.

دراسة: (A.Cevdet Aydemir and Michael Gallmeyer and Burton Hollifield 2007)[2]

هدف الباحثون فيها إلى قياس أثر الرافعة المالية على تقلبات عوائد السهم للشركات المدرجة في الأسواق المالية في ظل حالة اقتصادية عادية، وقد تم دراسة أثر الرافعة المالية على مستوى السوق ومستوى المنشأة.

من النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، أنه في ظل اقتصاد متعافي يكون فيه ثبات في معدلات الفائدة ومستويات المخاطر فإن الرافعة المالية يكون لها تأثيرا محدودا على تقلبات عوائد السهم على مستوى السوق ويكون هناك تأثيرا ملحوظا في تقلبات العوائد على مستوى كل شركة بشكل مستقل، في المقابل فانه في ظل سوق يشهد تقلبات في معدلات الفائدة والمخاطر يكون هناك تأثيرا ملحوظا للرافعة المالية على تقلبات العوائد على مستوى السوق والمنشأة معا، هذا بالإضافة إلى أن الرافعة المالية يكون لها دائما تأثيرا على تقلبات عوائد السهم للشركات صغيرة الحجم.

[1] Mehdi Moradi , et al, "A study of The Effect of Financial Leverage on Earnings Response Coefficient throughout Income Approach: Iranian Evidence", International Review of Accounting, Banking and finance, Vol. 2, N0.2, Summer 2010.

[2] Cevdet Aydemir, et al, "Financial Leverage and The Leverage Effect – A Market and Firm Analysis", Carnegie Mellon University , working paper for Free and Open Access By Research Showcase, 3-2007.

دراسة: (Wan Mansor Wan Mahmood and Faizatul Syuhada Abdul Fatah,2007)[1]

هدف الباحثان في هذه الدراسة إلى التعرف على نوع العلاقة على المدى الطويل والقصير ما بين معدل التوزيعات النقدية/ السعر، معدل السعر/ دخل السهم) وبين عائدات الأسهم في سوق ماليزيا للأوراق المالية، حيث امتدت فترة الدراسة من 1989 إلى 2005 م، استخدم الباحث البيانات الشهرية لعائدات الأسهم، والعديد من الأساليب الإحصائية (Unit root test, Johansen Cointegration, Error– correction model, Granger causality test) وذلك بهدف التعرف على قوة وصحة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة قوية إيجابية بين تلك المتغيرات المذكورة سابقا وبين عائدات الأسهم على المدى الطويل، وأن هناك علاقة إيجابية مهمة ما بين معدل التوزيعات النقدية/ السعر، وعائدات الأسهم على المدى القصير، وعلاقة سلبية مهمة بين معدل السعر / الدخل، وبين عائدات الأسهم على المدى القصير.

دراسة: (Kenneth Lehn and Anil K. Makhija ,1997)[2]

هدف الباحثان في دراستهما إلى اختبار العلاقة بين كل من القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added (التي تساوي الفرق بين القيمة السوقية للشركة والقيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية في الشركة)، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات وبين عوائد الأسهم، وذلك على الشركات الأمريكية.

بينت نتائج الدراسة بأن القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة أكثر المقاييس السابقة ارتباطا بعوائد الأسهم، وأن السوق الأمريكي يعطى أهمية لتقيم المدراء على أساس هذه المقاييس أكثر من مقاييس الأداء التقليدية الأخرى.

[1]Wan Mansor Wan Mahmood,Faizatul Syuhada Abdul Fatah, "Multivariate Causal Estimâtes of Dividend Yields. Price Eaming Ratio and Expected Stock Retums: Expérience from Malaysia", Munich Personal RePEc Archive (MPRA), Paper No. 14614, june 2007.

[2] Lehn. K, Makhija A.K, "EVA and MVA: As Performance Measures and Signals foe Strategic Change", Strategy and leadership, Vol. 24, N. 3, 1996.

دراسة: (Ashraf Elsharkawy and Neil Garrod, 1996)[1]

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى بحث تأثير سلوك (Sophistication) المستثمر المعقد في استجابة الأسعار لأخبار الأرباح المحاسبية في سوق رأس المال البريطانية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من511 شركة من الشركات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 1988 إلى 1991، وقد اعتمدت هذه الدراسة على علاقات الارتباط بين متغيراتها (الأرباح والأسعار) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير بسيط في العلاقة السابقة(الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم) وذلك ناتج عن أن طبيعة تغيرات الأسعار تعتمد على حجم ومقدار (أهمية) الأرباح غير المتوقعة (Unexpected earnings).

دراسة: (Kwaku K. Opong, 1995)[2]

سعى الباحث من خلال هذه الدراسة للبحث عن مدى احتواء التقارير المالية (Interim Financial Report) المتاحة للمستثمرين على معلومات تؤثر في أسعار الأسهم، فالدراسة تفترض أن الهدف الرئيسي للتقارير المالية مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة من الشركات الصناعية والتجارية المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية، وقد استخدم الباحث نموذج السوق (Market Model)، وذلك خلال المدة الزمنية المحصورة مابين 1983-1987.

أشارت نتائج الدراسة إلى أن التقارير المالية وما تحتويها من معلومات محاسبية تؤثر في أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار التقارير، مما يساهم في مساعدة المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

[1] Ashraf Elsharkawy, Garrod, Neil, "The impact of investor Sophistication on price responses to earnings news ", Journal of Business Finance & Accounting, March 1996.
[2] K, Kwaku Opong, " The Information Content of interim financial reports: UK evidence", Journal of Business Finance & Accounting, Volume. 22, Issue. 2, London, March 1995.

دراسة: (K. C. Chan 1986)[1]

هدف الباحث من خلالها إلى إبراز أثر شهر جانفي على عوائد الأسهم، من خلال تحليل واختبار فرضية بيع الأسهم في نهاية العام لأسباب ضريبية كتفسير لظاهرة أثر جانفي، على أساس أن عوائد شهر جانفي عادة أعلى من عوائد الأشهر الأخرى.

جاءت نتائج الدراسة معززة لموسمية العوائد في شهر جانفي، حيث وجد أن هذه الموسمية مصاحبة للخسائر التي تتحقق بنهاية العام نتيجة انخفاض أسعار الأسهم، ولكن هذه المصاحبة لا تدعم بالضرورة وجود ظاهرة ارتفاع الأسعار في بداية العام الجديد كنتيجة لأسباب ضريبية، كذلك وجدت الدراسة أن العلاقة بين الموسمية في شهر جانفي والخسائر الرأسمالية للأسهم علاقة دائمة بغض النظر فيما إذا كانت الخسائر قصيرة أو طويلة المدى، وعليه جاءت نتائج الدراسة لا تعزز الربط بين الموسمية في العوائد وبين البيع لأسباب ضريبية للأسهم التي حققت خسائر رأسمالية خلال العام.

دراسة: (Paul Barnes,1984)[2]

سعى الباحث من خلالها إلى اختبار فعالية الأسواق المالية، ومدى انعكاسها الفوري لخبر الاندماج على أسعار الأسهم، إضافة إلى المنافع التي يمكن للشركة أن تحققها نتيجة الاندماج، وقد أجريت الدراسة على الشركات المندمجة خلال الفترة الممتدة من عام 1974 وحتى 1976م، والمدرجة في بورصة لندن، وقد اعتمد الباحث على نموذج السوق، لاحتساب العوائد غير العادية.

من النتائج التي توصلت إليها الدراسة، عدم وجود عوائد غير عادية، ناتجة عن حدث الاندماج أي يتم تجاهل العوائد خلال عملية الاندماج كونها غير معنوية، وقد وجدت الدراسة أيضا وجود أثر لعملية الاندماج في السعر، على المدى البعيد فسعر السهم يحتاج إلى فترة ستة أشهر، حتى يتكيف مع الوضع الجديد، حيث أن خبر الاندماج هو خبر يفسر من وجهة نظر فعالية السوق، على أنه خبر جيد، لكن المعلومات التي تأتي لاحقا تعكس التوقعات، وتؤدي إلى عكس اتجاه السهم بالانخفاض، ويبقى لستة أشهر حتى يتكيف مع الوضع الجديد.

[1] K. C. Chan, "Can Tax-Loss Selling Explain the January Seasonal in Stock Returns?", The Journal of Finance, Vol. 41, No. 5, Dec 1986.
[2] Paul Barnes, "UK building societies—a study of the gains from merger", Journal of Business Finance & Accounting, Volume. 12, Issue. 1, December 2006.

دراسة: (Ray Ball and Philip Brown, 1968)[1]

أراد الباحث من خلال هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم للشركات المساهمة المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية، وقد قام باختبار أهمية الأرباح المنشورة في التأثير في أسعار الأوراق المالية، مركزا على اختبار فرض أن الأرباح المنشورة تكون مفيدة إذا رافق إصدار التقارير والقوائم السنوية تغيرات في سعر الورقة المالية، حيث اختار الباحث عينة مكون من 261 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 1957 إلى1965.

من النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن المعلومات المالية المتفائلة عن الأرباح قد تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركة، في حين أن المعلومات المالية غير المتفائلة تؤدي إلى تأثير سلبي في القيمة السوقية للأسهم، كما أن المعلومات التي تتطلبها البورصة من الشركات التي تتداول أسهمها لديها، لها جدوى اقتصادية في عملية تسعير أسهم تلك الشركات.

المبحث الثالث: : مناقشة الدراسات السابقة وما يميز الدراسة الحالية

تعتبر الدراسات السابقة قاعدة انطلاق لدراستنا نتجاوز من خلالها الهفوات ونستفيد بذلك من تجارب الباحثين من أجل تقديم إضافة علمية، لذلك بعد الاستعراض غير الحصري لمختلف الدراسات السابقة حول العوامل المؤثرة على عوائد وأسعار الأسهم، سنحاول في هذا المبحث تقديم أسباب إدراج الدراسات السابقة في البحث كمرحلة أولى ومناقشة محتوى هذه الدراسات كمرحلة ثانية من خلال المطلب الأول، وبعدها تقديم جديد الدراسة بناء على ما تم مناقشته من خلال المطلب الثاني.

المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة

إن التطرق لما تناوله الباحثون سابقا حول موضوع الدراسة من حيث المتغيرات المستخدمة والنماذج المختارة والطرق والأساليب التي عولجت بها الدراسة وكذا النتائج المتوصل لها، في غاية الأهمية.

أولا: أسباب إدراج الدراسات السابقة في البحث

لكتابة الدراسات السابقة في أي بحث علمي أهمية كبيرة جدا، لأن البحث العلمي يأتي دائما في سياق البحث عن أجوبة لم تكن موضحة في ذهن الباحث، لذلك كان من الضروري علينا أن نستعين

[1] Ray Ball, Philip Brown, " An Empirical Evaluation of Accounting Income" , Journal of Accounting Research, Autumn 1968.

بدراسات ومؤلفات سابقة ومراجع لهذه الدراسات السابقة، التي خصصنا لها فصلا كاملا لما لها من دور وأهمية في أي بحث علمي، حيث تنشأ أهمية الدراسات السابقة في كونها قدمت لنا إلماما وتفصيلا كاملا وشاملا بالموضوع محل البحث، كما سمحت لنا بتقديم نظرة عامة حول تاريخ تطوره وأخذ صورة والتفاتة لأمور في البحث العلمي كنا سنغفل عنها أو نتجاهلها عند كتابتنا لموضوع بحثنا، ويمكن تلخيص أهمية الدراسات السابقة في النقاط التالية:

1- تقدم الدراسات السابقة للباحث خلفية نظرية عن موضوع البحث المراد البحث عنه حتى لا يقع بأخطاء معينة؛

2- تقوم بتوفير الوقت والجهد على الباحث، واختيار الإطار النظري لموضوع هذا البحث؛

3- تنبيه الباحث عند كتابة البحث، لمنع وقوعه بأخطاء ارتكبها غيره من الباحثين؛

4- تقوم الدراسات السابقة بعرض أسلوب منهجي لباقي الدراسات بشكل عام؛

5- تزود الباحث بنتائج وتوصيات ومقترحات الأبحاث الأخرى؛

6- تساعد الباحث في تحديد مراجع البحث العلمي وتسهل عليه كتابتها؛

7- تساعد الباحث بالمقارنة بينها وبين بحثه، مما يسهل عليه عملية التعقيب على الدراسة.

فتوفر دراسات سابقة بأي بحث علمي لها أهمية كبيرة، حيث أن توافرها يؤكد استمرار البحث، كما تعمل على تحديد الأسلوب الأنسب في إشكالية البحث.

ثانيا: التعليق على الدراسات السابقة

من خلال العرض السابق لنتائج الدراسات السابقة يتضح ما يلي:

اختلفت الأسواق المالية محل الدراسة وتنوعت إذ يمكن القول أن هناك العديد من البحوث التي تناولت علاقة وأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم وعوائدها في شتى أنحاء العالم فقد شملت هذه الدراسات كُلاً من الأسواق الناشئة والمتقدمة، العربية والأجنبية على حد سواء: كسوق العراق، فلسطين ومصر، والأسواق المالية الخليجية (دبي، السعودية، وأبو ظبي)، وبورصة عمان، إضافة إلى بورصة نيويورك، فرنسا، ألمانيا وبريطانيا، وسوق ماليزيا، مالي، نجيريا وغانا...إلخ.

اهتمت الدراسات السابقة التي تطرقنا لها في مجال الأسواق المالية إما بتحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والأسهم، وإما بتحليل العلاقة بين هذه الأخيرة وعوامل أخرى، بعضها متعلق بالأوضاع العامة للدولة، وأخرى متعلق بالجانب النفسي، وأخرى عوامل محاسبية، مالية وغير مالية

مرتبطة بالشركات؛ حيث كشفت بعض الدراسات عن وجود علاقة ارتباط إيجابية بين المتغيرات المختارة، كما كشف البعض الآخر عن وجود آثار سلبية.

وقد تركز اهتمام جل الدراسات السابقة على بيان أثر متغير واحد إلى أربعة متغيرات على الأكثر من المتغيرات الاقتصادية، أو من المعلومات المحاسبية والمالية، أو من المعلومات غير المحاسبية، ونركز هنا على الأبحاث التي تناولت المتغيرات الاقتصادية وعلاقتها أو أثرها على الأسهم، حيث تناول كل من (بلجبلية سمية، 2009-2010)، (John H. Boyd,2001)، (Michael Firth,1979)، (2011) Shehu Usman Rano Aliyu, أثر التضخم -كمتغير مستقل- على سوق الأسهم (سواء على حجم التعامل، أو عائد السهم، أو أداء السوق)- كمتغير تابع-، كما بحثت دراسة كل من (أياد طاهر محمد،2013) و(محمد محمود عطوة وآخرون، 2012)، (Naeem Muhammad and Abdul Rasheed, 2002)، و(Sara Alatiqi and Shokoofeh Fazel, 2008)، في أثر (الاستثمار الأجنبي غير المباشر، سعر الفائدة، سعر الصرف، عرض النقود)، فرادا وعلى الترتيب على أسعار الأسهم وعوائدها، كما جمعت دراسة كل من (حاتم أحمد عديلة، 2014)، (محمود صالح عطية، 2012)، بين ثلاثة متغيرات اقتصادية، ودراسة كل من (أحمد حسين علي الهيتي، بختيار صابر محمد، 2011)، (Caroline Geetha et al, 2011)، (Anokye M. Adam and George Tweneboa,2008)، بين أربع متغيرات اقتصادية.

كما نجد أن هذه الدراسات قد استخدمت في ذلك إما بيانات سنوية أو شهرية وقليلا منها فقط استخدمت بيانات ربع سنوية، كما تعددت الأساليب الإحصائية لمعالجة البيانات ما بين طريقة الانحدار الخطي البسيط، أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود (ARDL)، وطريقة التكامل المشترك مستخدمين في ذلك إما نموذج (VAR) (Vector Auto regression)، أو نموذج تصحيح متجهات الخطأ (ECM) (Error Correction Mechanism).

وقد تباينت الأدلة الإحصائية والنتائج القياسية المتوصل إليها رغم تشابه الاختبارات بشأن أثر وعلاقة المتغيرات الاقتصادية وأسعار وعوائد الأسهم في هذه الدراسات، حيث اختلفت نوعية العلاقة فيما بينها ما بين طردية وعكسية من سوق مالي لآخر، كما اختلفت اتجاهات التأثير والتأثر وكذلك الفجوات الزمنية التي تفصل بينها.

المطلب الثاني: ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة

من خلال ما تم ذكره في الدراسات السابقة، لوحظ أن أغلب الدراسات السابقة تركز اهتمامها على بيان أثر متغير واحد من المتغيرات سواء الاقتصادية أو غير الاقتصادية على أسعار وعوائد الأسهم، ولكن القليل من هذه الدراسات بحثت في أثر مجموعة من المتغيرات، وهنا تأتي أهمية هذه الدراسة كمتمم للدراسات السابقة، وعلى حسب علم الباحثة فإن هذه الدراسة هي من الدراسات النادرة التي تتناول هذا المزيج من المتغيرات، كون هذه المتغيرات تعتبر من أهم العوامل المؤثرة على الأسهم والتي يجب أن يعتمد عليها متخذو القرار المالي والاستثماري في قراراتهم.

وعليه يمكن القول أن دراستنا هذه جاءت في سياق الدراسات السابقة لدراسة أثر العوامل الاقتصادية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصة، لكن ما يميزها عن سابقاتها هو اختلافها من حيث:

أولا: المتغيرات المختارة

يشتمل النموذج الذي تم وضعه لقياس أثر مختلف العوامل على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان على ستة متغيرات من المتغيرات الاقتصادية وهي:

1- المتغيرات النقدية حيث لا نستطيع فصل الشركة المدرجة في البورصة عن البيئة الخارجية المحيطة بها، وتمثلت هذه المتغيرات في: التضخم، سعر الفائدة، عرض النقود بالمفهوم الواسع M2.

2- المتغيرات المرتبطة بالنمو والنشاط الاقتصادي: والتي سوف يتم التعبير عنها بواسطة الناتج المحلي الإجمالي، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي.

3- المتغيرات المتعلقة بالتجارة الخارجية: وقد تم اختيار تحويلات العاملين.

ثانيا: الفترة الزمنية المدروسة

تناولت الدراسة فترة زمنية مختلفة عن تلك الفترات التي تناولتها الدراسات السابقة فهي فترة طويلة نوعا ما وحديثة تمتد من سنة 2000 إلى سنة 2016، شهدت أحداث سياسية كالحرب العراقية الأمريكية التي بدأت سنة 2003، وأزمات مالية عالمية كالأزمة المالية لسنة 2008، كما عرفت بورصة عمان خلال هذه الفترة تغيرات هيكلية. هذه بالإضافة إلى استخدام سلاسل زمنية ببيانات ربع سنوية.

ثالثا: الهدف

تهدف دراستنا للبحث في العلاقة الديناميكية بين عدد من المتغيرات الاقتصادية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، وذلك باستخدام اختبار التكامل المشترك وتقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل وبيان أثر كل متغير على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2016م، من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية(OLS)، ثم طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS)، مع تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية المفسرة والمتغير التابع عوائد الأسهم، كون هذه المتغيرات قد لا تتحرك بالاتجاه نفسه، واختبار مدى التحسن الذي يحدث في القدرة التفسيرية للعوامل المختارة عند تمثيلها بأكثر من متغير في مواصفة العلاقة، الأمر الذي يضفي على أهميتها بعدا أعمق، ثم تقدير العلاقة قصيرة الأجل من خلال نموذج تصحيح الخطأ ECM الذي يلتقط ديناميكية المدى القصير بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، وذلك بعد توضيح مدى استقرار السلاسل الزمنية تفاديا لأية نتائج مزيفة وتفاديا للوقوع في أية أخطاء عند تطبيق الاختبارات القياسية ومعادلة الانحدار المقدرة.

وعليه فقد تطرقنا من خلال هذه الدراسة إلى متغيرات مختلفة شملت كل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، سعر إعادة الخصم، عرض النقود بالمعنى الواسع M2، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين، بالتطبيق على بيئة اقتصادية وسوق مالي ناشئ عبر سلسلة زمنية طويلة نوعا ما وحديثة باستخدام بيانات ربع سنوية.

خلاصة الفصل:

مما سبق نستخلص أن هناك الكثير من البحوث التي أجريت في شتى أنحاء العالم بهدف دراسة العلاقة بين عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية قيد الدراسة، حيث نجد أن البعض من هذه الدراسات قد استخدمت ذات المنهج الذي تتبناه هذه الدراسة في اختبار علاقة الارتباط، عبر استخدام مؤشرات أسعار الأسهم في هذه الأسواق لتعبر عن عوائد الأسهم فيها، مما يشير إلى أن هذه الدراسة تتبع ذات المنهج المتعارف عليه عالميا في بحث موضوع الدراسة.

لكن على الرغم من تشابه المنهجيات المتبعة إلا أننا نجد أن هنالك تباينا حادا في تلك الأدلة المقدمة من الدول المختلفة بشأن أثر العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم والعلاقة بين أسعار وعوائد الأسهم وهذه المتغيرات الاقتصادية المختارة للدارسة، حيث يختلف نوع العلاقة سواء كانت طردية أو عكسية من بلد لآخر، كما تختلف اتجاهات التأثير والتأثر، وكذلك الفجوات الزمنية التي تفصل بينها وذلك باختلاف البيئة الاقتصادية والسوق المالي محل الدراسة.

القسم الثاني

الدراسة التطبيقية

- وصف متغيرات وأدوات الدراسة التطبيقية
- تحليل البيانات ومناقشة النتائج

الفصل الثالث

وصف متغيرات وأدوات الدراسة التطبيقية

المبحث الأول: تطورات المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان، والمتغيرات الاقتصادية الأردنية

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

تمهيد

يحتوي هذا الفصل على أهم التطورات التي شهدتها بورصة عمان من خلال عرض أبرز التحولات التي عرفتها هذه البورصة خلال سنوات الدراسة، ومختلف التطورات التي سجلتها المؤشرات الإحصائية العامة ومؤشر السوق فيها، إضافة إلى أهم التطورات التي سجلتها المتغيرات محل الدراسة خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2016 م.

كما اهتم المبحث الثاني من هذا الفصل بتحديد الخطوات الأولية للدراسة التطبيقية من خلال مطلبين نستعرض في أولهما منهجية الدراسة من خلال عرض قاعدة بيانات الدراسة مع تقديم وشرح متغيرات الدراسة من خلال التعاريف الإجرائية بالإضافة إلى النموذج القياسي الذي تم استخدامه في تقدير المتغيرات الداخلة في بنائه، أما المطلب الثاني فقد احتوى على الإجراءات، الطريقة والأدوات المستخدمة لمعالجة النموذج الإحصائي للدراسة، سواء الأدوات الكمية أو البرامج الإحصائية والقياسية.

المبحث الأول: تطور المؤشرات الإحصائية لبورصة عمان والمتغيرات الاقتصادية الأردنية

تعتبر بورصة عمان من أهم البورصات العربية، تأسست في 1999 كمؤسسة مستقلة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية، تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، فهي سوق مالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي والعالمي متماشيا مع المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية، حيث تشكل بورصة عمان جزء مهما من النظام المالي الأردني والقطاع الخاص، إذ تحتوي قائمة السوق على العديد من الشركات الضخمة من حيث الأصول ومستويات العمالة في الاقتصاد.

المطلب الأول: أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة

شهدت مؤشرات أداء بورصة عمان تحسنا ملحوظا بمستويات متفاوتة خلال سنوات الدراسة، وهو ما سنبينه من خلال تطورات المؤشرات الإحصائية العامة ومؤشر السوق.

أولا: تأسيس بورصة عمان

عرف الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل ثلاثينات القرن العشرين، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظم بواسطة بعض شركات الوساطة حتى صدور قانون سوق عمان المالي رقم (31) لسنة 1976، كما بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهمها منذ 1980 أي قبل إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة، وشركة التبغ والجائر عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938. ونتيجة لذلك ظهرت في الأردن سوق غير منظمة للتداول، مما أدى إلى التفكير بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وحماية المستثمرين، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بإجراء دراسات مكثفة، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي (Amman Financial Market (AFM وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01.[1]

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية (Stock Exchange).

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية نشأتها وتطورها، 1997.

قطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس ما بات يعرف ببورصة عمان شوطا طويلا ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (1843.0) مليون دينار سنة 2003، ليسجل سنة 2016 قيمة 2329.5 مليون دينار أردني، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة بشكل ملحوظ وهو ما سنبينه آنفا.

وقد استمر العمل بالقانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 حتى صدر قانون السوق الجديد رقم (1) لسنة 1990 ثم عدل بقانون رقم(2) لسنة1992، إلى أن تولت بورصة عمان اعتبارا من 1999/03/11 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إداريا وماليا ولا تهدف إلى الربح وكجهة وحيدة مصرح لها مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في الأردن، وقد عرفت بورصة عمان نظام التداول الالكتروني في جوان سنة 2000.[1]

ثانيا: التصنيف القطاعي للشركات المدرجة في بورصة عمان

منذ إنشاء سوق عمان المالي عام 1978 تم تقسيم الشركات المدرجة في السوق إلى أربعة قطاعات هي قطاع البنوك والتأمين والخدمات والصناعة وذلك حسب غايات الشركات وحسب ما هو منصوص عليه في نظامها الداخلي، وقد كان هذا التوزيع ممثلا للشركات المدرجة في البورصة لفترة زمنية طويلة، ومع تطور الأنشطة وزيادة عدد الشركات المدرجة وفي إطار سياسة بورصة عمان المستمرة في تحديث وتطوير الخدمات التي تقدمها للمهتمين في السوق، قامت البورصة بعمل توزيع قطاعي جديد للشركات المدرجة في البورصة يتماشى مع المعايير الدولية المعمول بها في هذا المجال، ويعطي صورة أوضح عن الشركات المدرجة تساعد المستثمرين في اتخاذ قرارهم الاستثماري، حيث يتميز هذا التصنيف بأنه يعمل على إظهار طبيعة وغايات عمل الشركات بصورة أوضح وأدق للمستثمرين؛ كما يؤدي إلى إبراز الأهمية النسبية لكل قطاع. وبناءا على هذا التصنيف فقد تم تقسيم الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى ثلاثة قطاعات رئيسية وهي **القطاع المالي** ويضم البنوك وشركات التأمين والخدمات المالية والعقارات وشركات الاستثمار، و**قطاع الخدمات** ويضم الشركات التي تعمل في مجال الخدمات الصحية والتعليم والطاقة والنقل والسياحة والاتصالات، و**قطاع الصناعة** والذي يضم الشركات التي تعمل في الصناعات الاستخراجية والتعدين والإنشائية والغذائية والمشروبات والدخان والملابس والجلود والخزف

[1] الموقع الإلكتروني لبورصة عمان: https://www.ase.com.jo/ar.

والكهربائية، وبهذا فقد تم تقسيم القطاعات الرئيسية الثلاثة إلى ثلاثة وعشرين (23) قطاعا فرعيا، بحيث تم وضع الشركات التي لها نفس النشاط التشغيلي في نفس المجموعة، كما أن لهذا التوزيع ميزات عديدة، حيث يساعد في إظهار طبيعة وغايات عمل الشركات بصورة أوضح وأدق للمستثمرين، مما يسهل عمليات التحليل المالي للشركة ومقارنتها مع الشركات المشابهة لها ومع القطاع الذي تنتمي إليه، كما يمكن للمستثمرين من متابعة التغيرات في أسعار أسهم القطاعات المختلفة من خلال المؤشرات التي قامت البورصة باحتسابها لكل قطاع رئيسي وفرعي.[1]

ثالثا: المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان خلال فترة الدراسة

لقد سعت بورصة عمان للعمل لتحقيق المزيد من الأهداف الرامية للوصول إلى مستوى متقدم بين الأسواق العربية والعالمية، وذلك على الرغم من تأثر البورصة بالاضطرابات التي شهدها العالم والمنطقة العربية، خلال السنوات الماضية، فقد تمكنت بورصة عمان من المحافظة على أدائها المميز وذلك على الرغم من الأوضاع السياسية والاقتصادية التي سادت المنطقة والدول المجاورة، والجدول الموالي يوضح أهم التطورات الحاصلة في المؤشرات الإحصائية الرئيسية لأداء بورصة عمان.

[1] بورصة عمان، النشرة التعريفية، ص:14.

الجدول رقم (3-1): أهم المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان خلال المدة (2000-2016)

السنة	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليون دينار)	حجم التداول (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	رسملة البورصة (مليون دينار)	معدل دوران السهم (%)
2000	163	3509.6	334.7	228.4	801592.64	11.3
2001	161	4476.4	662.4	340.6	1524661.84	19.9
2002	158	5029.0	946.7	461.8	2322392.2	26.5
2003	161	7772.8	1843.0	1008.6	7839646.08	49.1
2004	192	13033.8	3793.2	1338.7	17448348.06	58.2
2005	201	26667.1	16871.0	2582.6	68870452.46	94.1
2006	227	2178.2	14209.9	4104.3	8939986.26	101.1
2007	245	29214.2	12348.1	4479.4	130862087.48	91.2
2008	262	25406.3	20318.0	5442.3	138268706.49	91.5
2009	272	22526.9	9665.3	6022.5	135668255.25	91.3
2010	277	21858.2	6690.0	6988.9	152764773.98	102.2
2011	247	19272.8	2850.3	4072.3	78484623.44	58.2
2012	243	19141.5	1978.8	2384.1	45635250.15	33.9
2013	240	18233.5	3027.3	2705.8	49336204.3	38.0
2014	236	18082.6	2263.4	2321.8	41984180.68	32.8
2015	226	17984.7	3417.1	2585.8	46504837.26	37.3
2016	224	17339.4	2329.5	1836.7	31847275.98	27.2

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان.

عرفت أهم مؤشرات بورصة عمان تطورات ملحوظة خلال السنوات الأخيرة فقد أظهرت مؤشرات أداء البورصة أن حجم التداول سجل ارتفاعا متتاليا منذ عام 2000 حيث ارتفع خلال عام 2002 بنسبة تقارب 42% مقارنة مع عام 2001 ليصل إلى 946.7 مليون دينار، كما ارتفعت القيمة السوقية في هذا العام وسجلت ما قيمته 5029.0 مليون دينار، كما شهد عام 2005 زخما كبيرا في نشاط بورصة عمان

وكان الأفضل من حيث مستويات مؤشرات الأداء للبورصة منذ تأسيس سوق الأوراق المالية في الأردن، مما ساهم في زيادة الاهتمام ببورصة عمان محليا ودوليا على حد سواء، فقد تضاعف حجم التداول عدة مرات خلال عام 2005 ليبلغ 16871.0 مليون دينار كما ارتفعت القيمة السوقية للبورصة في هذا العام بمقدار 13.6 مليار دينار أي ما نسبته 105% مقابل سنة 2004 لتصل إلى26667.1 مليار دينار، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 201 شركة خلال هذا العام مقابل 163 شركة سنة 2000، كما بلغت القيمة السوقية ذروتها سنة 2007 بحجم رأسمالي يبلغ أكثر من 29 مليار دينار (ما يعادل 289 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي)، ويعود هذا التطور في القيمة السوقية إلى ارتفاع عدد الشركات وارتفاع حجم الاستثمار للشركات المدرجة في السوق، وارتفاع حجم الاستثمار الأجنبي، وتوجه المستثمرين –خاصة الأردنيين– إلى تنويع استثماراتهم بدلا من حصرها في الاستثمار العقاري، كما تمكنت بورصة عمان خلال عام 2008 من تحقيق مؤشرات إيجابية وذلك على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد كان عام 2008 من أصعب الأعوام على الأسواق المالية، حيث عانت هذه الأسواق خاصة في الربع الأخير منه من جراء الأزمة المالية العالمية التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشر أثرها ليصيب معظم الأسواق المالية في العالم حيث تراجعت أسعار الأسهم في أغلب أسواق العالم، أما بورصة عمان فقد حققت نتائج إيجابية عام 2008 مسجلة ارتفاعا محسوسا في حجم التداول عرف أعلى نسبة له منذ عام 2000 وحتى بعد عام 2008 وإلى غاية 2016 بمبلغ 20318.0 مليون دينار، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة هذا العام أيضا إلى 5442.3 مليون، وبلغ عدد الشركات المدرجة 262 شركة، على الرغم من تدني القيمة السوقية في بورصة عمان من 29 مليار دينار في عام 2007 إلى 25.4 مليار ثم 22.5 مليار دينار لسنتي 2008 و2009 على التوالي. وبعد هذه القفزة لبورصة عمان سرعان ما ألقت الأزمة المالية العالمية بظلالها على الاقتصاد الأردني وهو ما انعكس على بورصة عمان، حيث أدى انخفاض مستوى السيولة في الاقتصاد إلى تراجع حجم التداول في البورصة وعلى مؤشرات الأداء فيها، وقد استمر الانخفاض في حجم التداول ليصل إلى 1978.8 مليون دينار عام 2012 نتيجة الأوضاع الاقتصادية الصعبة التي ألقت بظلالها على نشاط التداول في البورصة كما انخفضت القيمة السوقية للبورصة خلال السنوات الأخيرة لتبلغ 17339.4 مليون دينار سنة 2016 بعد أن حققت أعلى مستوى لها سنة 2007 بمبلغ 29214.2 مليون دينار، كما أصبح عدد الشركات المدرجة 224 شركة نهاية سنة 2016 بعد أن بلغ ذروته سنة 2010 ب277 شركة مدرجة.

إن جميع مؤشرات السوق المالي تبين أن بورصة عمان قد بلغت أوجها في العامين 2005 و2007م، وبالمقارنة مع الأسواق المالية العربية تعتبر بورصة عمان خلال تلك السنوات الأعلى فيما يتعلق بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، فعلى سبيل المثال فإن القيمة السوقية للأسهم كانت أقل من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في جميع الدول العربية التي لديها أسواق أوراق مالية باستثناء بورصة عمان التي بلغت قيمتها السوقية نحو 179 % من الناتج المحلي الإجمالي حسب ما ورد في التقرير الاقتصادي العربي الموحد سنة 2009م وهذه النسب عالية أيضا بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة الأخرى في العالم، حيث بلغت بالمتوسط في الأسواق الآسيوية سنة 2005 نسبة 39.8 % من الناتج المحلي الإجمالي، وبلغت بالنسبة للأسواق الأوروبية 54.7%، وفي بلدان أمريكا اللاتينية 49.5%. وعليه فقد عرفت المؤشرات الرئيسية لأداء بورصة عمان في مجملها الأعوام الماضية تطورات محسوسة وهذا راجع إلى عدة عوامل، حيث كان للتطورات التشريعية والهيكلية والفنية للبورصة أكبر الأثر في دعم نشاطها وتعميقه، كما أسهم الأداء الإيجابي للمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الأردني سواء بما يتعلق بمعدلات النمو الاقتصادي أو بالتوقعات الإيجابية لأداء الاقتصاد في تعزيز أداء البورصة على الرغم من الأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في بعض الدول العربية.

رابعا: أهم تطورات مؤشر بورصة عمان –الأرقام القياسية–

تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى، وقد بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات، وبعد دراسات إحصائية مكثفة، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية بعينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 والى سبعين شركة في عام 2001 والى 100 شركة في العام2007، وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول)، حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، حيث يتم عند اختيار الشركات التي تدخل باحتساب الرقم القياسي مراعاة أن يكون نشاط التداول للشركات المذكورة والتي تُكَون عينة هذا المؤشر

كبيرا، وبالتالي يتم استثناء الشركات التي لا يتم أي تداول على أسهمها لمدة تزيد عن عشرة أيام متتالية وكذلك يتم استثناء الشركات الموقوفة، وبعد ذلك يتم اختيار الشركات لهذا المؤشر بناء على ثلاثة متغيرات هي القيمة السوقية للشركة وبوزن 60%، وصافي الدخل قبل الضريبة بوزن 20%، والإيرادات أو المبيعات وتمثل 20%، ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة، إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته، كما يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط، كما قامت البورصة باحتساب أرقام قياسية قطاعية للقطاعات الرئيسية الثلاثة – القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة–، كذلك تم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات الفرعية، هذا وقد تم اختيار معظم الشركات المدرجة في القطاعات ليتم احتساب هذه الأرقام عليها، وأن جميع هذه الأرقام تم احتسابها على أساس الأسهم الحرة (المتاحة للتداول).[1] وفيما يلي تطور الأرقام القياسية لكلا المؤشرين موضحة في الجدول والشكل المواليين.

الجدول رقم (3–2): الأرقام القياسية لمؤشر بورصة عمان

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الرقم القياسي1	1330.5	1727.2	1700.2	2614.5	4245.6	8191.5	5518.1	7519.3	6243.1
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	–
الرقم القياسي1	5520.1	5318.0	4648.4	4593.9	4336.7	4237.6	4229.9	4069.7	–
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الرقم القياسي2	813.3	1060.6	1090.9	1761.5	2729.1	4259.7	3013.7	3675.0	2758.4
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	–
الرقم القياسي2	2533.5	2373.6	1995.1	1957.6	2065.8	2165.5	2136.3	2170.3	–

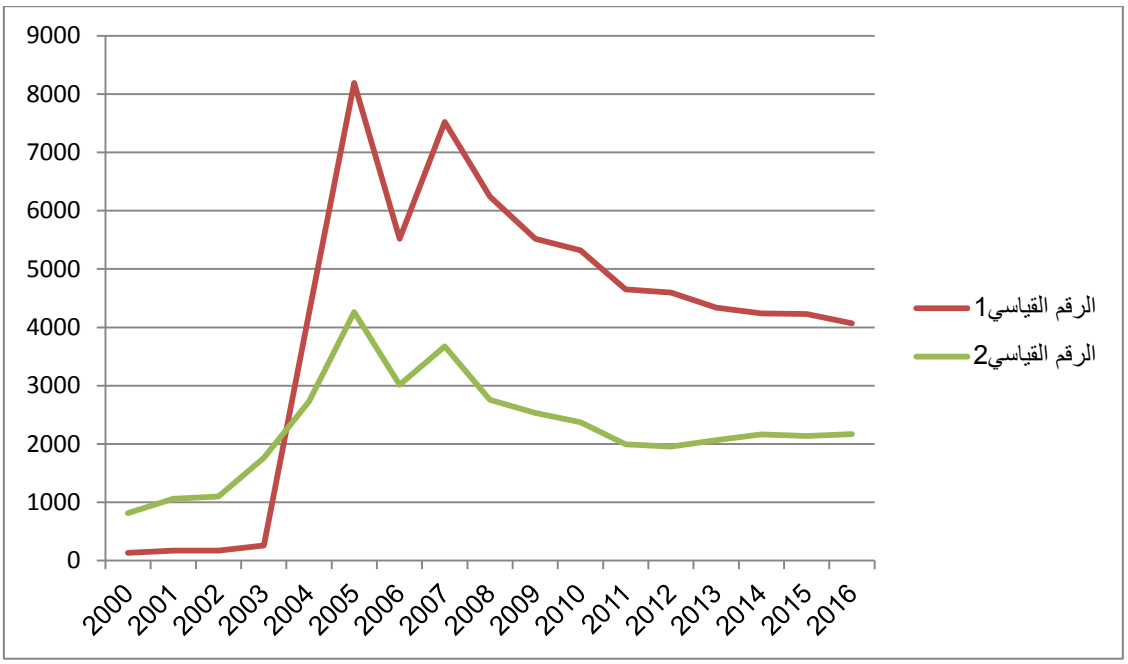
[1] الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، مرجع سبق ذكره.

- الرقم القياسي1: الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية.
- الرقم القياسي2: الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان.

والشكل البياني لأرقام هذا الجدول يظهر كمايلي:

الشكل رقم (3-1): منحنى تطور الأرقام القياسية لمؤشر بورصة عمان (2000-2016)



المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بناء على أرقام الجدول (3-2)

شهد الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية ارتفاعا ملحوظا منذ سنة 2000 وإلى غاية 2007 مسجلا أعلى قيمة له سنة 2005 ب8191.5 نقطة ليشهد بعدها انخفاضا متتاليا وصل 4069.7 نقطة سنة 2016، كما عرف الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة ارتفاعا ملحوظا منذ سنة 2000 وإلى غاية 2005 مسجلا في هذا العام ما قيمته 4259.7 نقطة ليرجع للانخفاض في السنوات الأخيرة حيث بلغ 2170.3 نقطة سنة 2016.

1- طريقة حساب الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية

من مميزات هذا الرقم القياسي اعتماده أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة، حيث تعطي كل شركة وزنا بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل. ولحساب الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية والأرقام القياسية القطاعية تستخدم الصيغة العامة التالية :[1]

عند فترة الأساس (t=1)؛ **Index = 1000**

[1] الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، المرجع نفسه.

$B_1 = M_1 \leftarrow$ القيمة السوقية للعينة = القيمة الأساسية

عند $(t>1)$؛ $Index\ (t) = (M_t/B_t)* 1000$

$$B_t = B_t\text{-}1*(M_t/M_{ad})$$
$$M_{ad} = M_t - I_t - N_t + Q_t\ \text{-}1$$

حيث :

t : الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي.

$Index_t$: الرقم القياسي عند الزمن t.

M_t : القيمة السوقية لشركات العينة عند الزمنt، وتساوي مجموع حاصل ضرب أسعار إغلاق الأسهم المكونة للعينة في الزمن t في عدد الأسهم المكتتب بها في نفس الفترة.

B_t : القيمة الأساسية (Base Value) وهي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها المكونة للعينة في فترة الأساس حيث تم اختيار إغلاق سنة 1991 كسنة أساس.

M_{ad} : القيمة السوقية المعدلة عند الزمن t، وعن طريق احتسابها يتم إجراء كافة التعديلات على الرقم القياسي من حيث زيادة رؤوس الأموال أو إضافة أو سحب بعض الشركات إلى/من العينة.

I_t : القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من أسهم الشركات لعينة الرقم القياسي عند الزمن t.

N_t : القيمة السوقية لأي شركة أضيفت إلى العينة خلال الزمن t.

$Q_t\text{-}1$: القيمة السوقية لأي شركة كانت في عينة الرقم القياسي خلال الفترة السابقة (t-1) وتم سحبها خلال الزمن t.

2- طريقة حساب الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة

من مميزات هذا الرقم القياسي هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويتم استخدام الصيغة التالية لحساب الرقم القياسي العام(Index t) :[1]

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^{n}(P_{ti} \times S_{ti} \times F_{ti})}{D_i}$$

حيث:

P_{ti} : سعر إغلاق سعر السهم.

S_{ti} : عدد الأسهم المدرجة للشركة.

[1] الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة والتوزيع القطاعي للشركات المدرجة ببورصة عمان، ص ص: 10-11. الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، مرجع سبق ذكره.

F_{ti} : معامل الشركة.

D_t : مقام الرقم القياسي Divisor.

إن المعامل F هو عبارة عن رقم أكبر من صفر وأقل من واحد ويتم حسابه بناءا على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحا منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون (5%) فأكثر وملكيات الحكومات.

المطلب الثاني: دراسة وتحليل تطور متغيرات الدراسة في الأردن

استمرت الأردن بإجراء الإصلاحات الاقتصادية الهادفة لتحسين المناخ الاستثماري، وإنعاش الاقتصاد، وتخفيض الأسعار، حيث أظهرت المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال السنوات الماضية ، تحسنا في الأداء شمل النشاط الاقتصادي وأداء المالية العامة والقطاع النقدي وميزان المدفوعات، وسنتتبع من خلال هذا المطلب الذي سيتناول بالدراسة والتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية موضوع الدراسة في الأردن، أهم التطورات التي شهدتها المتغيرات محل الدراسة ابتداء من التضخم وتطورات معدلاته في الاقتصاد الأردني، والكتلة النقدية وتطوراتها، وسعر الفائدة وتطوراتها، بالإضافة إلى الناتج المحلي الإجمالي كأحد أهم مؤشرات النشاط والنمو الاقتصادي، وحجم التجارة الخارجية خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2016م.

أولا: أهم تطورات السياسة النقدية في الاقتصاد الأردني

اتخذت السياسة النقدية في الأردن اتجاهات متباينة بين التشدد والتساهل في ضوء التطورات الاقتصادية المحلية وتطورات أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، ويمكن القول أن السياسة النقدية التي اعتمدها البنك المركزي قد حققت إلى حد ما أهدافها في التصدي للتضخم وخفض المستوى العام للأسعار وصولا إلى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي والتحكم في أسعار الفائدة إلى حد ما.

1- تطور التضخم في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2000-2016:

من أهم أهداف السياسة النقدية في أي دولة ومنها الأردن التصدي إلى الضغوط التضخمية التي تواجه الاقتصاد الأردني، وضبط معدلاته، ولكن الأوضاع والظروف السياسية والاقتصادية العالمية والمحلية تعرقل أهداف السياسات المختلفة في الدولة، وفيما يلي عرض لتطور معدلات التضخم والرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال فترة الدراسة (2000-2016).

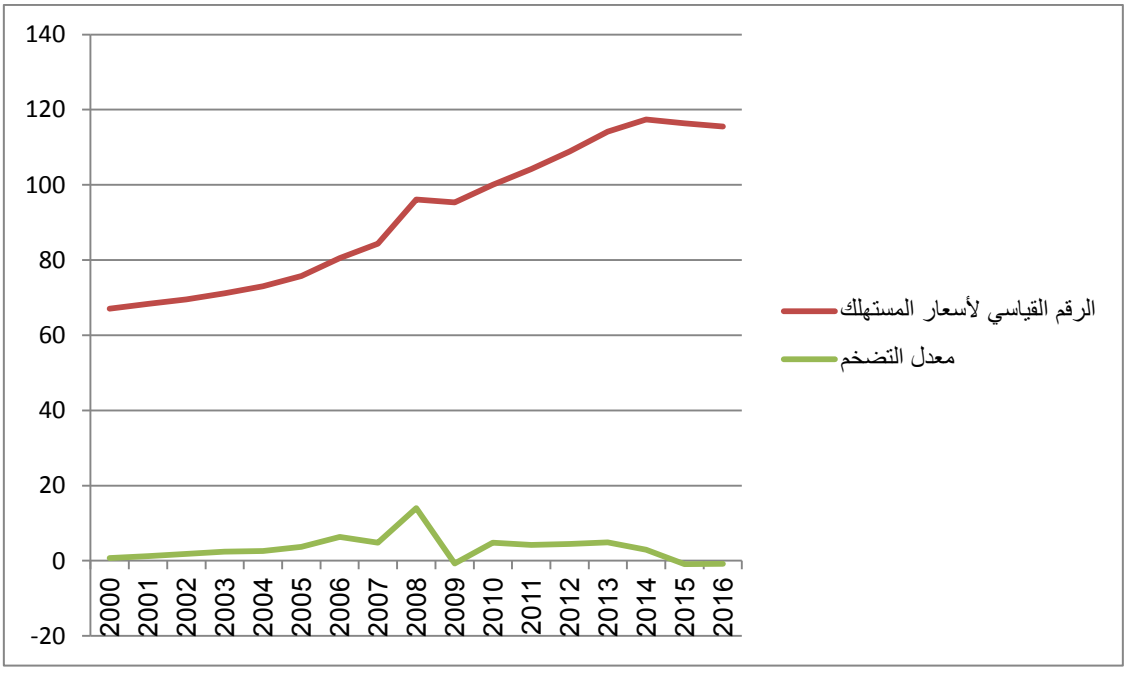
الجدول رقم (3-3): تطور معدلات التضخم والرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن للفترة (2000-2016)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الرقم القياسي لأسعار المستهلك	67.1	68.3	69.55	71.18	73.05	75.75	80.5	84.31	96.1
معدل التضخم	0.7	1.2	1.8	2.4	2.6	3.7	6.3	4.8	14.0
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	-
الرقم القياسي لأسعار المستهلك	95.37	99.99	104.15	108.86	114.13	117.43	116.4	115.48	-
معدل التضخم	-0.7	4.8	4.2	4.5	4.9	2.9	0.9-	0.8-	-

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني.

والشكل البياني لأرقام هذا الجدول يظهر كمايلي:

الشكل رقم (3-2): منحنى تطور معدلات التضخم والرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن (2000-2016)



المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بناء على أرقام الجدول (3-2)

إن تفحص التطورات التي عرفتها معدلات التضخم والرقم القياسي لأسعار المستهلك، يبين أن الأردن شهد تذبذبا واضحا في معدل التضخم خلال فترة البحث، حيث يعود هذا التذبذب في معدلات التضخم إلى الظروف والأحوال الاقتصادية والسياسية التي مر بها الأردن خلال فترة البحث، فعلى الرغم من جهود البنك المركزي الأردني من خلال سياسته الرامية إلى الحفاظ على الاستقرار النقدي، والمحافظة على مستوى متدن للضخم نلاحظ أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومعدل التضخم قد سجلا ارتفاعا متواصلا منذ سنة 2000 وإلى غاية سنة 2008 حيث ارتفع معدل التضخم بشكل كبير ليصل إلى (14%)، وهذا ما يعود بصورة أساسية إلى عوامل خارجية ومحلية أهمها ارتفاع أسعار النفط والغذاء في الأسواق الدولية، فقد ارتفعت أسعار السلع والخدمات إلى مستويات قياسية، كما ارتفعت أسعار النفط عالميا بشكل كبير مما أثر على مستويات الأسعار في الأردن كون هذا الأخير يستورد كل احتياجاته النفطية من الخارج (التضخم المستورد)، هذا إلى جانب تحرير أسعار معظم المشتقات النفطية في السوق المحلية، وإزاء هذه المؤثرات سجل معدل التضخم سنة 2008 هذه النسبة (14.0%) بالمقارنة مع (4.7%) سنة 2007، وهو معدل لم يسجله الاقتصاد الأردني منذ سنة 1990، في حين شهد عام 2009 انخفاضا بارزا في معدل التضخم وصل إلى تسجيل قيمة سالبة (-0.7%) نتيجة الأزمة المالية التي ألقت بظلالها على الاقتصاد العالمي والتي أثرت على الاقتصاد الأردني، ففي ضوء التراجع الحاد في الأسعار العالمية للنفط الخام والمواد الغذائية سنة 2009 بلغ معدل التضخم مقاسا بالتغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك هذه النسبة مقارنة مع ما سجله سنة 2008، حيث انعكست هذه التطورات على المستوى العام لأسعار المحلية للعديد من السلع. كما تأثر أداء الاقتصاد الأردني سنة 2011 كغيره من الاقتصاديات الأخرى، بالتطورات الإقليمية والدولية غير المواتية، كحالة الاضطراب السياسي الذي عاشته بعض الدول العربية وتواصل الأزمات الاقتصادية والمالية العالمية لاسيما في منطقة اليورو، هذا إلى جانب الارتفاع الذي شهدته أسعار السلع الأساسية في الأسواق العالمية حيث ارتفع الرقم القياسي لأسعار المستهلك سنة 2011 بوتيرة متباطئة عما كان عليه سنة 2010، متأثرا بسياسة الدعم الحكومي لأسعار بعض السلع الأساسية وخصوصا النفطية منها، وارتفاع أسعار السلع الأولية المستوردة في الأسواق العالمية، وتبعا لذلك بلغ معد التضخم السنوي مقاسا بالتغير النسبي في متوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك ما نسبته 4.2% سنة 2011 مقابل 4.8% سنة 2010، أما سنة 2014 فقد شهدت معدلات التضخم تباطؤا ملموسا وذلك في ضوء تلاشي أثر قرار تحرير أسعار المشتقات النفطية على الاقتصاد الوطني، وانخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، مما ساعد على

تسجيل معدلات تضخم ضمن حدود مناسبة للنشاط الاقتصادي، ليواصل معدل التضخم بعدها انكماشه سنة 2015 و2016 مع مواصلة الانخفاضات في أسعار النفط والسلع والخدمات المرتبطة به في الأسواق العالمية مسجلا قيمة (-0.9%) (-0.8%) على التوالي.

2- تطور الكتلة النقدية في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 2000-2016:

من المعروف نظريا وعمليا أن التغيرات الحاصلة في عرض النقد (مقياس النقود بالمعنى الواسع M2) تعتبر من المتغيرات النقدية الهامة التي تعطي الصورة الأوسع والأشمل لدور النقود في النشاط الاقتصادي لذا سيتم استعراض التغيرات الحاصلة في العرض النقدي بمعناه الضيق والواسع خلال فترة الدراسة من خلال الجدول الموالي.

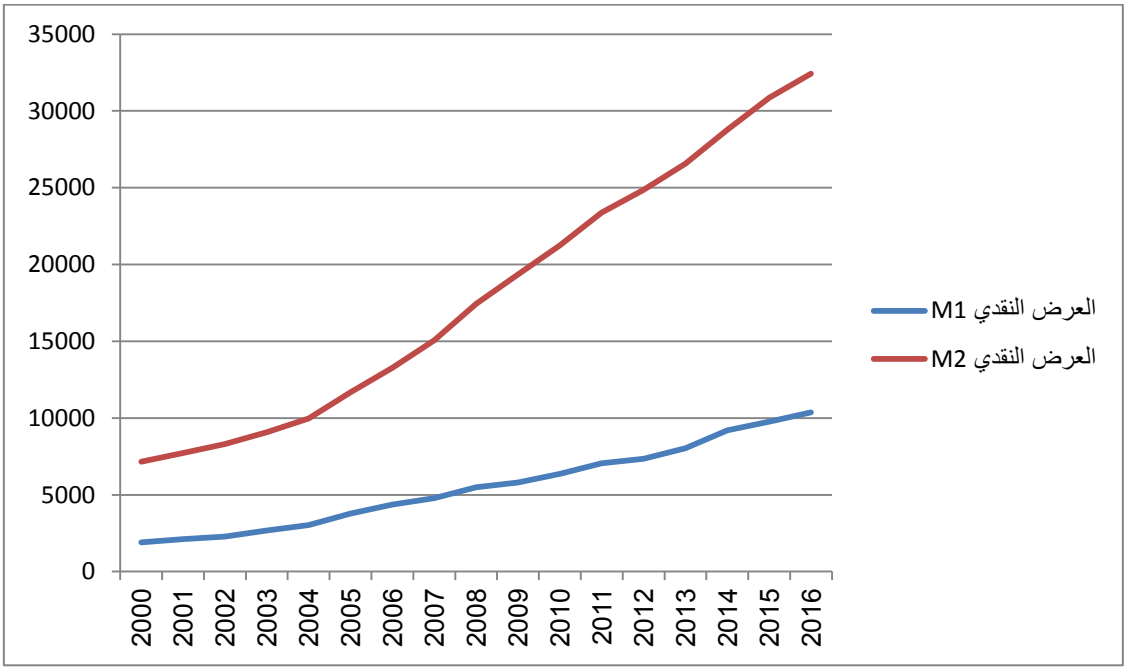
الجدول رقم (3-4): تطور العرض النقدي بالمعنى الواسع والضيق في الاقتصاد الأردني خلال الفترة (2000-2016)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
العرض النقدي (M1)	1912,4	2117,9	2272,7	2669,9	3020,2	3771,8	4364,2	4774,9	5486,6
العرض النقدي (M2)	7162,	7713,7	8296,3	9073,6	9981,4	11685,2	13267,6	15056,7	17445,8
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	-
العرض النقدي (M1)	5803,1	6364,6	7051,2	7347,1	8029,6	9195,7	9768,8	10367,1	-
العرض النقدي (M2)	19349,5	21252,5	23373,4	24865,6	26558,3	28783,8	30864,	32431,4	-

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني.

والشكل البياني لأرقام هذا الجدول يظهر لنا كما يلي:

الشكل رقم (3-3): منحنى تطور العرض النقدي بالمعنى الواسع والضيق في الأردن (2016-2000)



المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بناء على أرقام الجدول (3-4)

حسب ما تشير إليه الأرقام في الجدول رقم (3-4) وما هو واضح من خلال المنحنى في الشكل (3-3) يتبين أن السيولة المحلية عرفت ارتفاعا متواصلا حيث قدر المعروض النقدي بمعناه الضيق بمقدار 1912.4 مليون دينار سنة 2000 ثم ارتفع بنسبة 9.7% سنة 2001 ليسجل قيمة 2117.9 مليون دينار، ليواصل العرض النقدي (M1) نموه بارتفاع قدر بنسبة 6.8% سنة 2002 و بنسبة 14.8% سنة 2003 إلى أن بلغت قيمته 3771.8 مليون دينار سنة 2005 ثم قيمة 5486.6 مليون دينار سنة 2008 أي بنسبة 13% مقابل نمو قدر بنسبة 8.6% سنة 2007، وبالمقابل نما العرض النقدي بالمعنى الواسع أيضا ليبلغ سنة 2008 قيمة 17445.8 مليون دينار بعد أن سجل سنة 2000 قيمة 7162.0 مليون دينار ثم 9073.6 مليون دينار سنة 2003 و15056.7 مليون دينار سنة 2007، وقد جاء الارتفاع المسجل في السيولة المحلية كمحصلة للأثر التوسعي لصافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي وللأثر الانكماشي لصافي الموجودات الأجنبية، كما واصل معدل نمو السيولة المحلية بالمفهوم الضيق والواسع ارتفاعه خلال السنوات الموالية حيث بلغ العرض النقدي (M1) سنة2011 مقدار7051.2 مليون دينار وذلك بارتفاع (9.7%) عن مستواه المسجل في نهاية سنة

2010، مقابل ارتفاع قدره 6364.6 مليون دينار أي (5.4%) و5803.1 مليون دينار أي (8.8%) سنتي 2010 و2009 على التوالي، أدى هذا الارتفاع في العرض النقدي بالمفهوم الضيق إلى جانب ارتفاع شبه النقود، إلى ارتفاع العرض النقدي بالمعنى الواسع مباشرة حيث قدرت قيمة (M2) 23373.4 مليون دينار سنة 2011، جاء الارتفاع المسجل في السيولة المحلية سنة 2011 كمحصلة لارتفاع الائتمان الممنوح للقطاع العام والخاص، كما شهدت السيولة بالمعنى الضيق والواسع ارتفاعا قدر بـ10367.1 مليون دينار و32431.4 مليون دينار على التوالي سنة 2016 أي (5.7%) و(4.8%) مقابل مستواها المسجل سنة 2015، وقد جاء هذا النمو في السيولة المحلية نتيجة لارتفاع الودائع تحت الطلب وارتفاع النقد المتداول وشبه النقد.

3- تطور معدلات الفائدة في الأردن خلال الفترة 2000-2016:

يعتبر سعر الفائدة من المؤشرات الهامة والتي من شأنها أن تؤثر على التطورات الاقتصادية، حيث تعتبر أسعار الفائدة أحد أدوات السياسة النقدية لما لها من انعكاسات في الاستثمار والاقتراض والادخار، وقد قام البنك المركزي الأردني بإدخال إصلاحات متعددة على سياسة أسعار الفائدة بهدف خلق هيكل أسعار فائدة مرن وملائم ينسجم مع الأوضاع الاقتصادية السائدة محليا وتطورات أسعار الفائدة في الأسواق العالمية، والجدول الموالي يبين تطورات أسعار الفائدة خلال السنوات (2000-2016).

الجدول رقم (3-5): تطور أسعار الفائدة في الأردن خلال الفترة (2000-2016)

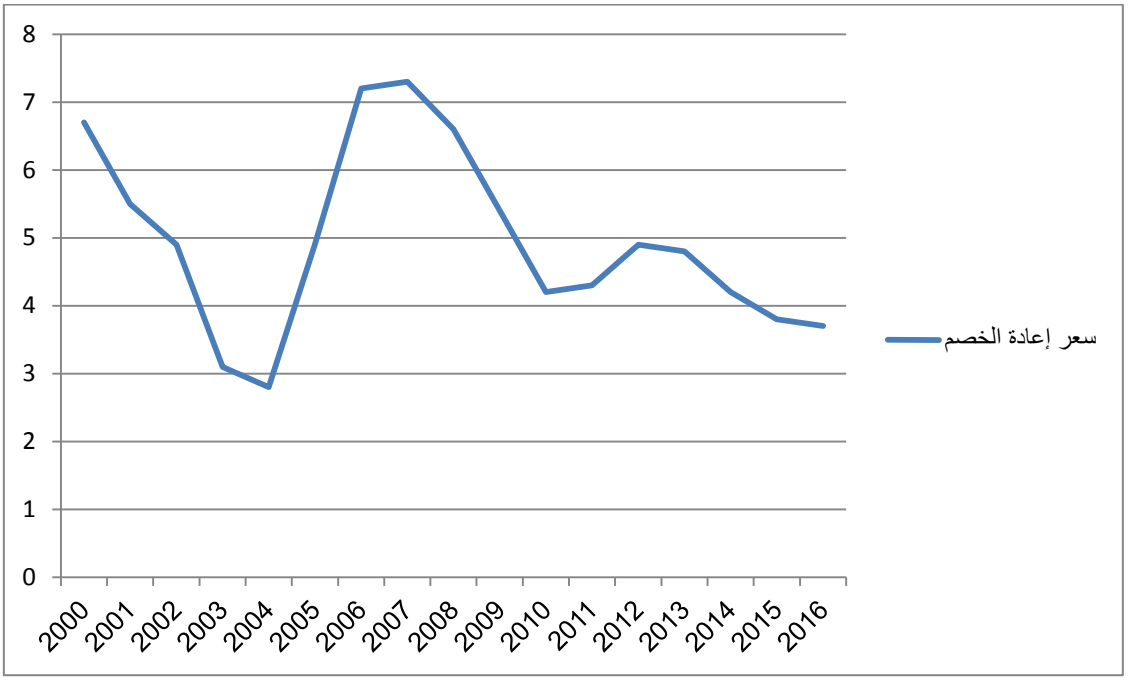
السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
سعر الفائدة 1	6,7	5,5	4,9	3,1	2,8	4,9	7,2	7,3	6,6
سعر الفائدة 2	11,7	10,9	10,1	9,2	8,2	7,6	8,1	8,6	9,0
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	-
سعر الفائدة 1	5,4	4,2	4,3	4,9	4,8	4,2	3,8	3,7	-
سعر الفائدة 2	9,2	9,0	8,7	8,7	9,0	8,9	8,4	8,1	-

- سعر الفائدة 1: سعر إعادة الخصم.
- سعر الفائدة 2: الوسط المرجح لأسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية الممنوحة على شكل قروض وسلف.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني.

والشكل البياني لأحد أرقام هذا الجدول يظهر كمايلي:

الشكل رقم (3-4): منحنى تطور سعر إعادة الخصم في الأردن (2000-2016)



المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بناء على أرقام الجدول (3-5)

حسب ما ورد في الجدول والشكل أعلاه يتبين أن السياسة التي انتهجها البنك المركزي أدت إلى تخفيض أسعار الفائدة، في السنوات الأولى من الدراسة حيث انخفض سعر إعادة الخصم من 6.7% سنة 2000 إلى 2.8% في نهاية سنة 2004، كما انخفض في المقابل الوسط المرجح لأسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية الممنوحة على شكل قروض وسلف من 11.7% إلى 8.2%، كما وانخفضت أسعار الفائدة على شهادات الإيداع لمدة ثلاثة أشهر هي الأخرى، ليعرف بعدها سعر إعادة الخصم ارتفاعا بلغ 7.3% سنة 2007، لكن وفي ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادرها بالظهور خلال الربع الثالث عام 2008 وانسجاما مع انخفاض أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي في هذه الفترة من جهة، ومواكبة للتطورات الاقتصادية المحلية وتوقعات تباطؤ النشاط الاقتصادي خلال عام 2009 من جهة أخرى، قام البنك المركزي سنة 2008 بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية فقد بلغ سعر الفائدة على تسهيلات إعادة الخصم 6.6% في نهاية 2008، مقابل 7.3% في نهاية 2007، بانخفاض يقدر بحوالي 75 نقطة أساس، كما أظهرت تغيرات أسعار الفائدة على كل من الودائع والتسهيلات الائتمانية لدى البنوك تباينا نهاية 2008 مقارنة بمستوياتها المسجلة في نهاية سنة 2007، أما سنة 2011 فقد قام البنك المركزي الأردني برفع أسعار الفائدة الرئيسية لديه وبواقع 25 نقطة أساس بهدف تعزيز جاذبية الدينار الأردني كعملة ادخارية، وزيادة جاذبية تنافسية العائد للأدوات المالية،

ومن أجل احتواء الضغوط التضخمية، ولكن منذ سنة 2014 وحتى 2016 اتسمت السياسة النقدية للبنك المركزي بالمرونة والتفاعل مع التطورات المحلية والخارجية بهدف ترسيخ وتدعيم أركان الاستقرار النقدي فقد عمد البنك المركزي بذلك إلى تخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وذلك لتحفيز الاستثمار وتوفير الائتمان لمختلف الأنشطة الاقتصادية.

ثانيا: تطور النشاط الاقتصادي العام والتجارة الخارجية

فرضت التطورات الاقتصادية التي شهدها الاقتصاد الأردني في السنوات الأخيرة عددا من التحديات والتي شكلت ضغوطا على مؤشرات أداء الاقتصاد الأردني وفي مقدمتها النمو الاقتصادي وحجم التجارة الخارجية، وذلك بفعل استمرار الأوضاع الإقليمية والدولية غير المواتية وتأثر علاقات الأردن ومصالحه الاقتصادية مع دول المنطقة خاصة تلك التي تشهد اضطرابات سياسية، ولها مع الأردن علاقات تجارية واستثمارية هامة، وترتيبا على ذلك فقد جاءت مؤشرات النمو الاقتصادي وحجم التجارة الخارجية متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض كما سنشير أسفله.

1- الناتج المحلي الإجمالي في الأردن خلال الفترة 2000-2016:

شهد الاقتصاد الأردني تطورات ملحوظة خلال العقود الأربعة الماضية، حقق خلالها الناتج المحلي الإجمالي نموا يفوق النمو الطبيعي لأي دولة غير بترولية من الدول النامية، فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من (200) مليون دينار عام 1964 إلى (27444) مليون دينار عام 2016، استنادا لتقارير البنك المركزي، وذلك لاعتبارات وأسباب متعددة بعضها ناجم عن تطورات طبيعية للاقتصاد الوطني والنشاط الاستثماري التنموي، خاصة وأن الأردن شهدت خلال هذه المرحلة إنشاء وتطوير البنية التحتية للدولة الأردنية. وفيما يلي أهم التطورات التي شهدها الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في الاقتصاد الأردني خلال فترة الدراسة يوضحها الجدول والشكل أدناه.

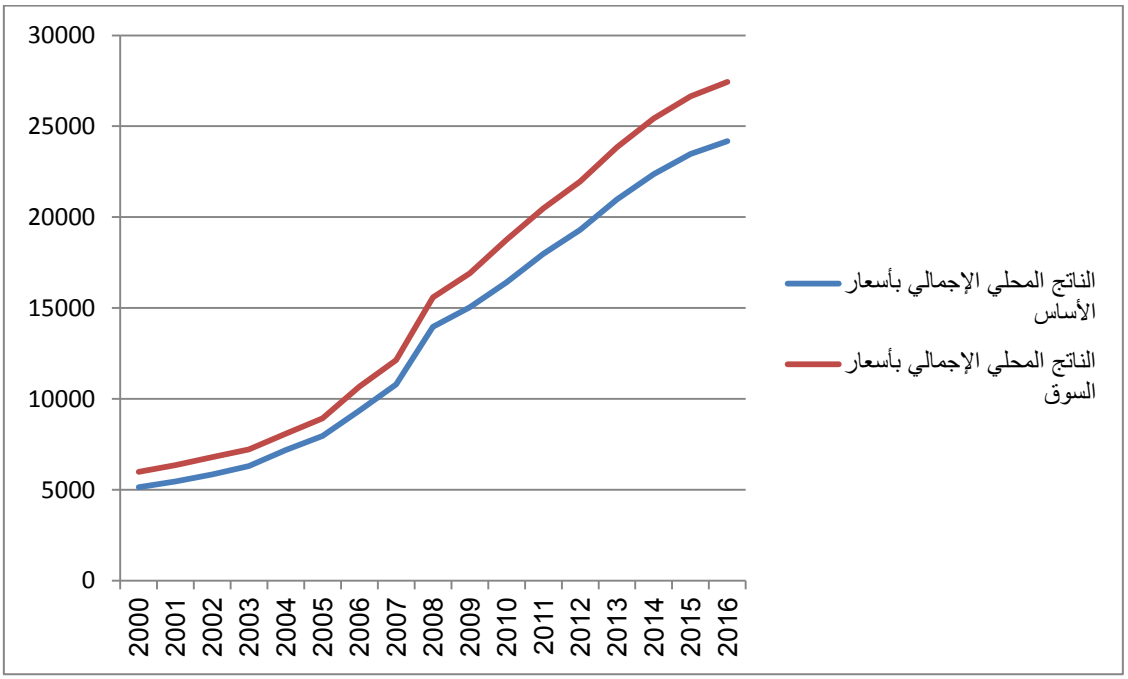
الجدول رقم (3-6): تطورات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في الاقتصاد الأردني خلال الفترة (2000-2016)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس	5153,6	5470,0	5849,4	6301,3	7195,0	7963,6	9362,7	10805,1	13971,2
الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق	5998,6	6363,7	6794,	7228,8	8090,7	8925,4	10675,3	12131,4	15593,4
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	-
الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس	15044,5	16417,1	17987,6	19298,2	20981,4	22365,9	23475,7	24188,1	-
الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق	16912,2	18762,0	20476,5	21965,5	23851,6	25437,1	26637,4	27444,9	-

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني.

والشكل البياني لأرقام هذا الجدول يظهر كمايلي:

الشكل رقم (3-5): منحنى تطور الناتج المحلي الإجمالي بأسعار(الأساس والسوق) الجارية في الأردن (2016-2000)



المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بناء على أرقام الجدول (3-6)

سجل الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الجارية نموا جليا خلال فترة الدراسة حيث يلاحظ جليا من خلال الجدول والشكل أعلاه أنه تضاعف سنة 2007 عما كان عليه سنة 2000 مسجلا ما

قيمته 10805,1مليون دينار بعد أن سجل مبلغ 5153,6 مليون دينار سنة 2000، هذا التزايد استمر وإلى غاية سنة 2016 حيث بلغت قيمة الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الجارية 24188,1 مليون دينار، كما تشير البيانات إلى أن الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية قد نما هو الآخر على نفس الوتيرة فبعد أن كان سنة 2000 يقدر بمبلغ 5998,6 مليون دينار، ارتفع سنة 2007 بنسبة قدرت بحوالي 50% ليصل إلى 12131,4مليون دينار أي الضعف، كما ارتفعت نسبة الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية سنة 2011 بنسبة 8.3% ليصل إلى 20476.5 مليون دينار، أي ما يعادل 28881 مليون دولار أمريكي، مقابل نمو نسبته 10% سنة 2010، ويأتي ذلك في ضوء ارتفاع الأسعار مقاسة بمخفض الناتج المحلي الإجمالي، ليواصل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعه إلى غاية سنة 2016 على الرغم من استمرار الاضطرابات السياسية والأمنية خاصة في الدول المجاورة، إلا أن هذا الارتفاع كان متباطئ ويأتي هذا الارتفاع الدؤوب في نمو الناتج المحلي الإجمالي كمحصلة لتفاوت أداء مختلف القطاعات الاقتصادية.

2- تطور الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي خلال الفترة 2000-2016:

يُظهر الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي التغير النسبي الذي يطرأ على كميات الإنتاج الصناعي خلال فترة زمنية معينة مقارن بنسبة أساس معينة، ويمكن الاستفادة من الرقم القياسي في إبراز التغيرات التي تطرأ على الإنتاج ومقارنتها عبر الزمن والاستفادة المستقبلية منه لغايات التنبؤ والتخطيط، حيث يبين الجدول رقم (3-7) ويوضح الشكل (3-6) أبرز التطورات التي شهدها الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي في الأردن خلال الفترة 2000-2016 كما يلي:

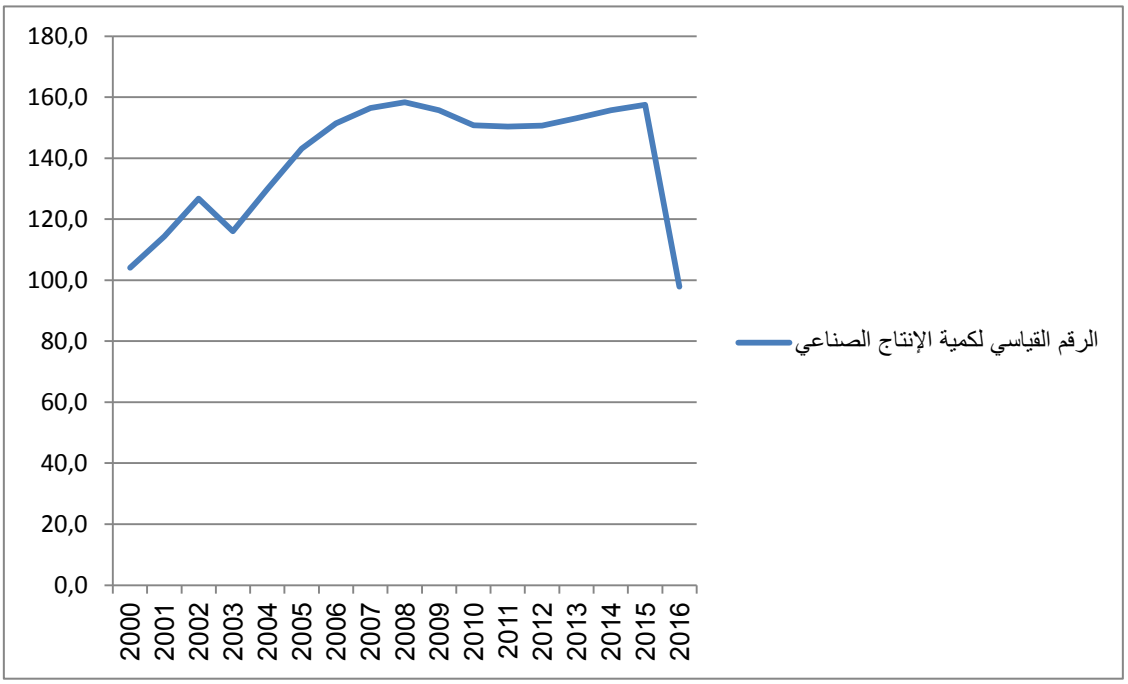
الجدول رقم (3-7): تطور الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي في الأردن خلال الفترة (2000-2016)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي	104.1	114.4	126.7	116.0	129.9	143.1	151.4	156.4	158.3
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	-
الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي	155.7	150.8	150.4	150.7	153.1	155.7	157.5	97.9	-

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني.

والشكل البياني لأرقام هذا الجدول يظهر كمايلي:

الشكل رقم (3-6): منحنى تطور الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي في الأردن (2000-2016)



المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بناء على أرقام الجدول (3-7)

تشير البيانات الإحصائية حسب الجدول رقم (3-7)، والموضحة من خلال منحنى الشكل رقم (3-6) إلى أن الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي شهد ارتفاعا متتاليا منذ سنة 2000 وإلى غاية سنة 2008-باستثناء سنة 2003-، حيث سجل سنة 2000 (104.1 نقطة) أما سنة 2008 فقد سجل قيمة (158.3 نقطة)، ليعرف بعدها مباشرة انخفاضا بنسبة 1.6% سنة 2009 مسجلا بذلك (155.7 نقطة)، ثم انخفاضا آخر بنسبة 3.1% سنة 2010 وقد عرف الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي نوع من الاستقرار لمدة ثلاثة سنوات ابتداء من سنة 2010 بقيمة (150 نقطة) غير أنه بعد سنة 2012 شهد ارتفاعا ولكن بصورة متباطئة، وقد نجم هذا التباطؤ بشكل أساسي عن تراخي نمو الرقم القياسي لكميات إنتاج الصناعات التحويلية وكذا الاستخراجية التي تستحوذ على حصة الأسد في القطاع الصناعي وقد يعزى هذا التذبذب بدوره إلى التذبذب في أسعار البترول والغاز، كما شهد الرقم القياسي لكميات الإنتاج الصناعي سنة 2014 نموا بنسبة 1.7% مقابل نمو بنسبة 1.1% سنة 2013، إلا أنه تراجع بشكل ملفت للانتباه سنة 2016 بنسبة 37.8% كمحصلة لتراجع الرقم القياسي لكميات إنتاج الصناعات التحويلية، وتراجع الرقم القياسي لكميات إنتاج الصناعات الاستخراجية سنة 2016 بالإضافة إلى تراجع الاستثمارات الصناعية في بورصة عمان وعدم طرح أسهم جديدة للاكتتاب سنة 2016.

3- ميزان المدفوعات في الأردن خلال الفترة 2000-2016:

يتسم الاقتصاد الأردني بالعجز المزمن في الميزان التجاري والاعتماد على المساعدات المالية الخارجية بأنواعها، حيث لا يزال يعتمد على الاستيراد لتلبية حاجات الاستهلاك المحلي، وفيما يلي أهم التطورات التي شهدتها تحويلات العاملين، الحساب الجاري والميزان التجاري خلال فترة الدراسة.

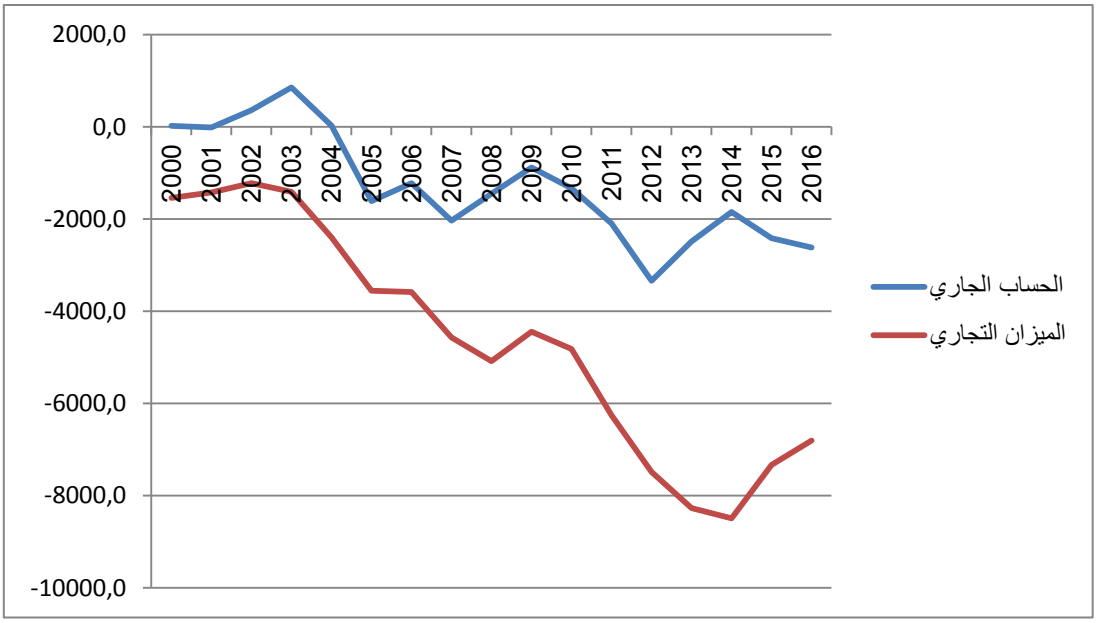
الجدول رقم (3-8): تطور أهم عناصر ميزان المدفوعات في الأردن خلال الفترة (2000-2016).

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الحساب الجاري	19,5	17,7-	355,7	849,8	27,7	1610,6-	1223,8-	2038,0-	1457,2-
الميزان التجاري	1541,7-	1423,00-	1227,1-	1415,3-	2395,1-	3556,3-	3584,7-	4574,2-	5084,4-
تحويلات العاملين	1177,3	1283,3	1362,3	1404,5	1459,6	1544,8	1782,7	2122,5	2242,
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	-
الحساب الجاري	882,9-	1336,3-	2098,8-	3344,9-	2487,7-	1851,7-	2418,2-	2618,5-	-
الميزان التجاري	4448,8-	4823,8-	6261,7-	7486,6-	8270,1-	8495,6-	7336,2-	6807,3-	-
تحويلات العاملين	2214,2	2247,3	2152,1	2229,8	2327,7	2388,	2423,3	2365,7	-

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على البيانات الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني.

والشكل البياني لبعض أرقام هذا الجدول يظهر كمايلي:

الشكل رقم (3-7): منحنى تطور الحساب الجاري والميزان التجاري في الأردن (2000-2016)



المصدر : من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Excel بناء على أرقام الجدول (3-8)

على صعيد تطورات ميزان المدفوعات في الأردن، يلاحظ من خلال البيانات الموضحة في الجدول رقم (3-8) والتي اشتملت على الحساب الجاري والميزان التجاري والتحويلات، وكذا منحنى تطور الحساب الجاري والميزان التجاري أن الاقتصاد الأردني يعاني من عجز مزمن في الميزان التجاري منبعه تراجع مساهمة القطاعين الزراعي والصناعي وندرة الموارد الطبيعية وتزايد فاتورة النفط والسلع الغذائية، حيث عرف هذا العجز ارتفاعا متواصلا منذ سنة 2000، التي قدر فيها عجز الميزان التجاري بمبلغ (-1541.7 مليون دينار) وإلى غاية 2014 التي سجل فيها الميزان التجاري أكبر عجز خلال فترة الدراسة بمبلغ (-8495.6 مليون دينار)، وعلى الرغم من تراجع العجز في الميزان التجاري سنة 2009 ليصل إلى (-4448.8 مليون دينار) مقارنة مع (-5084.4 مليون دينار) سنة 2008، وكذا تراجعه سنة 2016 ليصل إلى (-6807.3 مليون دينار) بدلا من (-7336.2 مليون دينار) سنة 2015، إلا أنه لا زال مرتفعا، بسبب تداعيات الظروف الإقليمية والدولية غير المواتية والتي ألقت بظلالها على مؤشرات القطاع الخارجي، وقد انعكست هذه التقلبات في الميزان التجاري مباشرة على الحساب الجاري لميزان المدفوعات الذي شهد هو الآخر عجزا مستمرا منذ سنة 2005 تذبذبت قيم هذا العجز ما بين الارتفاع والانخفاض بلغ أقل قيمه سنة 2009 بعجز قدر بمبلغ (882.9 مليون دينار) حيث تراجع عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات سنة 2009 بنسبة 40%، مقارنة مع باقي السنوات بسبب الجهود الرامية إلى تعزيز القدرة التنافسية للاقتصاد الأردني من خلال تحفيز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتنمية الصادرات الوطنية، ويبقى العجز في الحساب الجاري مرتفعا كونه عرضة لتقلبات التجارة الخارجية وحوالات العاملين في الخارج بشكل أساسي. هذه الأخيرة التي سجلت ارتفاعا خلال فترة الدراسة بلغت 2365.7 مليون دينار سنة 2016 بعد أن كانت 1177.3 مليون دينار سنة 2000، حيث تعتبر تحويلات العاملين أكثر استقرارا من مصادر التمويل الأخرى، ويلاحظ أن هناك اعتماد واضح عليها في تدعيم ميزان المدفوعات، لكن مشكلة هذه التحويلات أنها تتأثر بالأوضاع الاقتصادية للدول المحيطة بالأردن.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

نهدف من خلال هذا المبحث إلى استعراض وتحديد منهجية الدراسة والإجراءات التي تم إتباعها من خلال تقديم وشرح متغيرات الدراسة والأداة الرياضية أو النموذج الخطي الذي تم استخدامه في تقدير المتغيرات الداخلة في بنائه، وكذا النماذج الإحصائية والبرامج المعلوماتية التي استخدمت في مختلف مراحل الدراسة بغرض إيجاد أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان والعلاقة بين هذه المتغيرات والمتغير التابع وذلك من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف والنتائج المتوقعة من هذه الدراسة.

المطلب الأول: التعريفات الإجرائية و النموذج القياسي للدراسة

سوف يتم استخدام عدد من المتغيرات في معادلة القياس، منها ما يشير إلى عائد السهم (المتغير التابع)، ومنها ما يشير إلى المتغيرات الاقتصادية (المتغيرات المستقلة أو المفسرة)، والتي ستظهر لنا من خلال النموذج القياسي المستخدم، مشيرين إليها من خلال التعريفات الإجرائية.

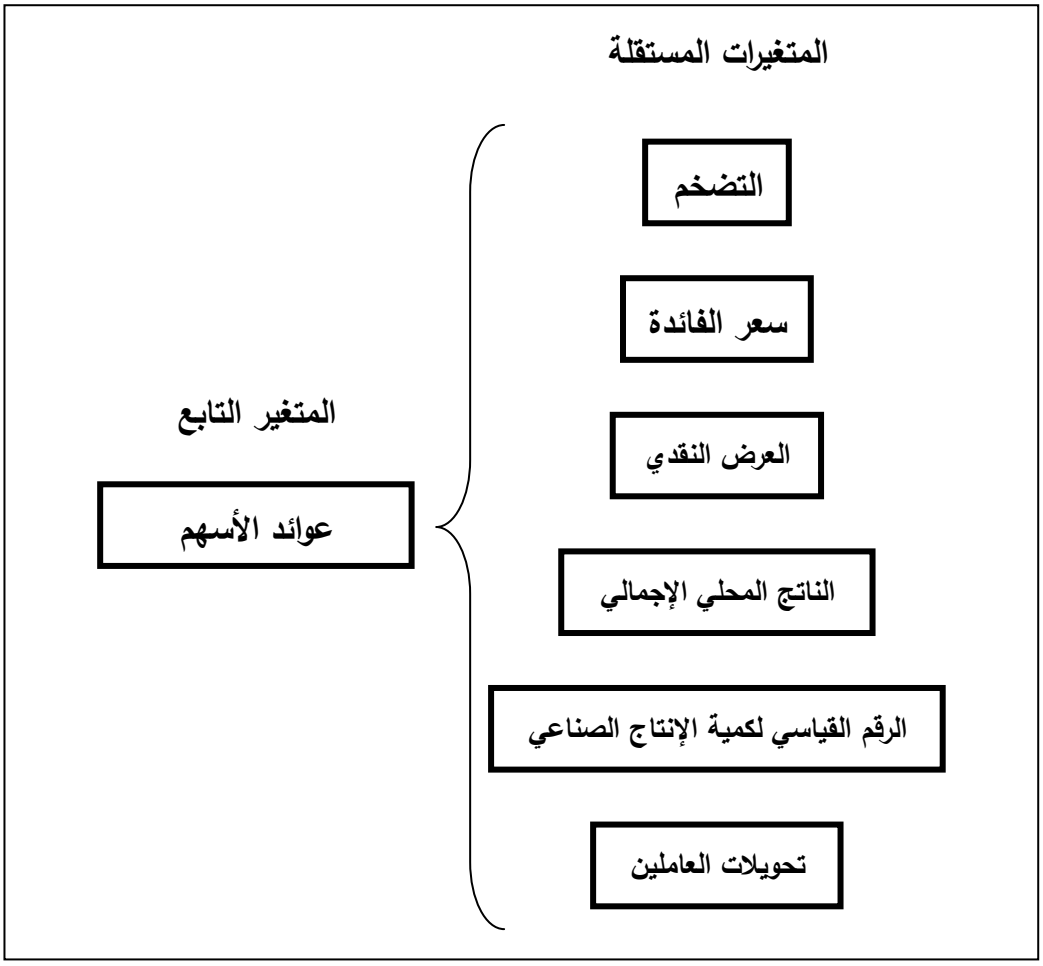
أولا: بيانات الدراسة

مثلت بيانات الدراسة المتعلقة بالمتغير التابع والمتغيرات المستقلة بسلاسل زمنية (time series) ربع سنوية خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة2000 إلى غاية سنة2016(Q1: 2016; Q1: 2000)، تم الحصول عليها من بورصة عمان بالنسبة للمتغير التابع (الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة) والممثل لعوائد الأسهم، والبنك المركزي الأردني، ودائرة الإحصاءات العامة بالأردن بالنسبة للمتغيرات الاقتصادية والممثلة للمتغيرات المستقلة في الدراسة، وقد بلغ عدد المشاهدات 69 مشاهدة، مع الإشارة إلى أنه تم اختبار جميع نماذج الدراسة باستخدام البرنامج الإحصائي EViews8.

ثانيا: وصف متغيرات النموذج:

شملت الدراسة ستة متغيرات اقتصادية مستقلة: التضخم، سعر الفائدة، العرض النقدي بالمعنى الواسع، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين، ومتغير تابع واحد: عوائد الأسهم، والشكل الموالي يوضح متغيرات الدراسة:

الشكل رقم (3-8): تمثيل متغيرات الدراسة (المتغير التابع والمتغيرات المستقلة)



المصدر: من إعداد الباحثة.

1- المتغيرات المستقلة:

أ- **التضخم:** معبر عنه بالرقم القياسي لأسعار المستهلك ويقيس الرقم القياسي للمستوى العام للأسعار التغيرات في القوة الشرائية للنقود عن طريق نسبة مستوى الأسعار في فترة زمنية معينة (تسمى فترة المقارنة) إلى مستوى الأسعار في فترة زمنية معينة أخرى (تسمى فترة الأساس)، ويتم اختيار عينة من السلع والخدمات المتوافرة في اقتصاد معين أو سوق معينة أو بلد معين، وتحديد أسعارها في بداية فترة المقارنة ونهايتها، وبالتالي يقيس لنا الرقم القياسي لأسعار المستهلك معدلات التضخم المالي للمستهلك الأردني ونرمز له بالرمز **CPI.**

ب- سعر الفائدة: سيتم أخذ سعر إعادة الخصم (Re-Discount Rate) وهو سعر الفائدة الذي تقترض به البنوك التجارية الأردنية من البنك المركزي، نرمز له بالرمز **RDR.**

ج- عرض النقود: سيتم أخذ العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2)، وهي عبارة عن عرض النقد بالمعنى الضيق (M1) والودائع تحت الطلب بالعملات الأجنبية بالإضافة إلى ودائع التوفير ولأجل لدى الجهاز المصرفي، وسيتم الاعتماد على العرض النقدي(M2) بدلا من العرض النقدي الضيق (M1) لأنه أوسع وأشمل، فنظريا كلما زاد عرض النقد يزداد تأثر الأسهم بحيث ترتفع أسعارها وعوائدها، ونرمز لها بالرمز **M2.**

د- الناتج المحلي الإجمالي: هو مؤشر للنمو الاقتصادي يمثل قيمة ما ينتجه المواطنون والمقيمون في الأردن من سلع وخدمات نهائية خلال سنة معينة أو ربع سنة مقدرة بأسعار السوق أو الأساس، وقد تم الاعتماد على الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بدلا عن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كونه لا يأخذ في الحسبان التغيرات في الأسعار بسبب (التضخم/الانكماش)؛ نرمز له بالرمز **GDP.**

هـ- الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي: مؤشر يقيس حجم الوحدات المنتجة لكل من قطاع الطاقة والتعدين والصناعة في الأردن، يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي في المملكة وذلك لأن التطورات المفاجئة وغير المتوقعة في النشاط الاقتصادي نحو الزيادة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم لأنها تخلق توقعات جديدة بتحسن الوضع الاقتصادي العام مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها؛ نرمز له بالرمز **IP.**

و- تحويلات العاملين: هي عملية تحويل الأموال من قبل العامل الأجنبي إلى وطنه، تلعب دورا كبيرا ومتزايدا في اقتصادات الدول والنمو الاقتصادي، وبالتالي تمثل جميع الحوالات أو التحويلات إلى الأردن؛ نرمز لها بالرمز **RIM.**

مع الإشارة إلى أن المتغيرات (العرض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين) تقاس بالدينار الأردني.

2- المتغير التابع:

عوائد الأسهم: تعرف عوائد الأسهم بأنها التغير الحاصل في قيمة موجودات الشركة خلال فترة زمنية معينة، ويعود سبب ذلك إلى التغير الحاصل في أسعار الأسهم بالإضافة إلى التغير في أسعار الفائدة. وسوف يتم أخذ الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة لقياس عوائد الأسهم، للمميزات التي يتميز بها هذا الرقم كونه يمثل تحركات أسعار الأسهم في السوق بشكل أفضل بحيث لا يتم التحيز للشركات ذات القيمة السوقية العالية بشكل كبير، وهكذا يوفر التنويع في مكونات عينة الرقم القياسي عن طريق إعطاء الشركات الصغيرة والمتوسطة فرصة أكبر للتأثير على تحركاته. ويتم احتساب هذا الرقم من خلال

الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس باحتساب عدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، وتجدر الإشارة هنا إلى أن عوائد الأسهم التي يستخدمها أغلب الباحثون تمثل التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، لذا فإن تغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم ينعكس إيجابيا على عوائد الأسهم؛ نرمز له بالرمز **Index**.

ثالثا: نموذج الدراسة

هدفت الدراسة إلى قياس أثر العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم في بورصة عمان، وبناء على الأدبيات السابقة في هذا الموضوع يمكن صياغة دالة عوائد الأسهم وعلاقتها بالعوامل المختارة وتقدير معلماتها بالصيغة الرياضية التالية:

$$Index = B_0 + B_1 CPI_t + B_2 RDR_t + B_3 M2_t + B_4 GDP_t + B_5 IP_t + B_6 RIM_t + u_t$$

إذ أن :

Index : المتغير التابع (الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة) ويمثل عوائد الأسهم.

$\boldsymbol{B_0}$: قيمة الثابت.

$\boldsymbol{CPI}$: الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

$\boldsymbol{RDR}$: سعر إعادة الخصم.

$\boldsymbol{M2}$: العرض النقدي بالمعنى الواسع.

$\boldsymbol{GDP}$: الناتج المحلي الإجمالي.

$\boldsymbol{IP}$: الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي.

$\boldsymbol{RIM}$: تحويلات العاملين.

$\boldsymbol{u_t}$: معامل الخطأ العشوائي.

$\boldsymbol{B_1}$، $\boldsymbol{B_2}$، $\boldsymbol{B_3}$، $\boldsymbol{B_4}$، $\boldsymbol{B_5}$، $\boldsymbol{B_6}$: معاملات المتغيرات وتمثل حساسية التغير في عوائد الأسهم الناتجة عن التغير في: الرقم القياسي لأسعار المستهلك، سعر إعادة الخصم، العرض النقدي بالمعنى الواسع، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين على الترتيب.

ويلاحظ أن النموذج القياسي ذو طابع احتمالي لهذا تم إدراج حد الخطأ u، الذي ينوب عن بعض المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في عوائد الأسهم لكن لم تدرج في النموذج، أو يصعب قياسها مثل العوامل الداخلية أو العوامل غير الاقتصادية كالعوامل النفسية للمستثمرين أو عوامل أخرى... .

المطلب الثاني: النماذج والأساليب الإحصائية والقياسية المستخدمة

سيتم الاستعانة بالبرامج الإحصائية المناسبة كبرنامج EViews، لأغراض تحليل البيانات واختبار الفرضيات، مستخدمين التحليلات والاختبارات الإحصائية المناسبة للدراسة.

أولا: الاختبارات القياسية المستخدمة في التحليل

يعد تحليل السلاسل الزمنية إحدى الطرق الرياضية والإحصائية المهمة التي تتناول سلوك الظواهر وتفسيرها عبر فترات زمنية ممتدة، ويمكن تحديد أهداف تحليل السلاسل الزمنية بالحصول على وصف دقيق للملامح الخاصة للعملية التي تتولد منها السلسلة الزمنية وبناء نموذج لتفسير سلوكها، فضلا عن التحكم في العملية التي تتولد منها السلسلة الزمنية بفحص ما يمكن حدوثه عند تغير بعض معلمات النموذج، ولتحقيق ذلك يتطلب الأمر دراسة تحليلية لنماذج السلاسل الزمنية بالاعتماد على الأساليب الإحصائية والرياضية.

وقد أسهم تطور أساليب تحليل السلاسل الزمنية Time Series Analysis خلال السنوات الأخيرة في إيجاد طرق دقيقة للحصول من خلالها على نتائج تساعد على اتخاذ قرارات سليمة تؤدي إلى تحليل سليم للمتغيرات والعلاقات الاقتصادية، وبذلك يمكن تجنب الآثار العكسية لتحليل السلاسل الزمنية بطرق غير دقيقة. ولبيان ذلك سنعرض مجموعة من التحليلات والاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة القياسية.

- الاختبارات الوصفية: الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، بالإضافة إلى أعلى وأدنى قيمة.
- اختبارات التوزيع الطبيعي:اختبار سكيونس(Skewness) للتناظر، اختبار كيرتوزيس(Kurtosis) للتفلطح[1]، واختبار جاك–بيرا (Jarque-Bera).

إضافة إلى استخدام الأساليب الإحصائية والقياسية التالية:

1- اختبار جذر الوحدة Unit Root Test:

إن الدراسة الإحصائية لأي سلسلة زمنية تبدأ بتمثيلها بيانيا ثم يتم تحليلها بناءا على التغيرات التي تطرأ على الظاهرة، إذ لا بد من تحليل السلسة الزمنية من خلال دراسة مركباتها أو مكوناتها.[2]

[1] عثمان نقار، منذر العواد، "منهجية Box-Jenkins في تحليل السلاسل الزمنية والتنبؤ"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد27، العدد الثالث، 2011، ص: 134.

[2] محمد صبحي، عدنان محمد، "مقدمة في الإحصاء"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1984، ص:271.

فعند دراسة السلاسل الزمنية وخاصة تلك التي تتناول الجوانب الاقتصادية والمالية، يلاحظ وجود اتجاهات عشوائية (Stochastic Trends) معنوية تجعل السلسلة غير مستقرة، ولغرض إجراء عملية التحليل، فإنه يتطلب معالجتها بتحويلها إلى سلسلة مستقرة، وذلك من خلال إيجاد الفرق الأول (First Difference) أو الفروقات من الرتب الأعلى حسب طبيعة السلسلة ومدى استجابتها لهذا التحويل، كما أن القيام بتقدير معادلة الانحدار لمتغيرات اقتصادية تحتوي على سلاسل زمنية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) Ordinary Least Squares، عادة ما يظهر قيم اختبار (t) ومعامل التحديد (R^2) بأرقام مرتفعة، مع أن العلاقة بين المتغيرات قد لا تحمل أي دلالة إحصائية، وهذا ما يعرف بمشكلة الانحدار الزائف (Spurious Regression)، أي أن العلاقة بين المتغيرات ليس لها معنى، حيث تعتمد طريقة (OLS) على عدة افتراضات منها أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة أو ساكنة (Stationary) حتى يكون التحليل صحيحا، وتكون المتغيرات الاقتصادية ساكنة إذا كان المتوسط الحسابي والتباين لها ثابت ولا يتغير مع مرور الزمن، وفي حالة تغير قيم المتوسط والتباين مع مرور الزمن تعرف هذه السلاسل بأنها غير ساكنة أي تحتوي على جذر الوحدة. ولغرض الحكم على اسقرارية السلسلة فإنه يتم عادة استخدام اختبار ديكي فولر الموسع ((Augmented Dicky-Fuller (ADF)) أو اختبار فيليب بيرون((Philips-Perron(PP)) .

حيث سنعتمد في دراستنا هذه لإجراء اختبار جذر الوحدة وفحص استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات والتأكد من مدى سكونها، وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدا على استخدام اختبار ديكي– فولر الموسع ((Augmented Dicky-Fuller (ADF)، وقد أطلق عليه اختبار ديكي فولر الموسع وذلك لتفاديه سلبيات اختبار ديكي فولر البسيط والمتمثلة في عدم الأخذ بعين الاعتبار مشكلة الارتباط الذاتي في حد الخطأ العشوائي. فإذا كان حد الخطأ العشوائي يعاني من هذه المشكلة فإنه يمكن استخدام اختبار ديكي–فولر في محاولة تصحيح مشكلة الارتباط الذاتي في البواقي عن طريق تضمين دالة الاختبار عددا معينا من فروقات المتغير التابع المتباطئ، وصيغته العامة هي كالتالي:[1]

$$\Delta Y = B_1 + B_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{m} \Delta y_{t-1} + u_t$$

[1] Damodar N Gujarati, « Basic Econometrics », Fourth Edition, McGraw-Hill, USA, 2003, p:817.

حيث أن:

(Δ): الفرق الأول للسلسلة الزمنية (Y_t).

(Y_t) : السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة في السنة t .

(u_t) : حد الخطأ .

(m) : تشير إلى عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ (يتم تحديدها في هذه الدراسة آليا).

(B_1): الحد الثابت (Intercept).

(t) : المتجه الزمني (Trend).

(B_2) : معامل المتجه الزمني.

وهناك ثلاثة صيغ للنموذج التي سيتم استخدامها في دراستنا لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF) هي:

1-1- الصيغة الأولى لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF): بوجود الحد الثابت فقط دون قاطع أو المتجه الزمني وتأخذ الشكل الرياضي

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^{m} \alpha_t \Delta Y_{t-1} + u_t$$

1-2- الصيغة الثانية لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF): تكون باستخدام الحد الثابت والمتجه الزمني في نفس الوقت.

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 T + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^{m} \alpha_t \Delta Y_{t-1} + u_t$$

1-3- الصيغة الثالثة لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF): دون استخدام الحد الثابت والقاطع أو المتجه الزمني، صيغتها الرياضية على الشكل:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^{m} \alpha_t \Delta Y_{t-1} + u_t$$

كما يتم حساب عدد من الفروق ذات الفجوة m حتى تختفي مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء، فمثلا إذا أخذنا الفرق $\Delta Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_{t-2}$ وتبين أن مشكلة الارتباط الذاتي قد اختفت فإننا نكتفي بهذا الفرق أما إذا لم تختف المشكلة فنضيف إلى المعادلة الفرق التالي $\Delta Y_{t-2} = Y_{t-2} - Y_{t-3}$، وهكذا تختفي المشكلة.

حيث يكون الفرض المراد اختباره هنا بأن المعلمة ($H_0: \delta = 0$) أي بوجود جذر وحدة في السلسلة، بمعنى أنها غير ساكنة في مقابل الفرض البديل($H_1: \delta < 0$)، أي سكون السلسلة وعدم وجود جذر وحدة، وإذا كانت (δ) معنوية وأقل من الصفر ($\delta < 0$) فإننا نقبل الفرض البديل بعدم وجود جذر وحدة، أي أن المتغير ساكن أو مستقر، وإذا كان حد الخطأ (u_t) في النموذج أعلاه يعاني من الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، فيمكن أن يصحح بإضافة عدد مناسب من فترات التباطؤLag، لذلك يعتبر اختبار ADF من أكثر اختبارات جذر الوحدة استخداما وذلك لأنه يتخلص من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، وقد قام كل من ديكي وفولر بتطوير إحصائية تاو (τ) بدلا من إحصائية (t) التقليدية وذلك لمقارنة القيم المحسوبة مع القيم الحرجة لاختبار ديكي فولر، ومن ثم تم تطوير الجدول بواسطة ماكنون (Mackinnon)، فإذا كانت القيمة المطلقة لإحصائية (τ) المحسوبة أكبر من القيمة المطلقة لاختبار ديكي فولر أو المستخرجة من الجدول عندها نرفض الفرض العدمي بعدم استقرار البيانات وقبول الفرض البديل والذي يعني أن السلسلة مستقرة في المستوى ومتكاملة من الدرجة صفر (0)I، وفي هذه الحالة يمكننا استخدام إحصائية (t) التقليدية وتقدير المعلمات باستخدام OLS، وإذا كانت قيمة (τ) المحسوبة أقل من القيمة الجدولية فإنه لا يمكن رفض فرض العدم، أي أن السلسلة غير ساكنة، ولا يمكننا استخدام طريقة OLS لأنها ستؤدي إلى نتائج منحازة، وفي هذه الحالة نقوم باحتساب الفروق حتى تستقر السلسلة الزمنية .[1]

[1] Damodar N Gujarati, op ,Cit, p :820.

2- اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، تأتي ضرورة إجراء اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test) لبيان إذا كانت المتغيرات متكاملة أم لا، فإذا كانت جميع المتغيرات ساكنة (مستقرة) عند الفرق الأول(1)I، فهذا يعني وجود علاقة تكاملية من الدرجة الأولى، أي وجود علاقة خطية ساكنة وطويلة الأجل بين بعض المتغيرات أو جميعها.

وإن أهم المناهج القياسية المستخدمة لاختبار التكامل المشترك للسلاسل الزمنية، منهجية انجل جرانجر (Granger and Engel)، ومنهجية جوهانسن – جسليوس (Johansen and Juselius).

تعد منهجية انجل–جرانجر من أهم الطرق المستخدمة في اختبار التكامل المشترك حيث اعتمدا فيها على اختبار الفرض الصفري القائل "بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات"، وذلك بتقدير الانحدار لمتغير على الآخر باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، ومن ثم الحصول على البواقي الناتجة عن تقدير العلاقة، وإجراء اختبار السكون لها فإذا ثبت أن سلسة البواقي تتميز بالسكون في المستوى يقال عندها أنه يوجد تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية الداخلة في معادلة الانحدار، وهذا يعني وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات ويمكن بهذا تقدير نموذج تصحيح الخطأ.[1]، وعليه لإجراء التكامل المشترك نقوم ب:

2-1- الخطوة الأولى: تقدير انحدار التكامل المشترك

وتشمل على تقدير انحدار التكامل المشترك من خلال العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرينX_t و Y_t باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)، وفي دراستنا هذه قمنا بإضافة طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS) شرط أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة.

- استخدام أحد اختبارات جذر الوحدة للتحقق من درجة التكامل .

- يمكن استخدام الأساليب الإحصائية العادية للحصول على الاستدلالات الإحصائية والاقتصادية المطلوبة.

- يتم اختبار استقرار البواقي (Ut) فإذا تم قبول فرضية العدم ($H_0: \beta = 0$) نستنتج بأن سلسلة البواقي المقدرة من النموذج السابق تحتوي على جذر الوحدة أي أنها غير مستقرة ومنه سينتج عدم وجود تكامل

[1] شيخي محمد، "طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات"، حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012، ص:292.

مشترك بين متغيرات السلاسل الزمنية في النموذج، والعكس في حالة التوصل من خلال هذا الاختبار إلى رفض فرضية العدم ($H_0: \beta = 0$) أي استقرار سلسلة البواقي ومنه وجود تكامل مشترك.

2-2- الخطوة الثانية: نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model

يتم تقدير النموذج في حالة كون المتغيرين(X_t و Y_t) متكاملين تكاملا مشتركا لبيان العلاقة في الأجل القصير وبعد ذلك نقوم بإدخال البواقي المقدرة في الانحدار للأجل الطويل كمتغير مستقل مبطئ لفترة واحدة في نموذج علاقة الأجل القصير بجانب فروق المتغيرات الأخرى حيث أن القيم المتباطئة للتغير في المتغيرات المستقلة تمثل أثر العلاقة السببية في الأجل القصير، بينما يمثل حد تصحيح الخطأ أثر العلاقة السببية في الأجل الطويل،[1] وتمثل هذه العلاقة في المعادلة الآتية:

$$\Delta Y_t = \alpha_1 \Delta X_1 + \alpha_2 u_{t-1} + u_t$$

حيث أن:

Δ : الفرق الأول.

u_t : حد الخطأ سالب الإشارة الجبرية ومعنوي إحصائيا.

u_{t-1} : حد تصحيح الخطأ نسبة اختلال التوازن في الفترة السابقة.

3- طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS):

يتم تقدير العلاقة الانحدارية بين المتغير التابع والمستقل باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ولكن ذلك يتطلب تحقق العديد من الشروط والقيود، ولكن في حال عدم الوصول لحل مناسب في بعض المشاكل القياسية التي تظهر في النموذج بعد تقديره بطريقة (OLS)، فإنه يجدر بالباحث استخدام طرق أخرى كطريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS) التي تعتبر إحدى طرق التكامل المشترك في التقدير ولا تتطلب شروط وقيود قياسية كما في سابقتها ولكن ما يشترط فيها فقط هو وجود تكامل مشترك لمتغيرات النموذج المراد تقديره، فقد قدمت هذه الطريقة من طرف كل من Philips و Hansen،(1990) للخروج بتقدير أمثل لانحدار التكامل المشترك، وتستخدم منهجية المربعات الصغرى المصححة كليا لتقدير العلاقات طويلة الأجل، كما تأخذ بعين الاعتبار الآثار الحركية قصيرة

[1] Jones, J.D. and Joulfaian, C , "Fedral Government Expenditure and Revenues in the Early Years of the American Republic: Evidence from 1729 to 1860", Journal of Macroeconomic, 13 (1), p: 133-155.

الأجل (Short run dynamics) كونها تتضمن فترات إبطاء زمني للمتغيرات، حيث تعالج هذه المنهجية ما يلي:[1]

– مشكلة الاعتماد المتداخل (Endogeneity) بين معظم السلاسل الزمنية والتي قد تؤدي إلى حدوث ارتباط ذاتي (Serial Correlation).

– صفة عدم سكون السلاسل الزمنية، حيث يتم التخلص منها من خلال استخدام المتغير الأداتي (Instrument Variable)، وتطبق طريقة المربعات الصغرى على سلاسل زمنية تتصف بالسكون من الناحية الإحصائية.

ويشترط لتطبيق منهجية (FM-OLS) باعتبارها إحدى طرق التكامل المشترك أن تكون بواقي المعادلات ساكنة عند المستوى (Level) وإذا تحقق هذا الشرط نقول أن المتغيرات المفسرة هي متكاملة وبالتالي نستطيع تقدير المعادلات بطريقة المربعات الصغرى المصححة كليا وبناءا عليه يتم تقدير النموذج القياسي، كما يمكن كتابة معادلة التكامل المشترك المقدرة بطريقة المربعات الصغرى العادية بطريقة المصفوفات على النحو التالي:

$$y_{1t} = \beta y_{2t} + \mu_{1t}$$
$$\Delta y_{2t} = \mu_{2t}$$

حيث y_{2t} هي جميع المتغيرات التفسيرية من الرتبة الأولى، y_{1t} يمثل المتغير التابع وهو من الرتبة الأولى أيضا، ونفترض أن كل متغير من y_{2t} له جذر وحدة واحدة فقط ولا توجد علاقة تكامل مشترك بين متغيرات y_{2t}، كما نفترض أن μ_t تتصف بالسكون (Stationary) بوسط حسابي يساوي الصفر، ومصفوفة تباين مشترك، كما أن تقدير المربعات الصغرى لـβ هو تقدير متسق فوق العادة، ولكن توزيعه تقريبي (Asymptotic) يعتمد على معاملات مزعجة تنشأ عن الاعتماد المتداخل للسلاسل الزمنية للمتغيرات والارتباط الذاتي التسلسلي للأخطاء، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا لمعالجة مشكلات الاعتماد المتداخل والارتباط الذاتي على النحو التالي:

– تعديل y_{1t} كما يلي: $\hat{y}_{1t}^{+} = y_{1t} - \hat{\omega}_{12}\hat{\Omega}_{11}\Delta y_{2t}$، وتعديل الخطأ العشوائي μ_{1t} كذلك من خلال: $\hat{\mu}_{1t}^{+} = \mu_{1t} - \hat{\omega}_{12}\hat{\Omega}_{11}\Delta y_{2t}$، وبذلك يتم تصحيح مشكلة الاعتماد المتداخل (Endogeneity).

– تصحيح (Construct) مسألة الارتباط الذاتي لـ $\hat{\delta}^{+}$ والتي تعتبر متغير متسق لـ:

[1] محمد موساوي، سمية زراير، "دراسة محددات دالة الإنتاج في الجزائر باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (1970–2009)"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مقال متوفر على الموقع الالكتروني:-http://giem.kantakji.com/article/details/ID/169#.W Ci6zHjLIV.

$\hat{\delta}^{+} = \sum_{k=0}^{\infty}(\mu_{1k}^{+}\mu_{21}')$، حيث $\hat{\mu}_{1t}^{+} = \mu_{1t} - \omega_{12}\Omega_{11}\Delta y_{2t}$

وبالتالي تقدير المربعات الصغرى المصححة كليا يمزج هذين التصحيحين لتقدير المربعات الصغرى العادية، ويتم حسب الصيغة التالية: $\hat{\beta} = (Y_2'Y_2)^{-1}\left(Y_2'y_1^{+} - T\hat{\delta}^{+}\right)$.

ثانيا- البرامج المعلوماتية المستخدمة في الدراسة

استخدمنا خلال الدراسة التطبيقية بعض البرامج المعلوماتية للوصول إلى مختلف النتائج، تمثلت هذه البرامج فيما يلي:

1- برنامج (Excel): وهو برنامج ضمن حزمة Office يستخدم لمعالجة وتخزين العمليات الحسابية بشكل آلي.

2- برنامج (Eviews): وهو برنامج استمد اختصاره من العبارة (Econometric Views)، يسمح هذا البرنامج باستعمال الطرق القياسية لمعالجة الجانب العشوائي في القياس من خلال التقدير القياسي وعرض مختلف نتائج هذه الطرق القياسية، وتظهر أهمية البرنامج Eviews في أنه يجمع مجموعة متكاملة من الإمكانات التي تمكن الباحث من استخدام الطرق القياسية في معالجة مشاكل القياس بسبب هذا الجزء العشوائي، وذلك من خلال التقدير القياسي Econometric واستعراض مظاهر مختلفة لعرض نتائج هذه الطرق القياسية Views، وتتسلسل خطوات التعامل مع بيانات المتغيرات الاقتصادية من ما يعرف بالتحليل الإحصائي الوصفي للبيانات ثم التحليل الكمي القياسي لها.

خلاصة الفصل

قدمنا من خلال هذا الفصل مختلف الخطوات المتبعة في الدراسة التطبيقية، ولكن البداية كانت بالتعريج على الاقتصاد الأردني من خلال عرض مختلف التطورات التي شهدتها المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة – بالأردن–، حيث أظهرت مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية خلال السنوات الماضية التي شملتها فترة الدراسة تحسنا في الأداء شمل النشاط الاقتصادي وأداء المالية العامة والقطاع النقدي وميزان المدفوعات، كما تطرقنا إلى مختلف التطورات التي سجلتها بورصة عمان خلال فترة الدراسة من خلال مؤشرات الأداء الرئيسية والأرقام القياسية لأسعار الأسهم في البورصة، حيث تمكنت هذه الأخيرة من المحافظة على أدائها المميز وذلك على الرغم من الأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في المنطقة والدول المجاورة فقد شهدت مؤشرات أداء بورصة عمان تحسنا ملحوظا بمستويات متفاوتة خلال سنوات الدراسة.

كما بينا في هذا الفصل أيضا إجراءات الدراسة وأدواتها من خلال توضيح وتحديد المتغيرات المدروسة عن طريق التعريفات الإجرائية الأساسية لكل متغير، بالإضافة إلى تبيين النماذج والأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل القياسي من اختبارات قياسية وبرامج معلوماتية سنستخدمها في دراستنا القياسية في الفصل الموالي.

الفصل الرابع

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

المبحث الأول: تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة

المبحث الثالث: مناقشة النتائج واختبار فرضيات الدراسة

تمهيد

يحتوي التحليل القياسي في هذه الدراسة على سبعة سلاسل زمنية لمتغيرات سبقت الإشارة إليها هي الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (Index) كمغير تابع، الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI)، سعر إعادة الخصم (RDR)، العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2)، الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP)، تحويلات العاملين (RIM)، كمتغيرات مفسرة، وسيعرض هذا الفصل نتائج الاختبارات الإحصائية التي سيتم استخدامها في التحليل القياسي لإيجاد أثر العوامل الاقتصادية قيد الدراسة على عوائد أسهم بورصة عمان، وذلك من خلال تطبيق طيف من الاختبارات على السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات سبقت الإشارة إليها في الفصل الثالث.

قبل إجراء الدراسة القياسية سنقوم أولا بتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال الإحصاءات الوصفية ودرجة الارتباط بين المتغيرات، وإجراء انحدار خطي بسيط لإيجاد أثر كل متغير مستقل على حدى على عوائد الأسهم في بورصة عمان في المبحث الأول.

وفي المبحث الثاني سنقوم باختبار العلاقة التوازنية طويلة الأجل من خلال نموذج يجمع كل المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة لضمان دقة الاستدلال وتحسين نتائج البحث عن طريق الاستخدام الأمثل للبيانات في إيجاد علاقات جدية بين متغيرات الدراسة من خلال قياس المعادلة المقدرة، أين سيتم بداية تطبيق اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات من خلال اختبار جذر الوحدة لتفادي المشكلات التي تنتج عند إجراء التقديرات القياسية دون استقرارها بإجراء اختبار ديكي فولر الموسع لاختبار سكون السلاسل الزمنية. ثم إجراء اختبار التكامل المشترك بين عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة وذلك للتأكد من وجود اتجاه للعلاقة التوازنية طويلة المدى عبر تطبيق اختبار أنجل وجرنجر للتكامل المشترك. كما سيتم في هذا الفصل أيضا إجراء اختبار للعلاقة التوازنية قصيرة الأجل بين عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية المختارة باستخدام نموذج تصحيح الخطأ.

وفي الأخير سنقوم باختبار فرضيات الدراسة ومناقشة النتائج المتوصل إليها من خلال المبحث الثالث لهذا الفصل.

المبحث الأول: تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة

سنعرض في هذا المبحث نتائج قياس أثر كل متغير اقتصادي على حدى على عوائد أسهم بورصة عمان من خلال تحليل معادلة الانحدار الخطي البسيط، وذلك بهدف مقارنة نتائج هذا الأخير مع نموذج الدراسة القياسية المقدر، لنمر بعدها إلى تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة، وإعداد الإحصاءات الوصفية المناسبة للمتغيرات المدروسة تمهيدا للدخول إلى الدراسة القياسية.

المطلب الأول: إيجاد وقياس أثر كل متغير مستقل على المتغير التابع

إن القوة التفسيرية للنماذج المقدرة (R^2) تبين أن التغيرات الحاصلة في المتغيرات التابعة تفسر بواسطة التغيرات الحاصلة في المتغيرات المستقلة، لذلك سنختبر ونقيس أثر كل متغير من المتغيرات الاقتصادية المختارة كل على حدى على عوائد الأسهم من خلال تحليل معادلة الانحدار الخطي البسيط بالاستعانة ببرنامج Eviews8.[1]

أولا: قياس أثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) على عوائد الأسهم

بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (4−1): نتائج تحليل الانحدار البسيط للرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال الفترة (2000−2016)

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t−Statistic	المعنوية Prob
C	1472.153	597.3264	2.464570	0.0163
CPI	8.730355	6.391176	1.366001	0.1766
R−squared	0.027495	Durbin−Watson stat	0.079183	
F−statistic	1.865960	Prob(F−statistic)	0.176575	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول رقم (4−1) أعلاه أن:

− قيمة معامل التحديد R-squared (مربع معامل الارتباط) $R^2 = 0.02$ (هو ضعيف ولا يفسر سوى 2% من العلاقة) أي أن المتغير المستقل(CPI) لا يفسر سوى 2% من التغيرات التي تطرأ على الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (عوائد الأسهم) .

[1] أنظر الملحق رقم (01).

– بالمقابل فإن قيمة Prob للمتغير المستقل الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) قدرت (p-value=0.17) مما يعني أن المتغير المفسر (CPI) غير معنوي وهو غير دال إحصائيا عند مستوى دلالة ($p \leq 5\%$)، مما يفسر عدم وجود أثر للتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك على المتغير التابع الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (Index) في بورصة عمان خلال الفترة (2000–2016).

– قيمة Durbin-Watson (DW=0.07) مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب لعنصر الخطأ.

ثانيا: قياس أثر سعر إعادة الخصم (RDR) على عوائد الأسهم

قمنا بتقدير معادلة الانحدار الخطي البسيط لسعر إعادة الخصم عن طريق برنامج Eviews فكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (4–2): نتائج تحليل الانحدار البسيط لسعر إعادة الخصم خلال الفترة (2000–2016)

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t–Statistic	المعنوية Prob
C	922.0909	423.3634	2.178013	0.0330
RDR	269.8055	81.67536	3.303389	0.0015
R–squared	0.141881	Durbin–Watson stat	0.094454	
F–statistic	10.91238	Prob(F–statistic)	0.001546	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول رقم (4–2) أن:

– قيمة Prob للمتغير المستقل سعر إعادة الخصم (RDR) (p-value=0.0015) مما يعني أن المتغير المستقل (RDR) معنوي ودال إحصائيا عند مستوى ($p \leq 5\%$) أي أن هناك أثر لسعر الفائدة (سعر إعادة الخصم) على عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2016.

– ولكن قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.14$ (وهي قيمة ضعيفة ولا تفسر سوى 14% من العلاقة) أي أن المتغير سعر إعادة الخصم (RDR) لا يفسر سوى 14% من التغيرات التي تطرأ على الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (عوائد الأسهم) .

– قيمة Durbin-Watson (DW=0.09) مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب لعنصر الخطأ.

ثالثا: قياس أثر عرض النقود بالمعنى الواسع (M2) على عوائد الأسهم

يبين الجدول أدناه نتائج اختبار أثر المتغير التفسيري (M2) على عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم (4-3): نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لعرض النقود بالمعنى الواسع خلال الفترة (2000-2016)

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t-Statistic	المعنوية Prob
C	1981.050	281.3233	7.041897	0.0000
M2	0.016109	0.014130	1.140074	0.2584
R-squared	0.019313	Durbin-Watson stat		0.080201
F-statistic	1.299769	Prob(F-statistic)		0.258376

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول رقم (4-3) أعلاه أن:

- قيمة معامل التحديد R-squared $(R^2 = 0.02)$ (وهو ضعيف ولا يفسر سوى 2% من العلاقة) أي أن المتغير المفسر عرض النقود بالمعنى الواسع (M2) لا يفسر سوى 2% من التغيرات التي تطرأ على الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (عوائد الأسهم) خلال الفترة الزمنية قيد الدراسة.

-إلا أن معنوية المتغير المستقل عرض النقود بالمعنى الواسع (M2) قدرت بقيمة (Prob= 0.26) مما يعني أن المتغير المستقل (M2) غير معنوي وغير دال إحصائيا عند مستوى دلالة (5%) أي لا يوجد أثر للتغير في عرض النقود بالمعنى الواسع على المتغير التابع عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة(2000-2016).

- قيمة Durbin-Watson (DW=0.08) مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب لعنصر الخطأ.

رابعا: قياس أثر الناتج المحلي الإجمالي(GDP) على عوائد الأسهم

بالاستعانة ببرنامج Eviews حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (4-4): نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2000-2016)

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t-Statistic	المعنوية Prob
C	2022.507	266.5343	7.588169	0.0000
GDP	0.073213	0.070048	1.045176	29980.
R-squared	0.016282	Durbin-Watson stat	0.081019	
F-statistic	1.092393	Prob(F-statistic)	0.299754	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول رقم (4-4) أن:

- قيمة Prob للمتغير المستقل الناتج المحلي الإجمالي (GDP) (p-value=0.30) مما يعني أن المتغير المستقل (GDP) غير معنوي وغير دال إحصائيا عند مستوى دلالة 5%، أي أنه لا يوجد أثر للناتج المحلي الإجمالي على عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2016.
- قيمة Durbin-Watson (DW=0.08) وهذا يفسر وجود ارتباط ذاتي موجب لعنصر الخطأ.

خامسا: قياس أثر الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP) على عوائد الأسهم

لتبيان أثر المتغير التفسيري (IP) على عوائد الأسهم في بورصة عمان قمنا بتقدير معادلة الانحدار الخطي البسيط بين المتغيرين فتحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (4-5): نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط للرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي خلال الفترة (2000-2016)

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t-Statistic	المعنوية Prob
C	-1606.298	664.2869	-2.418078	0.0184
IP	27.79605	4.710306	5.901114	0.0000
R-squared	0.345388	Durbin-Watson stat	0.256555	
F-statistic	34.82315	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول رقم (4-5) أعلاه أن:

– معنوية المتغير المستقل الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP) قدرت (Prob= 0.0000) مما يعني أن المتغير المستقل (IP) معنوي وذو دلالة إحصائية عند مستوى (1%)، وله أثر على عوائد أسهم بورصة عمان للفترة (2000–2016) .

– قيمة معامل التحديد R-squared $(R^2 = 0.34)$ (وهو متوسط يفسر 34% من العلاقة) أي أن المتغير المفسر الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP) يفسر لنا من خلال الانحدار الخطي البسيط 34% من التغيرات التي تطرأ على الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (عوائد الأسهم) .

– قيمة Durbin-Watson (DW=0.08) مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب لعنصر الخطأ.

سادسا: قياس أثر تحويلات العاملين (RIM) على عوائد الأسهم

يوضح لنا الجدول رقم (4–6) مدى تأثير تحويلات العاملين في الاقتصاد الأردني على عوائد الأسهم ببورصة عمان كما يلي:

الجدول رقم (4–6): نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط لتحويلات العاملين خلال الفترة (2000–2016)

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t–Statistic	المعنوية Prob
C	742.7553	482.7658	1.538542	0.1287
RIM	3.177677	0.976323	3.254741	0.0018
R–squared	0.138306	Durbin–Watson stat	0.102685	
F–statistic	10.59334	Prob(F–statistic)	0.001792	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول رقم (4–6) أن:

– معنوية p-value للمتغير المستقل تحويلات العاملين (RIM) قدرت (Prob= 0.0018) مما يعني أن المتغير المستقل (RIM) معنوي وذو دلالة إحصائية عند مستوى (1%)، أي له أثر على عوائد الأسهم في بورصة عمان.

– قيمة معامل التحديد R-squared $(^2 = 0.13)$ (وهو ضعيف ولا يفسر سوى 13% من العلاقة) أي أن المتغير المفسر تحويلات العاملين (RIM) يفسر لنا من خلال الانحدار الخطي البسيط 13% من التغيرات التي تطرأ على الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (عوائد الأسهم) .

– قيمة Durbin-Watson (DW=0.10) مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب لعنصر الخطأ.

المطلب الثاني: الدراسة الإحصائية الوصفية

سنقوم في هذا المطلب بتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة؛ أولا من خلال تحليل درجة الارتباط بين المتغيرات، ثانيا من خلال تحليل الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.[1]

أولا: درجة الارتباط بين المتغيرات

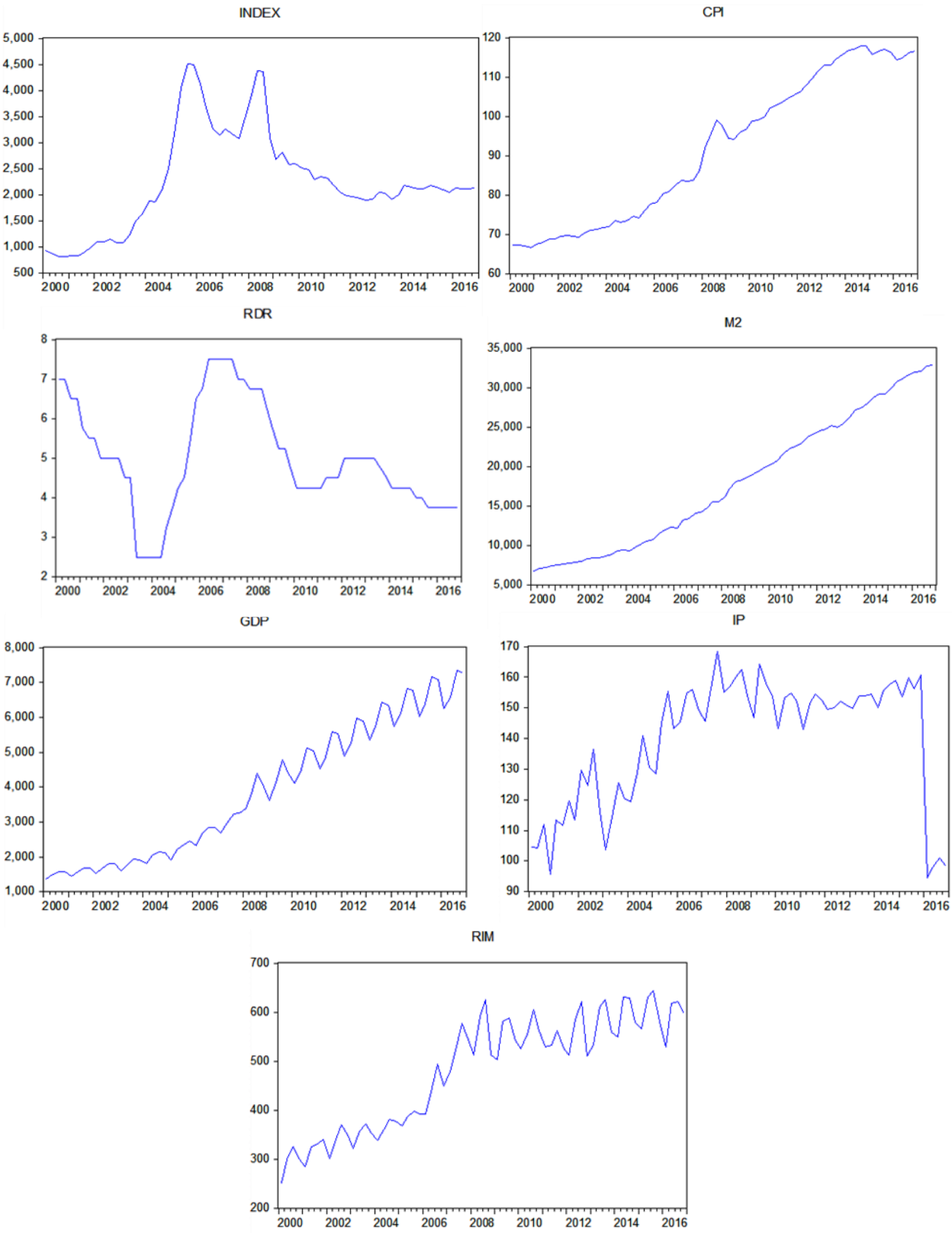
للتحقق من مدى ملاءمة وشمولية المتغيرات تم تحليل حساسية نموذج الدراسة واختبار درجة الارتباط بين المتغيرات المختارة للدراسة.

1- رسم المتغيرات

يتضح أن أغلب المتغيرات لها اتجاه عام متزايد خلال سنوات البحث؛ وذلك كما يبينه الشكل الموالي الذي يمثل التمثيل البياني لكل متغير من المتغيرات المختارة خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000-2016:

[1] أنظر الملحق رقم (02).

الشكل رقم (4-1) :التمثيل البياني للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2000-2016



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

منحنى عوائد الأسهم (Index): نلاحظ أنه عرف ارتفاعا ملحوظا منذ سنة 2000 وإلى غاية 2005 الذي سجل فيه ما قيمته 4259.7 نقطة ليرجع للانخفاض في السنوات الأخيرة ولغاية سنة 2016.

منحنى الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI): نلاحظ أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك قد سجل ارتفاعا متواصلا منذ سنة 2000 وإلى غاية سنة 2008 في حين شهد عام 2009 انخفاضا بارزا نتيجة الأزمة المالية التي ألقت بظلالها على الاقتصاد العالمي والتي أثرت على الاقتصاد الأردني، ليسجل بعدها الرقم القياسي لأسعار المستهلك ارتفاعا ولكن بوتيرة متباطئة عما كان عليه سابقا.

منحنى العرض النقدي (M2): حسب الرسم البياني أعلاه يتبين أن منحنى العرض النقدي بالمعنى الواسع ينمو بمعدل إيجابي مع مرور الزمن حيث عرف العرض النقدي الواسع ارتفاعا متواصلا خلال فترة الدراسة.

منحنى سعر الفائدة (RDR): عرف منحنى سعر إعادة الخصم تذبذبا ما بين الارتفاع والانخفاض.

منحنى الناتج المحلي الإجمالي (GDP): نلاحظ من المنحنى الخاص بالناتج المحلي الإجمالي أنه سجل ارتفاعا خلال فترة الدراسة حيث يلاحظ أنه تضاعف سنة 2007 عما كان عليه سنة 2000، وقد استمر هذا التزايد إلى غاية سنة 2016.

منحنى الرقم القياسي للإنتاج الصناعي (IP): نلاحظ أنه شهد ارتفاعا منذ سنة 2000 وإلى غاية سنة 2008-باستثناء سنة 2003-، ليعرف بعدها مباشرة انخفاضا سنتي 2009، 2010، وقد عرف الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي نوع من الاستقرار لمدة ثلاثة سنوات ابتداء من سنة 2010 غير أنه بعد سنة 2012 شهد ارتفاعا ولكن بصورة متباطئة.

منحنى تحويلات العاملين (RIM): نلاحظ أن منحنى تحويلات العاملين لميزان المدفوعات شهد هو الآخر ارتفاعا خلال فترة الدراسة ولكن بصورة متذبذبة بمعدل إيجابي ما بين الارتفاع والانخفاض.

2- معاملات الارتباط (Multicollenearity)

تعتبر مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية أداة هامة لتقييم مدى حساسية النتائج عند إدراج أو استبعاد بعض المتغيرات والأسباب المحتملة لتقدير غير دقيق، حيث يعرض الجدول الموالي تفصيلا لدرجات الترابط بين المتغيرات المستقلة بشكل زوجي، وذلك بناءا على مخرجات برنامج Eviews .

الجدول رقم (4-7): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	CPI	RDR	M2	GDP	IP	RIM
CPI	**1.000000**					
RDR	-0.243966	**1.000000**				
M2	0.986974	-0.287437	**1.000000**			
GDP	-0.985452	-0.279093	0.989899	**1.000000**		
IP	0.446110	0.210431	0.362168	0.391656	**1.000000**	
RIM	0.909891	-0.081160	-0.889594	-0.903428	-0.613244	**1.000000**

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

يظهر لنا من خلال الجدول أعلاه أن قيمة معاملات الارتباط بين المتغيرات بعضها منخفضة والبعض الآخر مرتفعة لكن أغلبها تميزت بالانخفاض وهذا يشير إلى احتمال عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollenearity)، فأغلب معاملات الارتباط فيها سجلت نسبة أقل من (70%)، فيما عدا الرقم القياسي لأسعار المستهلك، عرض النقود، الناتج المحلي الإجمالي وتحويلات العاملين التي سجلت معاملات الارتباط فيما بينها أرقاما مرتفعة (0.98) مما يشير إلى وجود ارتباط بين هذه المتغيرات.

ثانيا: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

سوف يتم في هذا الجزء استعراض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث يوضح الجدول رقم (4-8) نتائج كل من الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، بالإضافة إلى أعلى وأدنى قيمة للمتغيرات قيد الدراسة.

الجدول رقم (4-8): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات (Variables)	الوسط الحسابي (Mean)	الوسيط (Median)	أعلى قيمة (Max)	أدنى قيمة (Min)	الانحراف المعياري (Std.Dev)	الالتواء (Skewness)	التفرطح (Kurtosis)	عدد المشاهدات
Index	2272.110	2120.400	4519.700	811.400	976.661	0.565535	2.831674	68
CPI	91.629	94.250	117.966	66.566	18.549	0.061671	1.441336	68
RDR	5.0036	4.875	7.500	2.500	1.363	0.232733	2.375806	68
M2	18068.32	17655.25	32876.20	6833.000	8425.676	0.244467	1.684154	68
GDP	3409.275	3392.401	6467.700	1176.700	1702.191	0.241644	1.643051	68
IP	139.530	149.650	168.400	94.500	20.646	-0.810677	2.291805	68
RIM	481.2809	517.3000	643.5000	252.6000	114.3023	-0.325298	1.667713	68

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول أعلاه والمتضمن الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ما يلي:

- بلغت أعلى قيمة للمتغير الرقم القياسي المرجح بأسعار الأسهم الحرة المعبرة عن عوائد الأسهم (Index) (4519,7) ، بينما بلغت أدنى قيمة له (811,4)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (2272.11)، وبانحراف معياري (976.661).

- بلغت أعلى قيمة للرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) (117.966)، بينما بلغت أدنى قيمة (66.566)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (91.629)، بانحراف معياري (18.549).

- بلغت أعلى قيمة لمتغير سعر إعادة الخصم (RDR) (7.5%)، بينما بلغت أدنى قيمة (2.5%)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ حوالي (5%)، بانحراف معياري (1.363).

- بلغت أعلى قيمة لمتغير عرض النقد بالمعنى الواسع (M2) 32876.20 مليون دينار، بينما بلغت أدنى قيمة 6833 مليون دينار، أما الوسط الحسابي فقد بلغ 18068.32 مليون دينار، بانحراف معياري (8425.676).

- بلغت أعلى قيمة للناتج المحلي الإجمالي (GDP) 6467.700 مليون دينار، بينما بلغت أدنى قيمة 1176.700 مليون دينار، أما الوسط الحسابي فقد بلغ 3409.275 مليون دينار، بانحراف معياري (1702.191).

- بلغت أعلى قيمة لمتغير الرقم القياس للإنتاج الصناعي (IP) 168.4 مليون دينار، بينما بلغت أدنى قيمة (94.5) مليون دينار، أما الوسط الحسابي فقد بلغ 139.530 مليون دينار، بانحراف معياري قدر بـ (20.646).

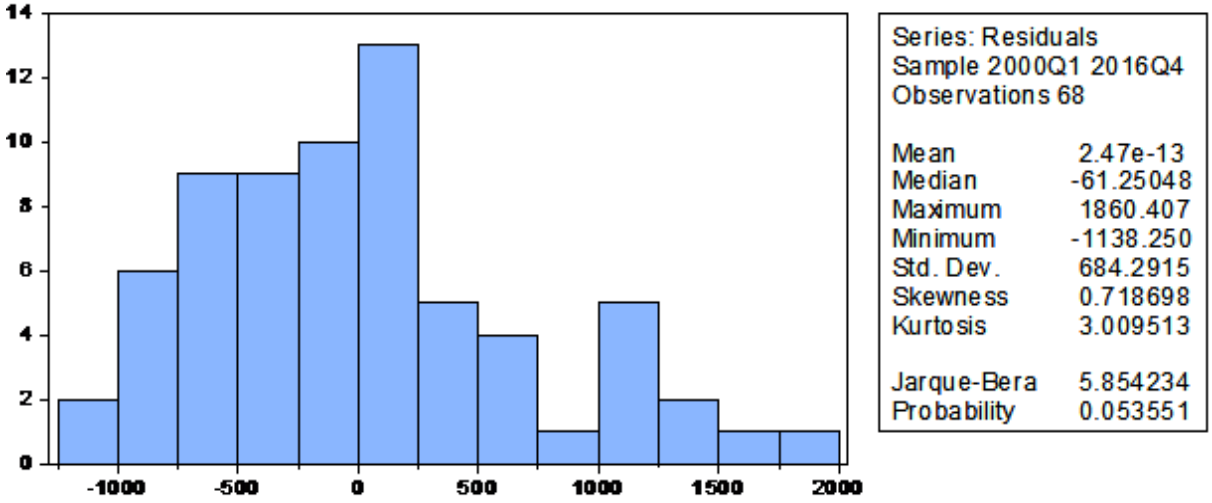
- بلغت أعلى قيمة لمتغير تحويلات العاملين (RIM) (643.5000) مليون دينار ، بينما بلغت أدنى قيمة (252.6000)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (481.2809)، وبانحراف معياري (114.3023).

- يلاحظ أيضا من خلال الجدول رقم (4-8) أعلاه وجود فروقات مهمة و كبيرة لبعض القيم والمتمثلة في تفاوت قيم الانحراف المعياري لهذه المتغيرات (Index =976.661، RDR= 1.363، M2 = 8425.676)، هذا التفاوت يرجع أصلا إلى طبيعة المتغيرات المدرجة في الدراسة و إلى وحدات القياس المتبعة و المختلفة طبعا من متغيرة إلى أخرى.

ثالثا: التوزيع الطبيعي للبواقي

لاختبار طبيعة البواقي فيما إذا كانت تتوزع توزيعا طبيعيا يوضح الشكل الموالي، مع إحصائية Jarque – Bera ذلك كما يلي:

الشكل رقم (4-2): التوزيع الطبيعي للبواقي.



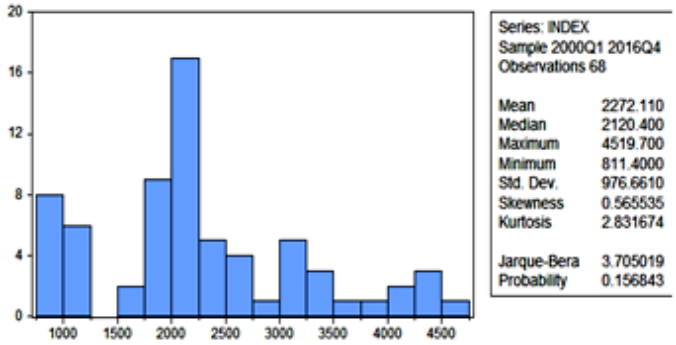
المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

يلخص الشكل أعلاه جميع المقاييس الإحصائية مثل الوسط الحسابي للبواقي الذي يساوي الصفر دائما في معادلة الانحدار التي تحتوي الحد الثابت (المقطع)، أعلى وأدنى قيمة، الالتواء والتفرطح، القيمة الإحصائية Jarque – Bera.

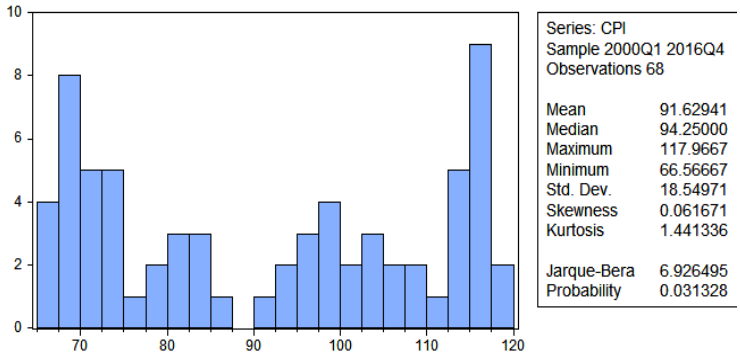
كما يظهر لنا أيضا " شكل الجرس" الدال على التوزيع الطبيعي، حيث أظهر اختبار Jarque – Bera الذي يستند على مفاهيم الالتواء والتفرطح (Skewness, Kurtosis) المستخدم عادة في دراسة التوزيع العشوائي للبواقي، بأن البواقي تتوزع توزيعاً طبيعيا، فحسب القيم المحسوبة في الشكل أعلاه لدينا القيمة الإحصائية Jarque – Bera تساوي إلى(JB = 5.85) وهي أقل من إحصائية JB التي تتبع توزيع Chi-deux حيث أن القيمة الجدولية لهذا التوزيع تساوي 5.99 مما يعني أن الإحصائية المحسوبة أقل من الإحصائية الجدولية وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية الأساسية (الفرضية العدمية) القائلة بأن البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا، هذا بالإضافة إلى الإجراء البديل لقيمة P-value التي تساوي 0.053551، وهي قيمة أكبر من مستوى المعنوية 0.05، لذلك لا نستطيع رفض الفرضية الأساسية للتوزيع الطبيعي Normal :h_0، وعليه نقول بأن البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا.

وفيما يلي توضيح أكثر للتوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة حسب كل متغير.

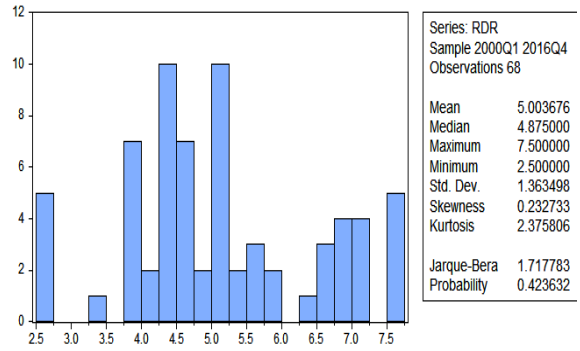
الشكل رقم (4-3): دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير التابع (Index)



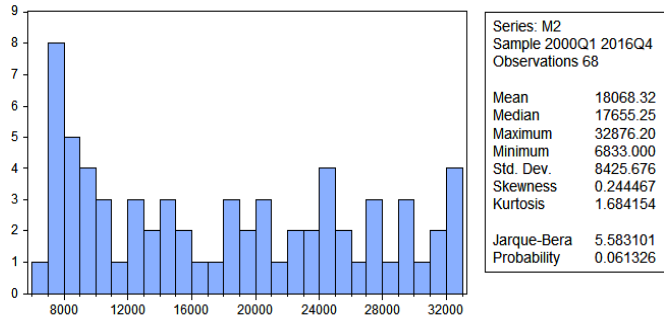
الشكل رقم (4-4): دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (CPI)



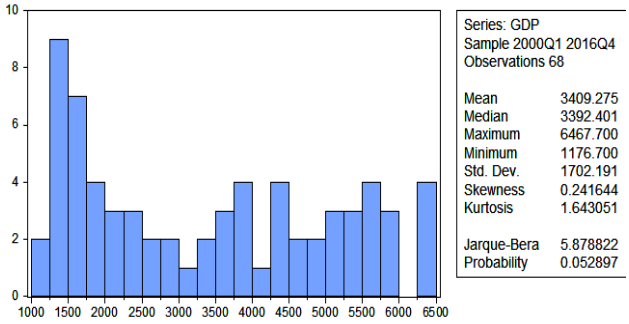
الشكل رقم (4-5): دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل(RDR)



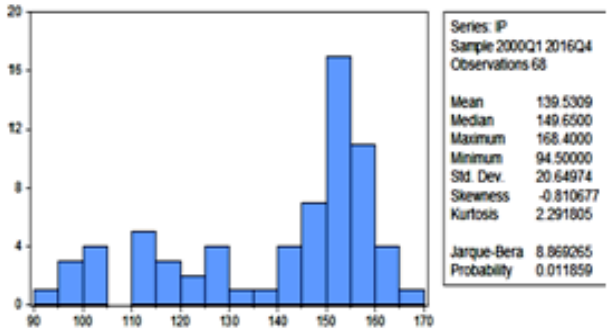
الشكل رقم (4-6): دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (M2)



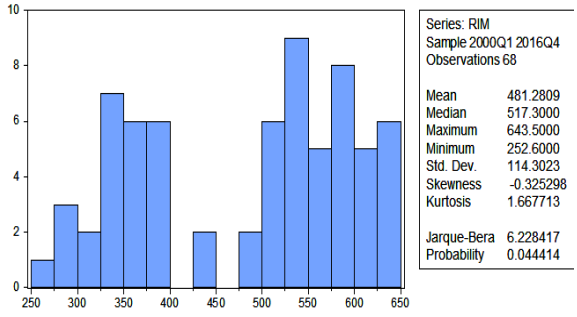
الشكل رقم (4-7): دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (GDP)



الشكل رقم (4-8): دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (IP)



الشكل رقم (4-9): دراسة التوزيع الطبيعي للمتغير المستقل (RIM)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

يتبين من خلال الأشكال السابقة ما يلي:

– القيمة الإحصائية Jarque – Bera للمتغير التابع الرقم القياسي المرجح بأسعار الأسهم الحرة المعبرة عن عوائد الأسهم تساوي القيمة 3.70 وهي أقل من الإحصائية الجدولية (JB = 5.99) حسب توزيع Chi-deux، كما أن القيمة الاحتمالية ل Jarque – Bera تساوي 0.15 وهي أكبر من القيمة الحرجة 5%، وبالتالي نقبل فرض العدم ونقول أن سلسلة (Index) تتوزع توزيعا طبيعيا.

– القيمة الإحصائية Jarque – Bera لسلسلة الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) تساوي 6.92، وهي أكبر من الإحصائية الجدولية (JB = 5.99) وبالتالي نرفض الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة CPI تتوزع توزيعا طبيعيا، وما يؤكد ذلك هو أن القيمة الاحتمالية لJarque – Bera تساوي القيمة 0.03 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وعليه نرفض فرضية التوزيع الطبيعي حسب اختبار Jarque – Bera لسلسة CPI عند مستوى معنوية 5%.

– بالنسبة لسلسلة سعر إعادة الخصم (RDR) فإن القيمة الإحصائية ل Jarque – Bera تساوي 1.71 وهي أقل من القيمة الجدولية، كما أن القيمة الاحتمالية (Prob=0.42) وهي أكبر من القيمة الحرجة 5%، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن سلسلة RDR تتوزع توزيعا طبيعيا حسب اختبار Jarque-Berra عند مستوى معنوية 5%.

– نفس الشيء بالنسبة لسلسلة عرض النقد (M2)، وجدنا أن القيمة الإحصائية المحسوبة (JB = 5.58) وهي أقل من القيمة الإحصائية الجدولية، ما أن القيمة الاحتمالية ل Jarque – Bera تساوي 0.06 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية العدمية ونقول أن سلسلة عرض النقد (M2) تتوزع توزيعا طبيعيا.

– القيمة الإحصائية Jarque – Bera لسلسلة الناتج المحلي الإجمالي (GDP) تساوي 5.87 وقيمة الاحتمال تساوي 0.05 وبالتالي يمكن قبول الفرضية العدمية القائلة أن سلسلة (GDP) تتوزع توزيعا طبيعيا.

– أما بالنسبة لسلسلة الرقم القياس لكمية الإنتاج الصناعي (IP)، فإن قيمة JB تساوي8.86 حيث أن 5.99<8.86 والقيمة الاحتمالية (Probability) تساوي إلى0.01 وبما أن 0.01< 0.05 فإننا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي لسلسلة (IP).

– نفس الشيء بالنسبة لسلسلة تحويلات العاملين (RIM) وجدنا أن القيمة الإحصائية JB = 6.22 وقيمة Prob=0.04 ، وعليه نرفض فرضية التوزيع الطبيعي حسب اختبار Jarque – Bera لسلسة تحويلات العاملين RIM عند مستوى معنوية 5%.

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة

بهدف اختبار مدى التحسن الذي يحدث في القدرة التفسيرية للعوامل المختارة عند تمثيلها بأكثر من متغير في مواصفة العلاقة يعرض هذا المبحث نتائج الاختبارات الإحصائية التي سبقت الإشارة إليها والتي ستستخدم في تحليل البيانات، وهي اختبار التكامل المشترك لإيجاد العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، ثم نموذج تصحيح الخطأ ECM الذي يلتقط ديناميكية المدى القصير وتقدير العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، وذلك بعد توضيح مدى استقرار السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ديكي فولر، وفيما يلي تفصيل لنتائج الاختبارات السابقة.

المطلب الأول: نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

يتحقق اختبار الإستقرارية إحصائيا من خلال اختبار دالة الارتباط الذاتي والجزئي، وكذا اختبار ديكي–فولر الموسع "Augmented Dickey–Fuller" (ADF) السابق ذكره، حيث يعد أفضل الأساليب لاختبار جذر الوحدة وتحديد درجة تكامل كل متغير على حدى، وسنعرض نتائج هذا الاختبار لاستقرار المتغيرات موضوع الدراسة باستخدام حد ثابت فقط، ثم باستخدام حد ثابت ومتجه زمني، وبعدها دون استخدام حد ثابت ومتجه زمني.

أولا: دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلاسل الزمنية

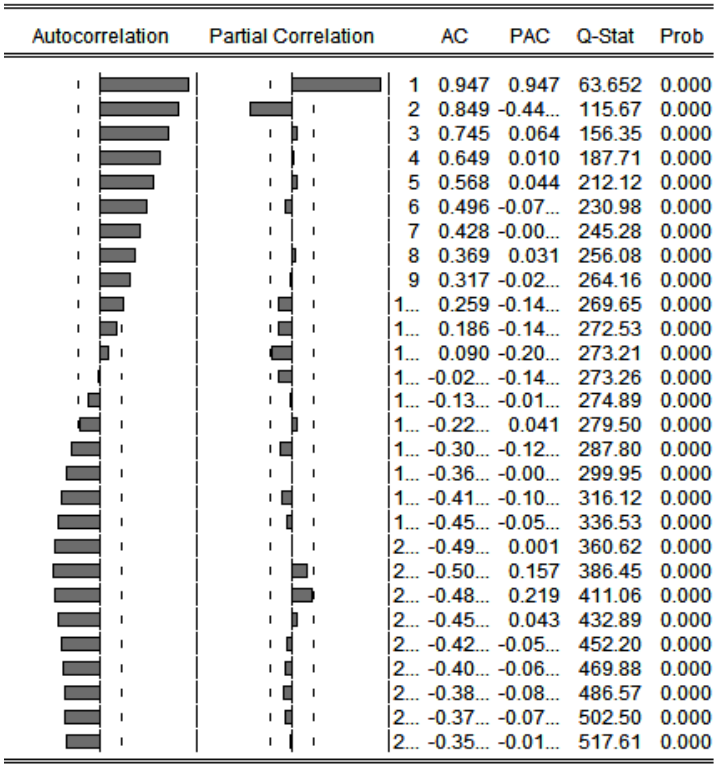
سنقوم باختبار استقرارية السلاسل الزمنية من خلال اختبار دالة الارتباط الذاتي والجزئي أولا، حيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا كانت معاملات دالة الارتباط الذاتي معدومة (تقع داخل مجال الثقة) من أجل كل قيمة، والأشكال أسفله تبين دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلاسل قيد الدراسة.

1– دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (Index):

يوضح لنا الشكل التالي دالة الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة المتغير التابع (عوائد الأسهم).

الشكل رقم(4-10): دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (Index)

Date: 07/07/18 Time: 10:54
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.947	0.947	63.652	0.000
		2	0.849	-0.44...	115.67	0.000
		3	0.745	0.064	156.35	0.000
		4	0.649	0.010	187.71	0.000
		5	0.568	0.044	212.12	0.000
		6	0.496	-0.07...	230.98	0.000
		7	0.428	-0.00...	245.28	0.000
		8	0.369	0.031	256.08	0.000
		9	0.317	-0.02...	264.16	0.000
		1...	0.259	-0.14...	269.65	0.000
		1...	0.186	-0.14...	272.53	0.000
		1...	0.090	-0.20...	273.21	0.000
		1...	-0.02...	-0.14...	273.26	0.000
		1...	-0.13...	-0.01...	274.89	0.000
		1...	-0.22...	0.041	279.50	0.000
		1...	-0.30...	-0.12...	287.80	0.000
		1...	-0.36...	-0.00...	299.95	0.000
		1...	-0.41...	-0.10...	316.12	0.000
		1...	-0.45...	-0.05...	336.53	0.000
		2...	-0.49...	0.001	360.62	0.000
		2...	-0.50...	0.157	386.45	0.000
		2...	-0.48...	0.219	411.06	0.000
		2...	-0.45...	0.043	432.89	0.000
		2...	-0.42...	-0.05...	452.20	0.000
		2...	-0.40...	-0.06...	469.88	0.000
		2...	-0.38...	-0.08...	486.57	0.000
		2...	-0.37...	-0.07...	502.50	0.000
		2...	-0.35...	-0.01...	517.61	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

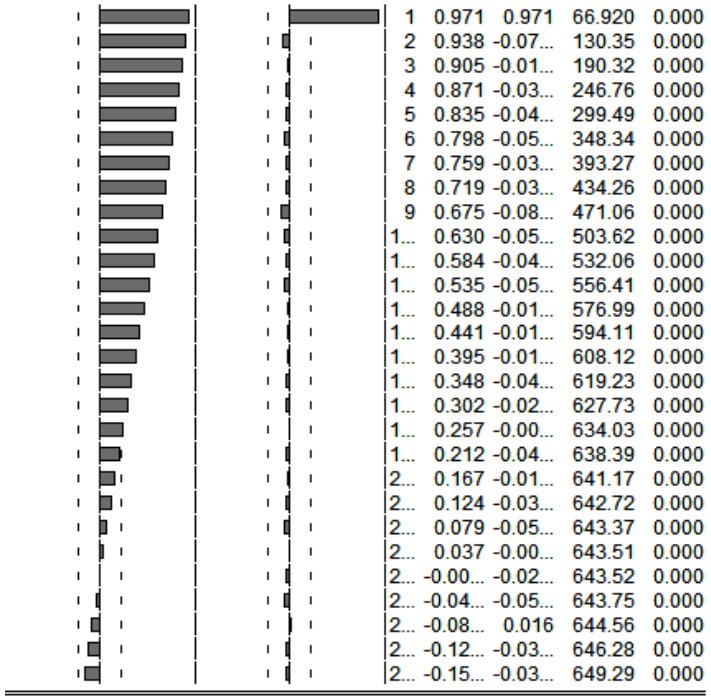
نلاحظ من الشكل (4-10) بروز نتوء أو أعمدة (Pick) على فترات من مجال الثقة في المعلمات المحسوبة من أجل الفجوات K=1...,10، وكذا K= 16...,28، وذلك يعني أنها تختلف معنويا عن (0) عند مستوى معنوية 5% أي خارج مجال الثقة، وهذا ما يفسر أن السلسة غير مستقرة أي أنها تحتوي على مركبة الاتجاه العام.

2- دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (CPI)

يبين الشكل التالي دالة الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

الشكل رقم(4-11): دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (CPI)

Date: 07/07/18 Time: 11:05
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.971	0.971	66.920	0.000
		2	0.938	-0.07...	130.35	0.000
		3	0.905	-0.01...	190.32	0.000
		4	0.871	-0.03...	246.76	0.000
		5	0.835	-0.04...	299.49	0.000
		6	0.798	-0.05...	348.34	0.000
		7	0.759	-0.03...	393.27	0.000
		8	0.719	-0.03...	434.26	0.000
		9	0.675	-0.08...	471.06	0.000
		1...	0.630	-0.05...	503.62	0.000
		1...	0.584	-0.04...	532.06	0.000
		1...	0.535	-0.05...	556.41	0.000
		1...	0.488	-0.01...	576.99	0.000
		1...	0.441	-0.01...	594.11	0.000
		1...	0.395	-0.01...	608.12	0.000
		1...	0.348	-0.04...	619.23	0.000
		1...	0.302	-0.02...	627.73	0.000
		1...	0.257	-0.00...	634.03	0.000
		1...	0.212	-0.04...	638.39	0.000
		2...	0.167	-0.01...	641.17	0.000
		2...	0.124	-0.03...	642.72	0.000
		2...	0.079	-0.05...	643.37	0.000
		2...	0.037	-0.00...	643.51	0.000
		2...	-0.00...	-0.02...	643.52	0.000
		2...	-0.04...	-0.05...	643.75	0.000
		2...	-0.08...	0.016	644.56	0.000
		2...	-0.12...	-0.03...	646.28	0.000
		2...	-0.15...	-0.03...	649.29	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

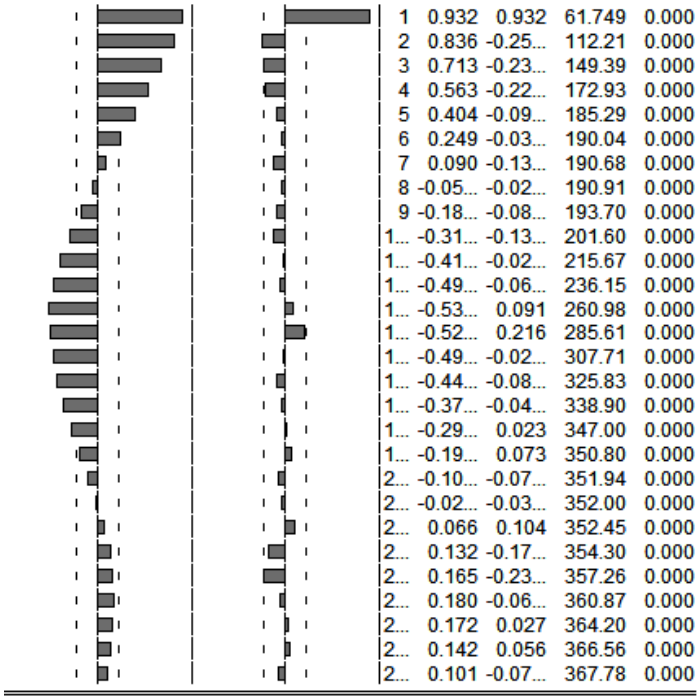
نلاحظ من الشكل رقم (4-11) أعلاه بروز نتوء (Pick) في المعلمات المحسوبة من أجل الفجوات K=1... ,18، وذلك يعني أنها تختلف معنويا عن (0) عند مستوى معنوية 5% أي خارج مجال الثقة، وهذا ما يفسر أن سلسلة الرقم القياسي لأسعار المستهلك غير مستقرة أي أنها تحتوي على مركبة الاتجاه العام.

3- دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (RDR)

بالاستعانة ببرنامج **Eviews8** تحصلنا على دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (RDR).

الشكل رقم(4-12): دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (RDR)

Date: 07/07/18 Time: 11:31
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.932	0.932	61.749	0.000
		2	0.836	-0.25...	112.21	0.000
		3	0.713	-0.23...	149.39	0.000
		4	0.563	-0.22...	172.93	0.000
		5	0.404	-0.09...	185.29	0.000
		6	0.249	-0.03...	190.04	0.000
		7	0.090	-0.13...	190.68	0.000
		8	-0.05...	-0.02...	190.91	0.000
		9	-0.18...	-0.08...	193.70	0.000
		1...	-0.31...	-0.13...	201.60	0.000
		1...	-0.41...	-0.02...	215.67	0.000
		1...	-0.49...	-0.06...	236.15	0.000
		1...	-0.53...	0.091	260.98	0.000
		1...	-0.52...	0.216	285.61	0.000
		1...	-0.49...	-0.02...	307.71	0.000
		1...	-0.44...	-0.08...	325.83	0.000
		1...	-0.37...	-0.04...	338.90	0.000
		1...	-0.29...	0.023	347.00	0.000
		1...	-0.19...	0.073	350.80	0.000
		2...	-0.10...	-0.07...	351.94	0.000
		2...	-0.02...	-0.03...	352.00	0.000
		2...	0.066	0.104	352.45	0.000
		2...	0.132	-0.17...	354.30	0.000
		2...	0.165	-0.23...	357.26	0.000
		2...	0.180	-0.06...	360.87	0.000
		2...	0.172	0.027	364.20	0.000
		2...	0.142	0.056	366.56	0.000
		2...	0.101	-0.07...	367.78	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

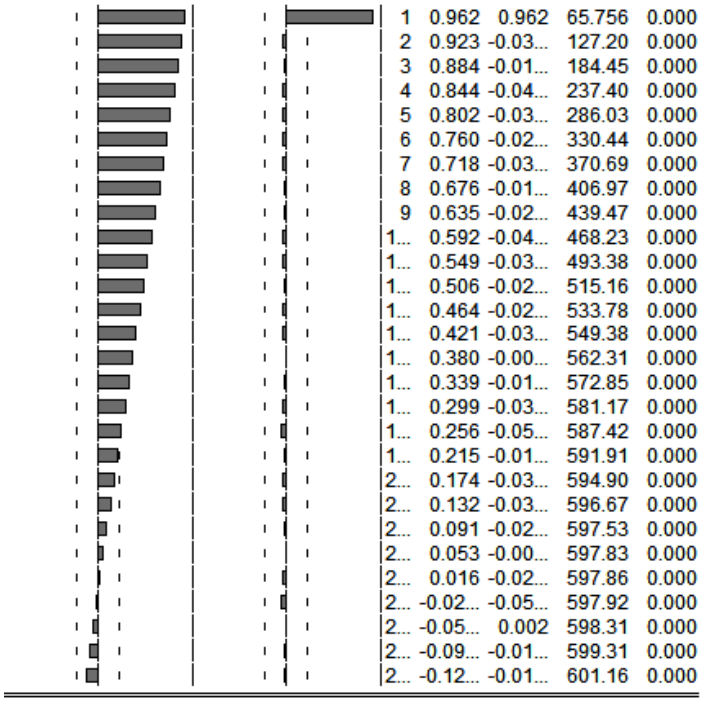
نلاحظ من الشكل (4-12) بروز نتوء أو أعمدة (Pick) على فترات من مجال الثقة في المعلمات المحسوبة من أجل الفجوات K=1... ,6، وكذا K= 10...,18، وذلك يعني أنها تختلف معنويا عن (0) عند مستوى معنوية 5% أي خارج مجال الثقة، وهذا ما يفسر أن السلسلة غير مستقرة عند المستوى وتحتاج إلى أخذ الفروق.

4- دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (M2)

يبين لنا الشكل الموالي فيما إذا كانت السلسلة الزمنية للعرض النقدي بالمعنى الواسع مستقرة أم لا؟ وذلك بيانيا.

الشكل رقم(4-13):دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (M2)

Date: 07/07/18 Time: 11:50
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.962	0.962	65.756	0.000
		2	0.923	-0.03...	127.20	0.000
		3	0.884	-0.01...	184.45	0.000
		4	0.844	-0.04...	237.40	0.000
		5	0.802	-0.03...	286.03	0.000
		6	0.760	-0.02...	330.44	0.000
		7	0.718	-0.03...	370.69	0.000
		8	0.676	-0.01...	406.97	0.000
		9	0.635	-0.02...	439.47	0.000
		1...	0.592	-0.04...	468.23	0.000
		1...	0.549	-0.03...	493.38	0.000
		1...	0.506	-0.02...	515.16	0.000
		1...	0.464	-0.02...	533.78	0.000
		1...	0.421	-0.03...	549.38	0.000
		1...	0.380	-0.00...	562.31	0.000
		1...	0.339	-0.01...	572.85	0.000
		1...	0.299	-0.03...	581.17	0.000
		1...	0.256	-0.05...	587.42	0.000
		1...	0.215	-0.01...	591.91	0.000
		2...	0.174	-0.03...	594.90	0.000
		2...	0.132	-0.03...	596.67	0.000
		2...	0.091	-0.02...	597.53	0.000
		2...	0.053	-0.00...	597.83	0.000
		2...	0.016	-0.02...	597.86	0.000
		2...	-0.02...	-0.05...	597.92	0.000
		2...	-0.05...	0.002	598.31	0.000
		2...	-0.09...	-0.01...	599.31	0.000
		2...	-0.12...	-0.01...	601.16	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

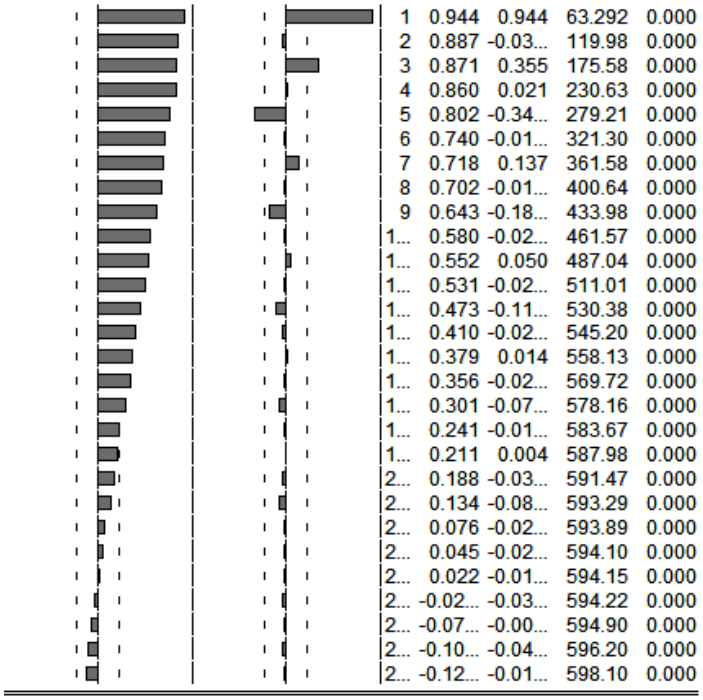
نلاحظ من الشكل (4-13) أعلاه بروز نتوء أو أعمدة (Pick) في المعلمات المحسوبة من أجل الفجوات K=1... ,19، وذلك يعني أنها تختلف معنويا عن (0) عند مستوى معنوية 5% أي خارج مجال الثقة، وهذا ما يفسر أن السلسة غير مستقرة عند االمستوى.

5- دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسة(GDP)

يوضح الشكل الموالي فيما إذا كانت سلسلة (GDP) مستقرة في مستواها العام أو لا؟.

الشكل رقم(4-14):دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (GDP)

Date: 07/07/18 Time: 11:58
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.944	0.944	63.292	0.000
		2	0.887	-0.03...	119.98	0.000
		3	0.871	0.355	175.58	0.000
		4	0.860	0.021	230.63	0.000
		5	0.802	-0.34...	279.21	0.000
		6	0.740	-0.01...	321.30	0.000
		7	0.718	0.137	361.58	0.000
		8	0.702	-0.01...	400.64	0.000
		9	0.643	-0.18...	433.98	0.000
		1...	0.580	-0.02...	461.57	0.000
		1...	0.552	0.050	487.04	0.000
		1...	0.531	-0.02...	511.01	0.000
		1...	0.473	-0.11...	530.38	0.000
		1...	0.410	-0.02...	545.20	0.000
		1...	0.379	0.014	558.13	0.000
		1...	0.356	-0.02...	569.72	0.000
		1...	0.301	-0.07...	578.16	0.000
		1...	0.241	-0.01...	583.67	0.000
		1...	0.211	0.004	587.98	0.000
		2...	0.188	-0.03...	591.47	0.000
		2...	0.134	-0.08...	593.29	0.000
		2...	0.076	-0.02...	593.89	0.000
		2...	0.045	-0.02...	594.10	0.000
		2...	0.022	-0.01...	594.15	0.000
		2...	-0.02...	-0.03...	594.22	0.000
		2...	-0.07...	-0.00...	594.90	0.000
		2...	-0.10...	-0.04...	596.20	0.000
		2...	-0.12...	-0.01...	598.10	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

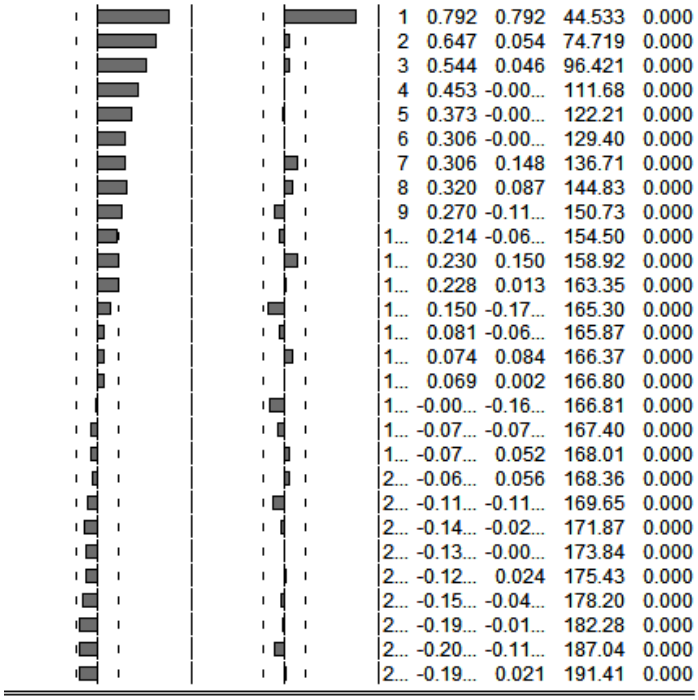
نلاحظ من الشكل (4-14) بروز نتوء أو أعمدة (Pick) على فترات من مجال الثقة في المعلمات المحسوبة من أجل الفجوات K=1...,19، وذلك يعني أنها تختلف معنويا عن (0) عند مستوى معنوية 5% أي خارج مجال الثقة، وهذا ما يفسر أن السلسة غير مستقرة عند المستوى.

6- دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة(IP)

يبين الشكل التالي دالة الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP).

الشكل رقم(4-15): دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (IP)

Date: 07/07/18 Time: 12:27
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.792	0.792	44.533	0.000
		2	0.647	0.054	74.719	0.000
		3	0.544	0.046	96.421	0.000
		4	0.453	-0.00...	111.68	0.000
		5	0.373	-0.00...	122.21	0.000
		6	0.306	-0.00...	129.40	0.000
		7	0.306	0.148	136.71	0.000
		8	0.320	0.087	144.83	0.000
		9	0.270	-0.11...	150.73	0.000
		1...	0.214	-0.06...	154.50	0.000
		1...	0.230	0.150	158.92	0.000
		1...	0.228	0.013	163.35	0.000
		1...	0.150	-0.17...	165.30	0.000
		1...	0.081	-0.06...	165.87	0.000
		1...	0.074	0.084	166.37	0.000
		1...	0.069	0.002	166.80	0.000
		1...	-0.00...	-0.16...	166.81	0.000
		1...	-0.07...	-0.07...	167.40	0.000
		1...	-0.07...	0.052	168.01	0.000
		2...	-0.06...	0.056	168.36	0.000
		2...	-0.11...	-0.11...	169.65	0.000
		2...	-0.14...	-0.02...	171.87	0.000
		2...	-0.13...	-0.00...	173.84	0.000
		2...	-0.12...	0.024	175.43	0.000
		2...	-0.15...	-0.04...	178.20	0.000
		2...	-0.19...	-0.01...	182.28	0.000
		2...	-0.20...	-0.11...	187.04	0.000
		2...	-0.19...	0.021	191.41	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

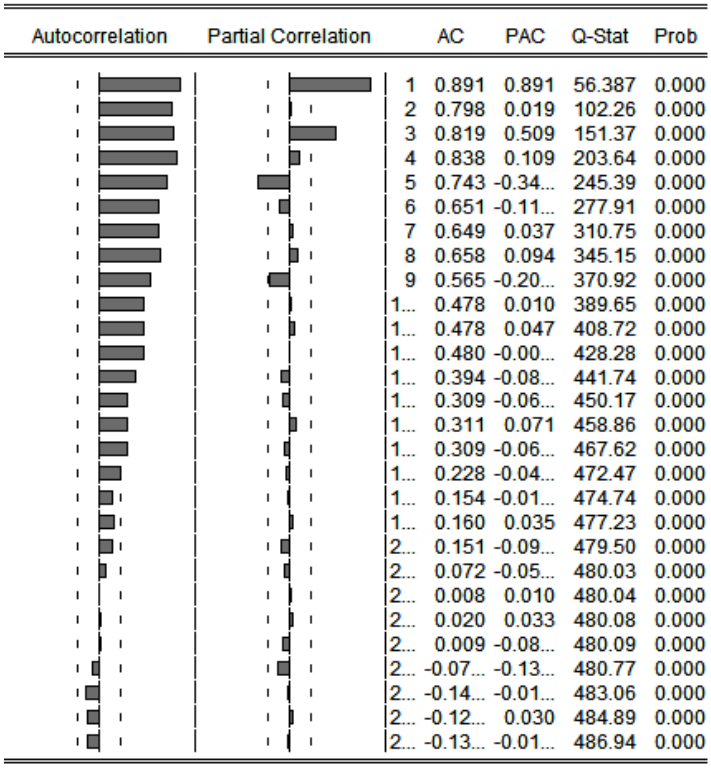
نلاحظ من خلال الشكل (4-15) أعلاه بروز نتوء أو أعمدة (Pick) من مجال الثقة في المعلمات المحسوبة من أجل الفجوات K=1...,9، وذلك يعني أنها تختلف معنويا عن 0 عند مستوى معنوية 5% أي خارج مجال الثقة، وهذا ما يفسر أن سلسلة الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي غير مستقرة في مستواها.

7- دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة(RIM)

نطبق نفس الاختبار السابق على السلسلة (RIM) (اختبار دالة الارتباط الذاتي والجزئي) نحصل على الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-16): دالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلسلة (RIM)

Date: 07/07/18 Time: 12:29
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.891	0.891	56.387	0.000
		2	0.798	0.019	102.26	0.000
		3	0.819	0.509	151.37	0.000
		4	0.838	0.109	203.64	0.000
		5	0.743	-0.34...	245.39	0.000
		6	0.651	-0.11...	277.91	0.000
		7	0.649	0.037	310.75	0.000
		8	0.658	0.094	345.15	0.000
		9	0.565	-0.20...	370.92	0.000
		1...	0.478	0.010	389.65	0.000
		1...	0.478	0.047	408.72	0.000
		1...	0.480	-0.00...	428.28	0.000
		1...	0.394	-0.08...	441.74	0.000
		1...	0.309	-0.06...	450.17	0.000
		1...	0.311	0.071	458.86	0.000
		1...	0.309	-0.06...	467.62	0.000
		1...	0.228	-0.04...	472.47	0.000
		1...	0.154	-0.01...	474.74	0.000
		1...	0.160	0.035	477.23	0.000
		2...	0.151	-0.09...	479.50	0.000
		2...	0.072	-0.05...	480.03	0.000
		2...	0.008	0.010	480.04	0.000
		2...	0.020	0.033	480.08	0.000
		2...	0.009	-0.08...	480.09	0.000
		2...	-0.07...	-0.13...	480.77	0.000
		2...	-0.14...	-0.01...	483.06	0.000
		2...	-0.12...	0.030	484.89	0.000
		2...	-0.13...	-0.01...	486.94	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الشكل (4-16) بروز نتوء (Pick) من أجل الفجوات K=1...,17، وذلك يعني أنها تختلف معنويا عن 0 عند مستوى معنوية 5% أي خارج مجال الثقة، مما يفسر أن هذه السلسة غير مستقرة عند المستوى.

ثانيا: نتائج اختبار جذر الوحدة على متغيرات النموذج

بعد الملاحظة النظرية لدالة الارتباط الذاتي والجزئي للسلاسل الزمنية أعلاه نلجأ إلى المقاييس الإحصائية المعروفة، حيث يعرض لنا الجدول رقم (4-9) نتائج اختبار جذر الوحدة ديكي-فولر لاستقرار المتغيرات موضوع الدراسة عند المستوى وذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews باستخدام المعادلات الثلاث (حد ثابت فقط، ثم باستخدام حد ثابت ومتجه زمني، وبعدها دون استخدام حد ثابت ومتجه زمني)،[1] وذلك كما يلي:

[1] أنظر الملحق رقم (03).

الجدول رقم (4-9): نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية عند المستوى Level

باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع

الفرضية العدمية	النموذج	ADF c	ADF t			النتيجة
		المحسوبة	%1	%5	%10	
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (Index) عند المستوى						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-2.451974	-3.533204	-2.906210	-2.590628	**غير مستقرة**
	حد ثابت واتجاه عام	-2.325612	-4.103198	-3.479367	-3.167404	**غير مستقرة**
	دون حد ثابت واتجاه عام	-0.611746	-2.600471	-1.945823	-1.613589	**غير مستقرة**
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (CPI)عند المستوى						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-0.509378	-3.533204	-2.906210	-2.590628	**غير مستقرة**
	حد ثابت واتجاه عام	-2.401211	-4.103198	-3.479367	-3.167404	**غير مستقرة**
	دون ثابت واتجاه عام	2.417857	-2.600471	-1.945823	-1.613589	**مستقرة**
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (RDR)عند المستوى						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-1.947432	-3.533204	-2.9.6210	-2.590628	**غير مستقرة**
	حد ثابت واتجاه عام	-1.911195	-4.103198	-3.479367	-3.167404	**غير مستقرة**
	دون ثابت واتجاه عام	-1.176117	-2.600471	-1.945823	-1.613589	**غير مستقرة**
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (M2)عند المستوى						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	2.427898	-3.531592	-2.905519	-2.590262	**غير مستقرة**
	حد ثابت واتجاه عام	-2.898374	-4.100935	-3.478305	-3.166788	**غير مستقرة**
	دون ثابت واتجاه عام	-11.10467	-2.599934	-1.945745	-1.613633	**مستقرة**
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (GDP)عند المستوى						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-0.327449	-3.531592	-2.905519	-2.590262	**غير مستقرة**
	حد ثابت واتجاه عام	-5.643110	-4.103198	-3.479367	-3.167404	**مستقرة**
	دون ثابت واتجاه عام	1.587819	-2.599934	-1.945745	-1.613633	**غير مستقرة**
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (IP)عند المستوى						
	حد ثابت	-2.294510	-3.531592	-2.905519	-2.590262	**غير مستقرة**

H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت واتجاه عام	−1.798010	−4.100935	−3.478305	−3.166788	**غير مستقرة**
	دون ثابت واتجاه عام	−0.378117	−2.599934	−1.945745	−1.613633	**غير مستقرة**
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (RIM)عند المستوى						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	−2.076547	−3.531592	−2.905519	−2.590262	**غير مستقرة**
	حد ثابت واتجاه عام	−4.075306	−4.100935	−3.478305	−3.166788	**مستقرة**
	دون ثابت واتجاه عام	−0.480705	−2.599934	−1.945745	−1.613633	**غير مستقرة**

- فترات الإبطاء محددة طبقا لتخفيض درجة الارتباط التسلسلي للأخطاء إلى أقل قدر ممكن.
- قيم (ADF)هي قيم T.Statistic المقابلة للمعلمة B، ويتم مقارنتها بقيم T.Critical من جداول Mackinnon الموسعة Mac.val.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

يتضح لنا من خلال الجدول رقم (4−9) بعد تطبيق اختبار ديكي−فولر الموسع (ADF) لاختبار جذر الوحدة أن جميع السلاسل الزمنية لا تتمتع بالسكون (Nonstationary) عند المستوى (Level) بوجود الثابت في المعادلة Constant، ومع وجود الثابت والقيمة الاتجاهية للمعادلة Constant & Trend (حد ثابت واتجاه عام)، وبدون ثابت واتجاه عام، حيث يلاحظ أن القيم المحسوبة ADF c لمستويات المتغيرات تقل عن القيم الجدولية الحرجة (أخذت بالقيمة المطلقة) عند مستوى معنوية (1%) و (5%) و(10%)، مما يعني قبول الفرضية العدمية التي تفيد بوجود جذر الوحدة (H_0: β=0) وبالتالي عدم استقرار السلاسل الزمنية (الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة (Index) كمغير تابع، الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI)، سعر إعادة الخصم (RDR)، العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2)، الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP)، تحويلات العاملين (RIM)). مما يستدعي تطبيق الاختبار عند الفروق الأولى لنحصل على النتائج المدونة في الجدول الموالي، وحسب ما هو موضح في الملاحق.[1]

[1] أنظر الملحق رقم (04).

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية عند الفرق الأول باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع

نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (Index) عند الفرق الأول						
الفرضية العدمية	النموذج	ADF c المحسوبة	ADF t %1	ADF t %5	ADF t %10	النتيجة
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-5.221181	-3.534868	-2.906923	-2.591006	مستقرة
	حد ثابت واتجاه عام	-5.310090	-4.105534	-3.480463	-3.168039	مستقرة
	دون حد ثابت واتجاه عام	-5.235731	-2.601024	-1.945903	-1.613543	مستقرة
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (CPI) عند الفرق الأول						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-5.215314	-3.533204	-2.906210	-2.590628	مستقرة
	حد ثابت واتجاه عام	-5.171134	-4.103198	-3.479367	-3.167404	مستقرة
	دون حد ثابت واتجاه عام	-4.321851	-2.600471	-1.945823	-1.613589	مستقرة
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (RDR)عند الفرق الأول						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-3.330375	-3.534868	-2.906923	-2.591006	مستقرة
	حد ثابت واتجاه عام	-3.297449	-4.105534	-3.480463	-3.168039	مستقرة
	دون حد ثابت واتجاه عام	-3.341694	-2.601024	-1.945903	-1.613543	مستقرة
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (M2)عند الفرق الأول						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-7.220924	-3.533204	-2.906210	-2.590628	مستقرة
	حد ثابت واتجاه عام	-8.016031	-4.103198	-3.479367	-3.167404	مستقرة
	دون حد ثابت واتجاه عام	-2.136416	-2.601024	-1.945903	-1.613543	مستقرة
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (GDP)عند الفرق الأول						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	-23.83909	-3.534868	-2.906923	-2.591006	مستقرة
	حد ثابت واتجاه عام	-24.21979	-4.105534	-3.480463	-3.168039	مستقرة
	دون حد ثابت واتجاه عام	-16.77546	-2.601024	-1.945903	-1.613543	مستقرة
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (IP)عند الفرق الأول						
	حد ثابت	-9.706791	-3.533204	-2.906210	-2.590628	مستقرة

H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت واتجاه عام	−10.02363	−4.103198	−3.479367	−3.167404	**مستقرة**
	دون ثابت واتجاه عام	−9.781743	−2.600471	−1.945823	−1.613589	**مستقرة**
نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية (RIM)عند الفرق الأول						
H_0: وجود جذر وحدة	حد ثابت	−16.91498	−3.534868	−2.906923	−2.591006	**مستقرة**
	حد ثابت واتجاه عام	−16.94388	−4.105534	−3.480463	−3.168039	**مستقرة**
	دون حد ثابت واتجاه عام	−15.91446	−2.601024	−1.945903	−1.613543	**مستقرة**

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

يتضح لنا من خلال الجدول رقم (4−10) أن جميع السلاسل الزمنية تتمتع بالسكون Stationary عند الفرق الأول وذلك على أساس نسبة 5%، باستثناء سعر إعادة الخصم (RDR) أخذ على أساس نسبة 10% مما يعني رفض الفرضية العدمية القائلة بوجود جذر الوحدة وبالتالي فإن جميع المتغيرات ساكنة عند الفرق الأول، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملا مشتركا من الدرجة الأولى.

المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك وتقدير نموذج تصحيح الخطأ

على ضوء اختبار جذر الوحدة السابق، اتضح أن كل متغير على حدى متكامل من الدرجة الأولى، أي أن متغيرات الدراسة غير ساكنة في المستوى ولكنها ساكنة في الفرق الأول. وتركز نظرية التكامل المشترك على تحليل السلاسل الزمنية الساكنة من نفس الرتبة، حيث يشير كل من أنجل وجرانجر إلى إمكانية توليد مزيج خطي يتصف بالسكون من السلاسل الزمنية المتكاملة من نفس الرتبة؛ وعلينا أن نتحقق فيما إذا كان هذا المزيج الخطي المتولد من متغيرات النموذج متكامل من الدرجة الصفرية أي أنه سلسلة زمنية ساكنة عند المستوى أم لا؟ فإذا كان هذا المزيج متكاملا من الدرجة صفر فإن متغيرات النموذج تحقق التكامل المشترك، أي أنهما متكاملين من نفس الدرجة، و عليه سنقوم باستخراج سلسلة البواقي ونطبق عليها اختبار ديكي فولر، ثم نقدر العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات التي لها نفس درجة التكامل، وبعد ذلك يمكننا تطبيق نموذج تصحيح الخطأ وإلا فلا.

أولا: اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل وجرنجر ذات المعادلة الواحدة

سنطبق طريقة انجل وجرنجر على مرحلتين أولا سنقوم باستخراج سلسلة البواقي ونطبق عليها اختبار ديكي فولر فإذا اثبت الاختبار أنها مستقرة عند المستوى دل ذلك على وجود علاقة تكامل مشترك يمكن تقديرها باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، ثم طريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كليا.

1- اختبار سكون سلسلة بواقي العلاقة التوازنية طويلة الأجل:

إن البحث في إمكانية وجود علاقة توازن طويلة الأجل، من خلال تطبيق اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة سيكون انطلاقا من بواقي التقدير، وعلينا أن نتأكد من أن هذه الأخيرة مستقرة، وبما أن السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى، فإنه لا بد من استقرار البواقي عند المستوى، ولهذا الغرض قمنا بفحص استقرارية بواقي المعادلة المقدرة للعلاقة التوازنية طويلة الأجل[1]، وقد استخدمنا اختبار ديكي فولر الموسع (اختبار ADF) للمعادلة بعد تقديرها بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، ثم التمثيل البياني لها والنتائج المتوصل إليها موضحة في الجدول رقم (4-11)، والشكل رقم (4-17) أسفله.

الجدول رقم (4-11):نتائج اختبار استقرارية سلسلة بواقي التقدير عند المستوى باستخدام اختبار ADF.

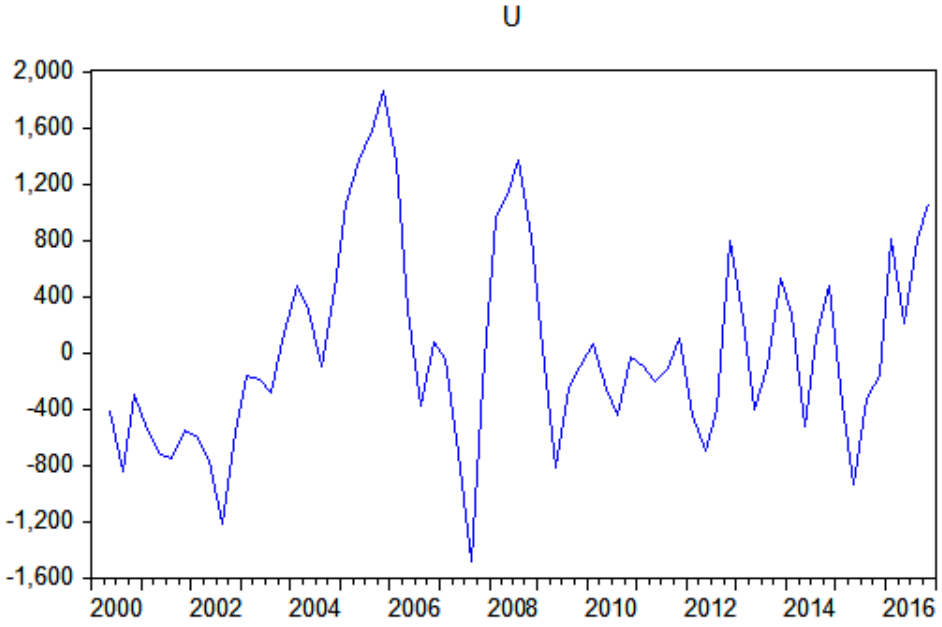
H_0: وجود جذر وحدة					
السلسة الزمنية	النموذج	ADF c	ADF t		
			%1	%5	%10
البواقي u	حد ثابت	-4.122172	-3.534868	-2.906923	-2.591006
	حد ثابت ومتجه زمني	-4.138684	-4.105534	-3.480463	-3.168039
	دون حد ثابت ومتجه زمني	-4.145499	-2.601024	-1.945903	-1.613543

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

كما يبين الرسم البياني التالي شكل سلسلة البواقي عند المستوى:

[1] أنظر الملحق رقم(05).

الشكل رقم (4-17): التمثيل البياني لسلسلة بواقي العلاقة طويلة الأجل



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8

يبين الجدول رقم (4-11) أن السلسلة الزمنية للبواقي هي سلسلة ساكنة عند المستوى حيث فاقت إحصائية ديكي فولر المحسوبة ADFc القيمة الجدولية الحرجة ADF t عند مستوى معنوية (1% و5% و10%)، ومن ثم نرفض الفرضية العدمية (وجود جذر الوحدة للبواقي)، ونقول أن السلسلة الزمنية للبواقي متكاملة من الرتبة صفر، وهي أقل من رتبة تكامل سلاسل متغيرات الدراسة، والشكل رقم (4-17) يعزز استقرارية البواقي في مستواها فواضح من الشكل أن السلسلة تتذبذب حول وسط حسابي ثابت، مع تباين له علاقة مع الزمن، وبهذا نستنتج أنه هناك تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة بعد فحصها باختبار ديكي فولر، والعلاقة الديناميكية لمتغيرات الدراسة تحضى بتقدير نموذج يعكس العلاقة التوازنية طويلة الأجل التي يمكن تقديرها باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، ونموذج تصحيح الخطأ ECM الذي يعكس العلاقة قصيرة الأجل حسب طريقة أنجل و جرنجر ذات المرحلتين.

2- تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل

بعد أن تبين من نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار المتغيرات من خلال اختبار ديكي-فولر الموسع، أن متغيرات الدراسة مستقرة عند الفرق الأول وأن السلسلة الزمنية للبواقي هي ساكنة عند المستوى، فإنه في هذه الحالة يمكننا تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل وبيان أثر كل متغير على عوائد أسهم بورصة عمان من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية(OLS).

حيث يمكننا تقدير هذه العلاقة بالمعادلة التالية:

$$Index = B_0 + B_1 CPI_t + B_2 RDR_t + B_3 M2_t + B_4 GDP_t + B_5 IP_t + B_6 RIM_t + ut \ldots . (1)$$

2-1- طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS):

بعد إدخال البيانات في برنامج ال**Eviews8**)، تظهر نتائج تقدير هذه العلاقة كما ورد في الملاحق،[1] وكما هو موضح من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(4-12): نتائج تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية المدروسة على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة (2016Q4-2000Q1) - باستخدام طريقة OLS-

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t-Statistic	المعنوية Prob
C	124.6751-	1720.470	0.072466-	0.9425
CPI	65.92175-	37.39971	1.762627-	0.0830
RDR	155.3554	73.08184	2.125773	0.0376
M2	0.262300	0.093005	2.820280	0.0065
GDP	0.932494-	0.400354	-2.329173	0.0232
IP	23.81688	6.901525	3.450959	0.0010
RIM	5.768813	2.413807	2.389923	0.0200
R-squared	0.528211	Durbin-Watson stat	0.446874	
F-statistic	11.38249	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

استنادا للجدول رقم (4-12) أعلاه، نلاحظ ما يلي:

- قدمت لنا العلاقة التوازنية طويلة الأجل نتائج جيدة على العموم مع التباين في درجة الأهمية من متغير إلى آخر، فكل المتغيرات المفسرة معنوية.

- معامل التحديد (R^2=0.53)، وهذا ما يدل على أن النموذج يفسر 53% من العلاقة الموجودة ما بين المتغير التابع (Index) الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الحرة، والمتغيرات المفسرة المستخدمة في النموذج، بمعنى أن القوة التفسيرية للنموذج المقدر بينت أن (53%) من التغيرات الحاصلة لعوائد الأسهم تفسر بواسطة المتغيرات الاقتصادية المستقلة والتي تضم الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI)،

[1] أنظر الملحق رقم (06).

سعر إعادة الخصم (RDR)، العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2)، الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP)، تحويلات العاملين (RIM)، بينما (47%) من التغيرات الطارئة على المتغير التابع ترجع إلى متغيرات أخرى مؤثرة و لكن لم تدخل في إطار النموذج؛ والتي تقع ضمن المتغير العشوائي.

- **المشاكل الإحصائية في التحليل:**

مشكلة الارتباط الذاتي أو المتسلسل (Autocorrelation or Serial Correlation): من المشاكل الإحصائية التي تواجه عملية تحليل البيانات باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) هي وجود علاقة ذات ارتباط معنوي ما بين بيانات السلسلة الزمنية للمتغيرات المستقلة بسبب ارتباط البيانات والمعلومات المتعلقة بالمتغيرات عبر الفترة الزمنية المدروسة، مما يجعل الاختبارات الإحصائية غير كفؤة في قياس درجة الدلالة الإحصائية للنموذج.

وقد تم استخدام اختبار داربين واتسون (Durbin-Watson) لقياس درجة الارتباط المتسلسل في بيانات السلاسل الزمنية حيث بلغت قيمة الاختبار ($DW = 0.44$) مما يعني وجود ارتباط ذاتي موجب لعنصر الخطأ، بالإضافة إلى اختبار مضاعف لاجرانج(The Lagrange Multiplier (LM)[1] للكشف عن الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام برنامج Eviews8.

2-2- طريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كليا (FMOLS):

تم إجراء تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لكن هذه الطريقة لم تعطي نتائج دقيقة وموثوقة لوجود بعض المشاكل القياسية في النموذج متمثلة في مشكلة الارتباط الذاتي بشكل أساسي، الأمر الذي أدى إلى استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كليا (FMOLS)،[2] التي تعمل على تصحيح عدم تحقق شروط الطريقة العادية للخروج بتقدير أمثل لانحدار التكامل المشترك، والتي تعالج مشكلة الاعتماد المتداخل بين معظم السلاسل الزمنية التي تؤدي إلى حدوث ارتباط ذاتي، حيث تم إجراء عملية التقدير مع إدخال جميع متغيرات النموذج في برنامج Eviews وكانت النتائج حسب ما يوضحه الجدول التالي:

[1] أنظر الملحق رقم (07).

[2] أنظر الملحق رقم (08).

الجدول رقم(4-13): نتائج تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية المدروسة على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة (2016Q4-2000Q1) - باستخدام طريقة FMOLS-

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t-Statistic	المعنوية Prob
C	956.7789	2124.802	0.450291	0.6541
CPI	93.55256-	46.40652	2.015936-	0.0483
RDR	111.8139	93.64443	1.194027	0.2372
M2	0.301173	0.115391	2.610024	0.0114
GDP	1.064457-	0.496782	2.142706-	0.0362
IP	23.29478	8.557851	2.722036	0.0085
RIM	8.815660	3.069428	2.872085	0.0056
$R^2 = 0.49$; Adj $R^2 = 0.44$				

المصدر: من إعداد الباحثة بناءا على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن:

- الصيغة الرياضية للنموذج المقدر تبين أن مختلف معاملات العوامل المستقلة غير معدومة، وبالتالي كل العوامل المستقلة المدرجة في النموذج تفسر نظريا التغير في عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان جنبا إلى جنب مع متغيرات أخرى بسبب اختلاف الحد الثابت عن الصفر.

- من الملاحظ أيضا أن جميع المتغيرات معنوية و ذو دلالة إحصائية، باستثناء سعر إعادة الخصم (RDR)، وهذا دلالة على أن النموذج معنوي ويفسر جزء كبير من البيانات المتاحة.

- معامل التحديد (مربع معامل الارتباط) R-squared والذي يحدد مدى تغيرات المتغير التابع والتي تفسرها المتغيرات المستقلة قدرت قيمته R-squared=0.487962 حيث تعكس هذه النسبة القدرة التفسيرية للنموذج، وتبين أثر المتغيرات المستقلة ومساهمتها في تحديد وتفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، مما يعني أن المتغيرات المستقلة المذكورة في النموذج تفسر 49% من التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم في بورصة عمان، أما النسبة غير المفسرة 51% ترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى يمكن إدخالها في النموذج وترجع هنا إلى المتغير العشوائي(u).

– حسب البرنامج الإحصائي المستخدم Eviews يلاحظ أن اختبارات الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي غير موجودة وغير صالحة الاستخدام حيث سقطت نتيجة استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كليا.

وبناءا على النتائج السابقة تصبح معادلة النموذج المقدر كالتالي:

$$Index = 956.78 - 93.55\ CPI_t + 111.81\ RDR_t + 0.30\ M2_t - 1.06\ GDP_t + 23.29\ IP_t + 8.81\ RIM_t + ut \quad \ldots\ldots\ldots(2)$$

وعليه فقد بينت نتائج الجدول رقم (4–13) تقدير معلمات النموذج المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا(FMOLS)، كما لخصت لنا المعادلة (2) معاملات المتغيرات المستقلة المستخرجة من الجدول الذي أظهر أن هناك:

– أثر ذو دلالة إحصائية للرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) على المتغير التابع محل الدراسة (Prob=0.04) عند مستوى دلالة 5% خلال فترة الدراسة المحددة ما بين (2016Q4-2000Q1)، ويبين معامل الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) ذو الإشارة السالبة أن هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل (CPI)، والمتغير التابع في الأجل الطويل حيث أن ارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلك – التضخم– بمقدار (1%) سيؤدي إلى انخفاض الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الحرة (عوائد الأسهم) بمقدار (93.55%) خلال فترة الدراسة، وتعتبر هذه المرونة عالية جدا.

– يتبين من الجدول رقم (4–13) أعلاه أن العلاقة طردية بين التغير في معدل سعر إعادة الخصم والتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم خلال الفترة 2000–2016، وبما أن قيمة (Prob=0.23) للمتغير RDR؛ فهذا يعني أن التغير في سعر إعادة الخصم لا يفسر التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم خلال الفترة المدروسة، معناه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير سعر إعادة الخصم (RDR) المعبر عن – سعر الفائدة–، على الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة الحرة (عوائد الأسهم) عند مستوى دلالة 5% .

– إشارة معامل العرض النقدي بالمعنى الواسع موجبة وتدل على وجود علاقة إيجابية بين (M2) وعوائد الأسهم، وهي دالة إحصائيا عند مستوى دلالة 5%، حيث بلغت قيمة الدلالة Prob (0.01) مما يعني أن العرض النقدي (M2) يفسر التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، وبما أن العلاقة هنا طردية فإن ارتفاع العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2) بمقدار

(1%) سيؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بمقدار (0.30%)، وانخفاض المعروض النقدي بمقدار (1%) سيؤدي إلى انخفاض العوائد بمقدار (0.30%).

– وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الناتج المحلي الإجمالي (GDP) على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة المعنوية Prob (0.03)، وهي دالة إحصائيا عند مستوى دلالة 5%، كما يبين معامل مرونة الناتج المحلي الإجمالي (GDP) السالب أن العلاقة بينهما عكسية حيث أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بمقدار (1%) سيؤدي إلى انخفاض الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الحرة (عوائد الأسهم) بمقدار (1.06%).

– وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP) على عوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة المعنوية Prob نسبة (0.008)، وهي دالة إحصائيا عند مستوى دلالة 1%، كما يبين معامل مرونة المتغير التابع (IP) ذو الإشارة الموجبة أن هناك علاقة طردية بين الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي وعوائد الأسهم في الأردن حيث أن ارتفاع الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP) بمقدار (1%) سيؤدي إلى ارتفاع الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الحرة (عوائد الأسهم) بمقدار (23.29%) وهي مرونة مرتفعة.

– وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير تحويلات العاملين (RIM)، على الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الحرة (عوائد الأسهم) عند مستوى دلالة 5% حيث بلغت قيمة المعنوية Prob (0.005)، والعلاقة بينهما علاقة طردية حيث أن ارتفاع تحويلات العاملين في الأردن بمقدار (1%) سيؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم ببورصة عمان بمقدار (8.81%).

3_ تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) واختبار صلاحيته:

بعد الحصول على العلاقة طويلة الأجل وفقا لنموذج التكامل المشترك، يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM كثاني خطوة حسب منهجية انجل وجرنجر، والذي يتميز بكونه يلتقط ديناميكية المدى القصير (علاقة قصيرة الأجل) بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، بالإضافة إلى أنه يقيس سرعة التعديل لإعادة التوازن في النموذج .

3-1-تقدير العلاقة التوازنية قصيرة الأجل

بناءا على تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) نقوم بإدخال البواقي المقدرة في نموذج انحدار المدى الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، فنحصل بعد أخذ الفروق الأولى على مرونات (معاملات) العلاقة التوازنية قصيرة المدى،[1] كما يظهره الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-14): نتائج تقدير العلاقة التوازنية قصيرة الأجل

المتغيرات	المعاملات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	tالمحسوبة t-Statistic	المعنوية Prob
C	5.180547-	79.73040	0.064976-	0.9484
D(CPI)	56.47543-	25.49018	2.215576	0.0308
D(RDR)	57.90774	71.86313	0.805806	0.4238
D(M2)	0.042061	0.101357	0.414977	0.6797
D(GDP)	0.376187-	0.116602	3.226248-	0.0021
D(IP)	2.912234	2.376282	1.225542	0.2255
D(RIM)	2.123864	0.737019	2.881693	0.0056
U(-1)	0.181000-	0.095662	1.892078-	0.0637
R-squared	0.458326	Durbin-Watson stat		1.847958
F-statistic	5.922902	Prob(F-statistic)		0.000017

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

على ضوء نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ في الجدول رقم (4-14) نجد أن معامل حد تصحيح الخطأ U(-1) معنوي عند مستوى 10% مع الإشارة السالبة المتوقعة وتعتبر هذه النتيجة كدعم على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، كما تعكس هذه المعلمة سرعة تكيف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير إلى وضع التوازن طويل الأجل حيث تشير قيمة معامل حد تصحيح الخطأ (-0.181) إلى أن عوائد الأسهم كمتغير تابع يتعدل أو يصحح نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية (ربع سنة) بنسبة 0.18% من اختلال التوازن المتبقي من الفترة (t-1)، أي أنه عندما تنحرف عوائد الأسهم خلال الفترة القصيرة (t-1)عن قيمتها التوازنية في المدى الطويل، فإنه يتم تصحيح ما يعادل 0.18% من هذا الانحراف في الفترة (t)، حيث أنه إذا حصل انحراف في الأجل القصير عن

[1] أنظر الملحق رقم (09).

العلاقة التوازنية طويلة الأجل فإن هذا الانحراف سيصحح بنسبة 0.18% خلال ثلاثة أشهر أي خلال ربع سنة في الفترة الزمنية المدروسة 2000-2016.

كما يلاحظ من خلال النتائج المدونة في الجدول أعلاه أن:

- إشارات المعلمات المقدرة حسب نموذج تصحيح الخطأ جاءت متوافقة ونتائج الفترة طويل الأجل فبالنسبة لكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك والناتج المحلي الإجمالي جاءت إشارة معلماتها سالبة أي بعلاقة عكسية مع المتغير التابع عوائد الأسهم، أما باقي المتغيرات جاءت إشارة معلماتها موجبة أي بعلاقة طردية مع المتغير التابع.

- بعض المتغيرات ليس لها أثر في الأجل القصير، ويقتصر تأثيرها على المدى الطويل فقط فالعرض النقدي بالمعنى الواسع، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، غير معنويين أي لا وجود لأثر كل منهما على عوائد الأسهم في المدى القريب على عكس المدى الطويل.

- للرقم القياسي لأسعار المستهلك دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بمعنوية 0.03 في الأجل القصير وبعلاقة عكسية فارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلك بمقدار 1% سيؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بمقدار 56.47% وانخفاضه بمقدار 1% سيؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم ببورصة عمان بنفس المقدار السابق على المدى القصير. كذلك الناتج المحلي الإجمالي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% بمعنوية 0.002 في الأجل القصير وبعلاقة عكسية بمعنى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 1% سيؤدي إلى انخفاض الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الحرة (عوائد الأسهم) بمقدار 0.37%. إلا أن العلاقة طردية بين تحويلات العاملين وعوائد الأسهم الذي تبين أنه معنوي هو الآخر على المدى القصير، حيث ارتفاع تحويلات العاملين بمقدار 1% سيؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم ببورصة عمان بمقدار 2.12% وانخفاضها بمقدار 1% سيؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم ببورصة عمان بنفس المقدار 2.12% في الأجل القصير.

3-2- اختبار صلاحية النموذج:

من أهم الاختبارات القياسية للتحقق من شروط طريقة التقدير نجد: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء، اختبار اكتشاف عدم ثبات تباين حد الخطأ، اختبار توصيف النموذج، اختبار الامتداد الخطي، تشخيص البواقي، اختبار استقرارية المعلمات، وبهدف التحقق من صلاحية وجودة النموذج المقدر للعلاقة

التوازنية قصيرة الأجل، والتوصل إلى نتائج يمكن الاعتماد عليها، تم إجراء الاختبارات اللازمة[1] وهي على النحو التالي:

3-2-1- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (اختبار LM):

سنقوم باختبار شرط استقلال حدود الخطأ والكشف عن عدم وجود ارتباط ذاتي من خلال اختبار دالة لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي (Multiplier Test f Residual.Lagrange)، وتحليل دالة الارتباط الذاتي كما هو موضح في الجدول (4-15) والشكل (4-18) أسفله.

الجدول رقم (4-15): نتائج اختبار LM للارتباط الذاتي للأخطاء

اختبار الفرضيات	Prob(F)	Prob chi-square	F-statistic	R-square
H_0: وجود ارتباط ذاتي H_1:عدم وجود ارتباط ذاتي	0.5770	0.5193	0.555611	1.310612

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

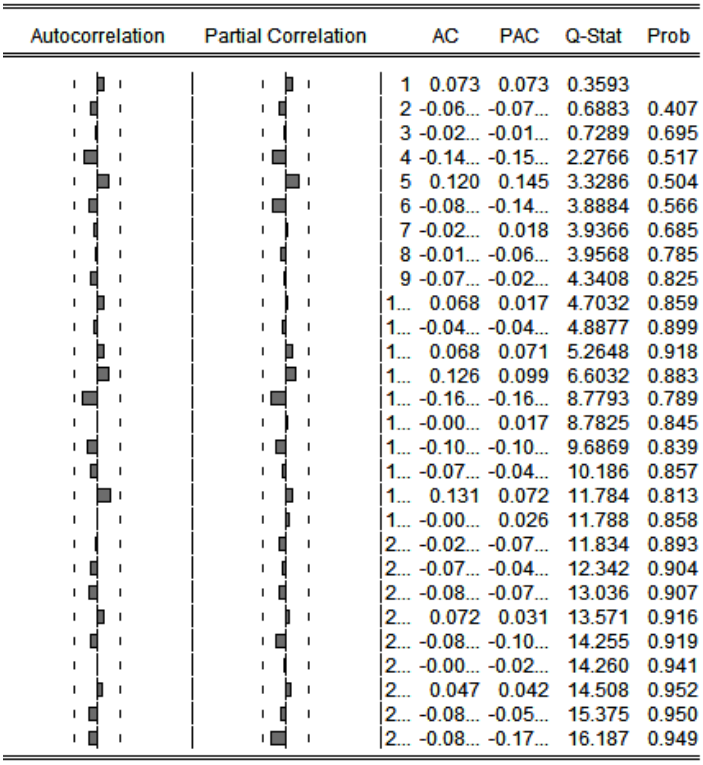
من خلال الجدول رقم (4-15) أعلاه نلاحظ أن Prob(F)= 0.5770، وهي قيمة أكبر من القيمة الحرجة 0.05 ومنه نرفض الفرضية الصفرية H_0: وجود ارتباط ذاتي، ونقبل الفرضية العدمية H_1، بمعنى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في سلسلة البواقي.

والشكل الموالي يؤكد انعدام وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء في معادلة التقدير:

[1] أنظر الملحق رقم (10).

الشكل رقم(4-18): دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج

Date: 09/15/18 Time: 22:48
Sample: 2000Q4 2016Q4
Included observations: 65
Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term(s)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.073	0.073	0.3593	
		2	-0.06...	-0.07...	0.6883	0.407
		3	-0.02...	-0.01...	0.7289	0.695
		4	-0.14...	-0.15...	2.2766	0.517
		5	0.120	0.145	3.3286	0.504
		6	-0.08...	-0.14...	3.8884	0.566
		7	-0.02...	0.018	3.9366	0.685
		8	-0.01...	-0.06...	3.9568	0.785
		9	-0.07...	-0.02...	4.3408	0.825
		1...	0.068	0.017	4.7032	0.859
		1...	-0.04...	-0.04...	4.8877	0.899
		1...	0.068	0.071	5.2648	0.918
		1...	0.126	0.099	6.6032	0.883
		1...	-0.16...	-0.16...	8.7793	0.789
		1...	-0.00...	0.017	8.7825	0.845
		1...	-0.10...	-0.10...	9.6869	0.839
		1...	-0.07...	-0.04...	10.186	0.857
		1...	0.131	0.072	11.784	0.813
		1...	-0.00...	0.026	11.788	0.858
		2...	-0.02...	-0.07...	11.834	0.893
		2...	-0.07...	-0.04...	12.342	0.904
		2...	-0.08...	-0.07...	13.036	0.907
		2...	0.072	0.031	13.571	0.916
		2...	-0.08...	-0.10...	14.255	0.919
		2...	-0.00...	-0.02...	14.260	0.941
		2...	0.047	0.042	14.508	0.952
		2...	-0.08...	-0.05...	15.375	0.950
		2...	-0.08...	-0.17...	16.187	0.949

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews8.

يلاحظ من خلال نتائج تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج في الشكل (4-18) أعلاه، أن كل قيم دالة الارتباط تتواجد داخل مجال الثقة ولا يلاحظ وجود أية نتوءات، كما أن قيمة Prob أكبر من 5%، (P>0.05)، وهو ما يؤكد غياب مشكلة الارتباط الذاتي.

3-2-2- اختبار ثبات تباين حد الخطأ(أثر ARCH):

للكشف عن خلو النموذج المقدر من مشكلة عدم ثبات التباين كأحد المشاكل القياسية للتحقق من صلاحية النموذج المقدر سنقوم باختبار أثر ARCH (Heteroskedasticity Test ARCH)، وبالاعتماد على برنامج Eviews نحصل على النتائج الموضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم(4-16): نتائج اختبار أثر ARCH لنموذج العلاقة التوازنية طويلة الأجل

اختبار الفرضيات	Prob(F)	Prob chi-square	F-statistic	R-square
H_0: ثبات تباين حد الخطأ العشوائي H_1: عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي	0.2416	0.2349	1.397720	1.410999

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

من خلال الجدول رقم (4-16) أعلاه نلاحظ أن Prob(F)= 0.2416 وهي قيمة أكبر من مستوى معنوية 5%، ومنه نقبل الفرضية الصفرية H_0: ثبات تباين حد الخطأ العشوائي (لا يوجد أثر ARCH)، وعدم وجود تأثير لARCH في سلسلة البواقي يعني عدم وجود اختلاف في التباين وأن النموذج هو نموذج كفؤ.

3-2-3- اختبار وصف النموذج (Ramsey test):

يفيدنا اختبار توصيف النموذج Ramsey test أو ما يعرف باختبار Reset test فيما إذا كان النموذج المقترح قد تم وصفه بشكل جيد (الشكل الرياضي، عدد وطبيعة المتغيرات المستقلة، الارتباط بين المتغيرات المستقلة وحد الخطأ...) والجدول رقم (4-17) يوضح نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم(4-17): نتائج اختبار توصيف نموذج العلاقة التوازنية قصيرة الأجل (Ramsey test)

الاختبارات	t-statistic	F-statistic	LIKelihood ratio
قيمة الاحتمال (Probability)	0.8826	0.8826	0.8719

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من خلال الجدول (4-17) أن القيمة الاحتمالية لفيشر F-statistic تساوي 0.8826، وهي أكبر من القيم الحرجة 0.05. بالتالي نقبل فرض العدم بأن النموذج موصف بشكل جيد أي ملاءمة الصيغة الخطية لبيانات الدراسة.

من خلال ما سبق يمكن القول أن نموذج العلاقة التوازنية قصيرة الأجل قد اجتاز الاختبارات القياسية للتحقق من صلاحية وجودة النموذج المقدر، وعليه نستنتج أن النموذج كفؤ وصالح ويمكن الاعتماد على النتائج المتوصل إليها من خلاله.

المبحث الثالث: مناقشة النتائج واختبار فرضيات الدراسة

بعد الإلمام بجميع جوانب الموضوع المسطرة، والخروج بنتائج الاختبارات المختارة نأتي إلى مناقشة النتائج المتوصل إليها من خلال اختبار فرضيات الدراسة، وعرض ملخص للنتائج.

المطلب الأول: ملخص نتائج اختبارات الدراسة القياسية

لقد تمكنا من خلال تحليل العلاقة الديناميكية والبحث عن أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2000-2016 من التوصل إلى تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل والعلاقة قصيرة الأجل وذلك وفق منهجية أنجل وجرنجر ذات المعادلة الواحدة، والمرحلتين للتكامل المشترك، وما بقي لنا إلا أن نقدم ملخصا عن محتوى نموذج كل علاقة انطلاقا من المعالم المقدرة.

أولا: مقارنة نتائج الانحدار الخطي البسيط مع نتائج العلاقة التوازنية طويلة الأجل

عند القيام بتقدير العلاقة الخطية للبحث عن أثر كل متغير مستقل على حدى على عوائد الأسهم في بورصة عمان من خلال معادلة الانحدار البسيط تحصلنا على نتائج اختلفت تماما ونتائج تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل في النموذج الذي جمع بين جميع المتغيرات الاقتصادية المختارة؛ حيث كانت نتائجه كما يلي:

- المتغير المستقل (RDR) معنوي ودال إحصائيا عند مستوى 1% من خلال نموذج الانحدار البسيط أي أن هناك أثر لسعر الفائدة (سعر إعادة الخصم) على عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، والعلاقة بين سعر إعادة الخصم وعوائد الأسهم هنا هي علاقة طردية بمرونة جد عالية ومنطقية تتلاءم مع النظرية الاقتصادية، وتخالف نتائج ما توصلنا إليه من خلال تقدير العلاقة طويلة الأجل حسب النموذج المقدر في المعادلة رقم (1).

- بخلاف ذلك فإن المتغيرات المفسرة (CPI)، (M2)، (GDP) غير معنوية، وغير دالة إحصائيا عند مستوى دلالة5%، مما يفسر عدم وجود أثر للتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك، عرض النقود بالمعنى الواسع، والناتج المحلي الإجمالي على المتغير التابع عوائد الأسهم في بورصة عمان من خلال

تحليل معادلة الانحدار الخطي البسيط وهي نتائج مخالفة لما نصت عليه النظرية الاقتصادية وأدب الفكر الاقتصادي، ومخالفة لما توصلنا إليه في الدراسة القياسية من خلال تحليل وقياس العلاقة طويلة الأجل حسب نموذج الانحدار المقدر في المعادلة رقم (1).

بناء على هذا يمكن القول أنه لا يمكن الأخذ بنتائج الانحدار الخطي البسيط، حيث لا يمكن دراسة عامل واحد فقط من العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم في معزل عن باقي العوامل الأخرى لإيجاد علاقة جدية ومعبرة، بل يجب استخدام نموذج مقدر يجمع على الأقل بين ثلاثة متغيرات، ليضمن دقة الاستدلال وزيادة القدرة التفسيرية للعوامل المختارة عند تمثيل العلاقة بأكثر من متغير وبالتالي تحسين نتائج البحث عن طريق الاستخدام الأمثل للبيانات في إيجاد علاقات صحيحة وسببية بين متغيرات الدراسة.

ثانيا: تحليل ومناقشة نتائج تقدير العلاقة التوازنية الطويلة والقصيرة الأجل:

كشفت العلاقة التوازنية طويلة الأجل عن وجود أثر لكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، عرض النقود بالمعنى الواسع، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين على عوائد الأسهم، بعلاقة :

- عكسية طويلة الأجل بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة في الرقم القياسي لأسعار المستهلك بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بمقدار 93.55 وحدة ؛
- طردية طويلة الأجل بين عرض النقود بالمعنى الواسع وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة في عرض النقود بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بمقدار 0.30 وحدة ؛
- عكسية طويلة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بمقدار 1.06 وحدة ؛
- طردية طويلة الأجل بين الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة في الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بمقدار 23.29 وحدة ؛
- طردية طويلة الأجل بين تحويلات العاملين وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة في قيمة التحويلات بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بمقدار 8.81 وحدة ؛

كما كشفت العلاقة التوازنية قصيرة الأجل عن وجود أثر لكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، الناتج المحلي الإجمالي، تحويلات العاملين على عوائد الأسهم، بعلاقة :

- عكسية قصيرة الأجل بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة بوحدة واحدة للرقم القياسي لأسعار المستهلك من الفترة t−1 إلى الفترة t (خلال ربع سنة) تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بمقدار 56.47 وحدة ؛
- عكسية قصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بمقدار 0.37 وحدة ؛
- طردية قصيرة الأجل بين تحويلات العاملين وعوائد الأسهم حيث أن كل زيادة في قيمة التحويلات بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بمقدار 2.12 وحدة ؛

وبصفة عامة يمكن القول أن عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 2000−2016 تتأثر بالرقم القياسي لأسعار المستهلك و الناتج المحلي الإجمالي و تحويلات العاملين سواء في الأجل القصير أو في الأجل الطويل وبنفس العلاقة، إلا أنها تتأثر بالعرض النقدي بالمعنى الواسع والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي في الأجل الطويل فقط، بينما لا تتأثر عوائد الأسهم بالمتغير المفسر سعر إعادة الخصم لا في العلاقة التوازنية طويلة الأجل ولا في العلاقة التوازنية قصيرة الأجل في دراستنا هذه.

المطلب الثاني: ربط نتائج الدراسة بالفرضيات

بعد القيام بمختلف الإجراءات التطبيقية للدراسة والحصول على النتائج سوف نقوم في هذا الجزء من الدراسة بمقارنة الفرضيات مع نتائج الدراسة القياسية، حيث نركز على مدى قبول أو رفض فرضيات الدراسة التي تم تحديدها، ومدى تطابق النتائج المتوصل إليها مع النظريات الاقتصادية، والمدارس الفكرية، حيث نتطرق هنا إلى الفرضيات المتعلقة بالجانب التطبيقي.

أولا: الفرضية الرئيسية: يمكن بناء نموذج يعكس العلاقة التوازنية الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم.

بعد اختبار علاقة التكامل المشترك حسب طريقة أنجل وجرنجر استطعنا تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل، العلاقة التوازنية قصيرة الأجل، وتم قبول نموذج كل علاقة من الناحية الإحصائية والقياسية والاقتصادية، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرئيسية.

ثانيا: الفرضية الفرعية الأولى

نصت الفرضية الأولى للدراسة على وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتضخم على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

سجلنا من خلال عرض نتائج قياس العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS)، علاقة سالبة قوية على المدى طويل الأجل في بورصة عمان للمتغير المفسر الرقم القياسي لأسعار المستهلك وعوائد الأسهم من خلال معادلة التكامل المشترك فقد أظهرت النتائج وجود معنوية إحصائية قدرت ب(0.04) لأثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان والنتائج التي توصلت لها دراستنا هذه تتوافق مع فرضية هذه الدراسة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للتضخم على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، حيث أن ارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلك – التضخم- بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بمقدار 93.55 وحدة خلال فترة الدراسة، وتعتبر هذه المرونة عالية جدا، وأثرها جد قوي. كما تطابقت هذه النتائج تماما مع نتائج دراسة Fama الذي أكد من خلال أعماله على وجود علاقة عكسية قوية بين التضخم وعوائد الأسهم، أساسها أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الاقتصادية الحقيقية (النشاط الاقتصادي) هذه الأخيرة التي ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية أيضا.

كما يمكن تفسير هذا الأثر العكسي للرقم القياسي لأسعار المستهلك المعبر عن التضخم في الاقتصاد الأردني على عوائد الأسهم في بورصة عمان إلى كون ارتفاع التضخم يؤثر في معدل العائد الحقيقي على رأس المال بالانخفاض، حيث تزيد أرباح الشركات بنسبة أقل من ارتفاع الأسعار، ويؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم ومنه عوائدها، وهذا يدخل في إطار فرضية تأثير الضريبة أيضا فارتفاع الأسعار نتيجة التضخم يخفض من أرباح الشركات نتيجة فرض ضريبة إضافية ترفع من الأرباح الخاضعة للضريبة مما يؤثر على توزيعات الأرباح لحملة الأسهم وانخفاض أسعار وعوائد هذه الأخيرة.

ثالثا: الفرضية الفرعية الثانية

نصت الفرضية الثانية للدراسة على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسعر إعادة الخصم على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

سجلنا من خلال عرض نتائج قياس العلاقة طويلة الأجل بغرض إيجاد أثر المتغيرات المفسرة قيد الدراسة على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة 2000-2016 عدم معنوية سعر إعادة الخصم عند مستوى دلالة 5%، حيث قدرت معنويته (Prob=0.23)، هذا ما يدل على أن التغير في سعر إعادة الخصم لا يفسر التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2016 في بورصة عمان، وهي نتيجة لا تتوافق مع فرضية هذه الدراسة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لسعر

إعادة الخصم على عوائد الأسهم، كما لا تتوافق مع نتائج الدراسات التي أقرت بمعنوية سعر الفائدة والعلاقة العكسية بينه وبين أسعار وعوائد الأسهم وفسرت آلية ذلك في كون الزيادة في أسعار الفائدة المحددة من قبل البنك المركزي ستؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض الربحية، مما يؤدي إلى استجابة سلبية لسوق الأوراق المالية ولأسعار الأسهم كما أن ارتفاع سعر الفائدة سيؤدي إلى اتجاه المستثمرين للإيداع وقلة التوجه للقروض والاستثمار مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار والعوائد، وهذا ما يعكس العلاقة العكسية بين سعر الفائدة وعوائد الأسهم، ولكن هذه الاستجابة لم تحدث؛ مما يعني أن التغير في سعر إعادة الخصم ليس له تأثير ولا أية قوة تفسيرية على أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة حسب النتائج المتوصل إليها، وقد يكون سبب ذلك هو وجود عائد على الاستثمار في الأسهم يفوق الزيادة في سعر الفائدة. وعليه نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرض البديل بعدم وجود علاقة وأثر ذو دلالة إحصائية للمتغير (RDR) على عوائد الأسهم.

رابعا: الفرضية الفرعية الثالثة

نصت هذه الفرضية على وجود أثر ذو دلالة إحصائية للعرض النقدي بالمعنى الواسع على عوائد أسهم بورصة عمان.

وقد أشارت النتائج المتوصل إليها إلى كون العرض النقدي بالمعنى الواسع من أكثر المتغيرات الاقتصادية معنوية وتأثيرا من بين المتغيرات المدروسة على عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال فترة الدراسة في العلاقة طويلة المدى، حيث بلغت قيمة الدلالة Prob (t-statistic)=0.01 وهي معنوية عند 1% وبعلاقة طردية إذ أن ارتفاع العرض النقدي بالمعنى الواسع (M2) بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بمقدار 0.30 وحدة، فالعرض النقدي (M2) له القدرة على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، وهي نتيجة تتوافق مع فرضية هذه الدراسة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للعرض النقدي بالمعنى الواسع على عوائد أسهم بورصة عمان، كما جاءت نتيجة العلاقة الطردية موافقة لما نص عليه بعض الاقتصاديين أمثال فريدمان وشوارتز وعكس ما نص عليه الكينزيون الذين أقروا بالعلاقة العكسية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم.

نفسر العلاقة الطردية بين عرض النقود والأسهم بناءا على ما نص عليه أدب الفكر الاقتصادي من خلال التأثير المباشر للزيادة في المعروض النقدي على أسعار الأسهم، فعند قيام البنك المركزي الأردني بضخ السيولة في الاقتصاد (مع ثبات الطلب على النقود) ترتفع كمية النقود المعروضة فيرتفع مستوى المعيشة في دولة الأردن حيث يوجه المستثمرون في هذه الحالة فائض السيولة لديهم لتعديل

محفظتهم الاستثمارية اتجاه الأصول الأقل سيولة ومنها الأسهم؛ فيزيد الطلب عليها – مع ثبات عرضها في الأمد القصير–، فيتولد ارتفاعا في حجم تداولها ينعكس إيجابا على أسعارها فترتفع قيمتها وتزيد عوائدها، وهو ما يفسر العلاقة الطردية بين (M2) وعوائد الأسهم في بورصة عمان خلال فترة الدراسة الممتدة ما بين 2000–2016، وعليه نقبل الفرضية العدمية القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية في هذه الحالة.

خامسا: الفرضية الفرعية الرابعة

وجود أثر ذو دلالة إحصائية للناتج المحلي الإجمالي على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

توصلت الدراسة من خلال قياس العلاقة طويلة الأجل إلى وجود أثر معنوي وذو دلالة إحصائية للناتج المحلي الإجمالي على عوائد الأسهم عند مستوى 5%، هذا ما يدل على أن التغير في الناتج المحلي الإجمالي يفسر التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2016 في بورصة عمان، كما بينت النتائج أن معامل المرونة للمتغير المفسر(GDP) سالب، مما يعني أن العلاقة هنا عكسية حيث أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بمقدار 1.06، وهي نتيجة تتوافق مع فرضية هذه الدراسة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للناتج المحلي الإجمالي على الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة الحرة في بورصة عمان، ولكن تختلف مع الاتجاه الاقتصادي المفسر للعلاقة الطردية بين النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي) والأسهم الذي يبرر اتجاهه من خلال انعكاس مستوى النشاط الاقتصادي في حالة الازدهار بزيادة الطلب على السلع والخدمات ومنه زيادة في المبيعات والأرباح الذي ينعكس مباشرة في زيادة الطلب على الأسهم بعد ارتفاع أرباحها، كما يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الموجبة بين النشاط الاقتصادي وارتفاع أسعار وعوائد الأسهم من خلال زيادة دخول الأفراد وبالتالي زيادة الطلب على الأموال لأغراض عدة منها شراء الأسهم مما يرفع أسعارها ويؤدي إلى تحسين مؤشرات البورصة.

ومن وجهة نظرنا يمكن أن يكون لزيادة الناتج المحلي الإجمالي أثر سلبي على أسعار وعوائد الأسهم كما حصل في دراستنا هذه لأن الزيادة غير المتوقعة في الناتج المحلي الإجمالي صحيح أنها تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها، ولكن إذا أدت الزيادة المتوقعة في الناتج المحلي إلى زيادة العرض النقدي وبالتالي زيادة معدلات التضخم فإن ذلك سوف يؤثر سلبا على أسعار وعوائد الأسهم نتيجة للارتفاع الجامح للتضخم. كما قد يكون زيادة حجم

الناتج المحلي الإجمالي ناتج عن زيادة قيمة سلع معينة وانخفاض قيمة السلع الأولية، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع المنتجة ومنه انخفاض عوائد أسهم هذه الشركات المنتجة والمدرجة في البورصة.

سادسا: الفرضية الفرعية الخامسة

وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

دلت النتائج المتوصل إليها أن المتغير المفسر الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي يعد ثاني متغير معنوي في تأثيره على عوائد الأسهم في بورصة عمان حيث بلغت قيمة المعنوية (0.008)، وهي دالة إحصائيا عند مستوى دلالة 1%، كما يبين معامل مرونة المتغير التابع (IP) ذو الإشارة الموجبة أن هناك علاقة طردية بين الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي وعوائد الأسهم في الأردن فارتفاع الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP) بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم ب23.3 وحدة وهي مرونة مرتفعة، ومتطابقة مع الفرضية العدمية القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، كما تطابقت هذه النتيجة أيضا مع نتائج الدراسات التي توصلت إلى التأثير الإيجابي للمتغير (IP) على عوائد الأسهم، حيث يفسر هذا التأثير الإيجابي في كون الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي يعد مؤشرا لمستوى النشاط الاقتصادي فعلى الرغم من أن هذا الرقم لا يمثل سوى قطاع واحد من الاقتصاد إلا أنه مهم وديناميكي ويتأثر كثيرا بحركة الاقتصاد الكلي في الأردن وله تأثير سريع على تقلبات الدورة الاقتصادية، كما يمكن أن يكون مؤشرا قياديا للتوظيف ولمتوسط المداخيل والدخل الشخصي للأفراد، إضافة إلى أن أي نمو أو تدهور في هذا القطاع إيجابا أو سلبا ينعكس على القطاعات الأخرى، وبناءا على هذا؛ كلما ازدهر القطاع الصناعي وحدث نمو في الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي كلما زاد النشاط الاقتصادي وبالتالي تتحسن توقعات التدفقات النقدية للاستثمار وترتفع القيمة الحالية لها، ومنه تزداد الاستثمارات في الموجودات الثابتة والمالية التي من أهمها الأسهم فينعكس ذلك إيجابا على أسعارها فترتفع قيمتها وتزيد عوائدها، وهذا ما يفسر العلاقة الطردية بين الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي وعوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة المدروسة.

سابعا: الفرضية الفرعية السادسة

وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتحويلات العاملين على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

أشارت النتائج المتوصل إليها من خلال قياس العلاقة طويلة الأجل إلى معنوية متغير تحويلات العاملين الأجانب بل ويعتبر أكثر المتغيرات الاقتصادية المدروسة معنوية، وتأثيرا على عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، حيث بلغت قيمة الدلالة Prob(t-statistic)=0.005 وهي معنوية عند**1%** والعلاقة بينهما علاقة طردية فارتفاع تحويلات العاملين في الأردن بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم ببورصة عمان بمقدار 8.81 وحدة. وهي نتيجة تتوافق مع فرضية هذه الدراسة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لتحويلات العاملين على عوائد أسهم بورصة عمان ممثلة بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية ونفسر هذه العلاقة الطردية في كون تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج إلى الأردن تعتبر من المصادر المهمة التي يتغذى عليها الاحتياطي الأجنبي إلى جانب الاستثمار الأجنبي المباشر والدخل السياحي والصادرات الوطنية من السلع والخدمات والمحافظ الاستثمارية في بورصة عمان، فقد أظهرت بعض الشواهد الإحصائية تساوي درجة الارتباط بين تحويلات العاملين والاستهلاك الخاص من جهة، وتحويلات العاملين مع الاستثمار المحلي من جهة أخرى، أي توظيف هذه الموارد المتاحة في الاستثمار المحلي ومنها الاستثمارات المالية كالأسهم، كما تؤثر تحويلات العاملين على وضع الحساب الجاري وميزان المدفوعات فهناك اعتماد واضح عليها في تدعيم ميزان المدفوعات، لكن مشكلة هذه التحويلات أنها تتأثر بالأوضاع الاقتصادية للدول المحيطة بالأردن. كما تؤثر تحويلات العاملين أيضا على النمو الاقتصادي الذي بدوره يشجع على استثمار هذه الموارد في الموجودات الثابتة والمالية التي من أهمها الأسهم فترتفع أسعارها وعوائدها، وبالتالي فإن أي تغير في تحويلات العاملين بالزيادة يتوقع من ورائه أثر إيجابي ومباشر على عوائد الأسهم من خلال زيادة الطلب عليها بسبب ارتفاع قيمة التحويلات وبالتالي الإقبال على الاستثمار بالأسهم، وهو ما يفسر العلاقة الطردية بين تحويلات العاملين في الاقتصاد الأردني وعوائد الأسهم في بورصة عمان.

خلاصة الفصل:

قمنا في هذا الفصل التطبيقي من خلال الدراسة القياسية بمجموعة اختبارات ساعدتنا في اختبار فرضيات الدراسة والتوصل إلى نتائج مهمة، وقد كانت الانطلاقة في المبحث الأول بإجراء اختبار الانحدار الخطي البسيط لدراسة أثر كل متغير على حدى والتي أظهرت نتائج مخالفة ومغايرة في مجملها عن نتائج اختبار العلاقة التوازنية طويلة الأجل للنموذج المقدر وعما نصت عليه النظريات الاقتصادية وأدب الفكر الاقتصادي والبحوث الدراسية، لذلك لا يمكن الأخذ بنتائج الانحدار الخطي البسيط لأنه لا يمكننا دراسة عامل واحد فقط من العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم في معزل عن باقي العوامل الأخرى لإيجاد علاقة جدية وأثر واضح على عوائد الأسهم.

كما توصلنا من خلال اختبار ديكي فولر لاستقرارية السلاسل الزمنية أن السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة ومؤشر عوائد الأسهم في بورصة عمان لا تتصف بالسكون عند المستوى، واحتاجت إلى أخذ الفروق حيث استقرت عند أخذ الفرق الأول لها، بالتالي فهي متكاملة من الدرجة الأولى.

وقد كشف اختبار أنجل وجرنجر للتكامل المشترك بين المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة وعوائد الأسهم عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين عوائد أسهم بورصة عمان وكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، عرض النقود بمفهومه الواسع، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، تحويلات العاملين، وكشف نموذج تصحيح الخطأ عن وجود علاقة توازن قصيرة الأجل بين عوائد أسهم بورصة عمان وكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك، الناتج المحلي الإجمالي، تحويلات العاملين، أما كل من العرض النقدي بالمعنى الواسع، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي فقد اقتصر تأثيرهما على المدى الطويل فقط.

الخاتمة

بحثت هذه الدراسة في موضوع من الأهمية بمكان كونه سعى إلى تحديد وقياس أثر أهم العوامل الاقتصادية على الأسهم وعوائدها، فمحاولة فهم وقياس أثر العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم تعتبر قضية مهمة يتصدى لها البحث العلمي لغرض التوصل إلى النماذج الواقعية التي تحكم تأثيرات الأداء الاقتصادي العام في البلاد، ووضعية السوق المالي. على اعتبار أن دراسة وتحليل آلية التأثير والعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والأسهم تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في السوق المالي والاقتصاد الوطني؛ من أجل ذلك سعينا إلى اختبار وجود علاقة بين المتغيرات الاقتصادية الرئيسية وعوائد الأسهم في بورصة عمان، وقياس أثر هذه المتغيرات على العائد إن وجدت العلاقة، باستخدام أساليب إحصائية حديثة تتوافق مع طبيعة البيانات والعلاقة ما بين متغيرات الدراسة.

وقد تمكنا من الوصول إلى إجابات على إشكالية الدراسة والتساؤلات المطروحة من خلال محاولة الإحاطة بجميع جوانب الموضوع، عبر أربعة فصول؛ اثنان منها نظرية قدمنا فيهما الجوانب المتعلقة بالمفاهيم العامة التي يجب التعريج عليها لارتباطها بمكونات الموضوع من عموميات وتعريفات وأساسيات متعلقة بالأسهم وأنواعها، والعوامل التي يمكن أن تسهم في زيادة عوائدها أو انخفاضها، كون الأسهم تتأثر بعوامل متعددة منها المناخ الاستثماري، الاستقرار السياسي، والسياسات الاقتصادية الكلية، وفي هذا الإطار تم التوصل إلى أن هناك العديد من المدارس الفكرية والنظريات التي تدعم وجود علاقة بين الأسهم والمتغيرات الاقتصادية بعضها طردية وأخرى عكسية، ولهذا توسعت البحوث والدراسات –كما سبق أن وضحنا في الفصل الثاني– التي أجريت في شتى أنحاء العالم بهدف دراسة علاقة وأثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم، ودراستنا متممة لهذه الدراسات؛ تميزت عنها في جوانب عدة أهمها عدد المتغيرات المختارة للدراسة حيث اعتمدنا على ستة متغيرات مفسرة منها المتغيرات النقدية تمثلت في التضخم، سعر الفائدة، عرض النقود بالمفهوم الواسع، والمتغيرات المرتبطة بالنمو والنشاط الاقتصادي التي تم التعبير عنها بواسطة الناتج المحلي الإجمالي، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، إضافة إلى تحويلات العاملين كأحد عناصر ميزان المدفوعات والمرتبط بالتجارة الخارجية، كما اختلفت دراستنا أيضا عن باقي الدراسات من حيث الفترة الزمنية المدروسة الممتدة من سنة 2000 إلى

سنة 2016م بما تميزت به من أحداث وأزمات، إضافة إلى بعض الأساليب والطرق المستخدمة في الدراسة القياسية من خلال استخدامنا لطريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS).

وقد توصلنا في النهاية إلى عدة نتائج، وخرجنا بمجموعة توصيات نأمل أن نساهم من خلالها ولو بالجزء اليسير في إثراء البحث العلمي، حول تحليل وقياس أثر أهم العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم في واحدة من أهم البورصات العربية ألا وهي بورصة عمان.

النتائج المتوصل إليها:

بعد إلمامنا بكل جوانب الموضوع توصلنا في نهاية الدراسة إلى عدة نتائج نظرية وتطبيقية تمثلت فيما يلي:

النتائج النظرية:

- ✓ من خلال ما سبق تم التوصل بداية إلى أن هناك العديد من المدارس الفكرية والنظريات التي تدعم وجود العلاقة بين أسعار الأسهم من جهة، والمتغيرات الاقتصادية: معدلات التضخم، أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، العرض النقدي، النشاط الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي)، من جهة أخرى. حيث لا نجد خلاف في هذه العلاقة، لكن الجدل يبقى قائما حول ما إذا كانت هذه العلاقة طردية أم عكسية كما هو الحال في علاقة التضخم بأسعار الأسهم حسب ما ذهب كل من فيشر وفاما، أو قد يكون الخلاف في كيفية تفسير آلية انتقال الأثر حسب التفسير الكينزي، وكذا التفسير النقدي المبني على العلاقة المباشرة كما تم عرضه في حالة علاقة أسعار الأسهم بعرض النقود؛
- ✓ نظريا أيضا توصلنا إلى وجود طيف واسع من البحوث التي أجريت في شتى أنحاء العالم بهدف دراسة العلاقة بين عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية قيد الدراسة، حيث وجدنا أن البعض من هذه الدراسات قد استخدمت ذات المنهج الذي تبنته هذه الدراسة في اختبار علاقة الارتباط وقياس أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم، عبر استخدام مؤشرات أسعار الأسهم في هذه الأسواق لتعبر عن عوائد الأسهم فيها، مما يشير إلى أن دراستنا اتبعت ذات المنهج المتعارف عليه عالميا في بحث موضوع الدراسة؛
- ✓ على الرغم من تشابه المنهجيات المتبعة في الدراسات السابقة إلا أننا نجد أن هنالك تباينا حادا في تلك الأدلة المقدمة من الدول المختلفة بشأن أثر العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم والعلاقة فيما بينها، حيث اختلف هذه الأخيرة من بلد لآخر ما بين طردية وعكسية ، كما اختلفت

اتجاهات التأثير والتأثر، وكذلك الفجوات الزمنية التي تفصل بينها، وتعتبر دراستنا كمتمم لتلك الدراسات؛

- ✓ للاقتصاد واتجاهاته أهم الآثار على الأسواق المالية فكلما كانت توقعات الاقتصاد جيدة وإيجابية كلما كانت الظروف الاستثمارية والمناخ الاستثماري أكثر ملاءمة؛
- ✓ استطاعت بورصة عمان المحافظة على أدائها على الرغم من الأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في المنطقة والدول المجاورة حيث شهدت مؤشرات بورصة عمان تحسنا ملحوظا بمستويات متفاوتة خلال سنوات الدراسة؛
- ✓ أظهرت مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية في الاقتصاد الأردني خلال السنوات الماضية التي شملتها فترة الدراسة تحسنا شمل النشاط الاقتصادي وأداء القطاع النقدي وميزان المدفوعات، فقد حققت السياسة النقدية للبنك المركزي الأردني نجاحا في بلوغ أهدافها في خفض التضخم وتحسين الاستقرار النقدي، خلال الفترة الزمنية المدروسة.

النتائج التطبيقية:

جاءت نتائج الجانب القياسي لهذه الدراسة مقبولة من الناحية الإحصائية والنظرية، وقد ساهمت في توضيح أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم في بورصة عمان، وهذه أهم النتائج المتوصل إلها:

- ✓ سجلت متغيرات الدراسة اتجاها عاما متزايدا خلال أغلب سنوات البحث؛
- ✓ اختلفت نتائج الانحدار الخطي البسيط عن نتائج النموذج المقدر الذي جمع بين المتغيرات الستة المفسرة، والذي توافقت نتائجه مع أدب الفكر الاقتصادي والنظريات الاقتصادية؛
- ✓ أظهرت نتائج الارتباط بين المتغيرات وجود ارتباط قوي بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك، عرض النقود، الناتج المحلي الإجمالي وتحويلات العاملين، وهذا أمر طبيعي في أغلب الاقتصاديات؛ فقد أثبتت الكثير من الدراسات قدرة عرض النقود والناتج المحلي الإجمالي على تفسير التغيرات التي تحدث في الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن؛
- ✓ أظهر اختبار ديكي فولر الموسع لفحص استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات الدراسة، أن جميع المتغيرات غير ساكنة عند المستوى أي أنها تحتوي على جذر الوحدة في مستوياتها، وأنها

تحتاج إلى عملية أخذ الفروق لكي تستقر وتصبح ساكنة، وبعد أخذ الفروق الأولى تبين أن السلاسل الزمنية ساكنة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى (1)ا؛

- ✓ بينت نتائج اختبار التكامل المشترك لأنجل وجرنجر وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة مما يعني أنها تتحرك معا؛
- ✓ أثبتت النتائج الإحصائية أن طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا أعطت تقديرا أمثلا لانحدار التكامل المشترك؛
- ✓ أثبت اختبار التكامل المشترك للعلاقة التوازنية طويلة الأجل حسب طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا معنوية جميع المتغيرات قيد الدراسة باستثناء سعر إعادة الخصم، فقد دلت النتائج على وجود تأثير واضح ومعنوي موجب لكل من عرض النقود، الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي وتحويلات العاملين على عوائد الأسهم، وسالب لكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك والناتج المحلي الإجمالي؛
- ✓ بينت نتائج اختبار العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كليا (FMOLS) أيضا أن المتغير المفسر الأكثر معنوية وتأثيرا على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان هو تحويلات العاملين، يليه الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي، ثم عرض النقود بالمعنى الواسع، وبعدها الناتج المحلي الإجمالي وفي الأخير الرقم القياسي لأسعار المستهلك؛
- ✓ جاءت إشارات المعلمات المقدرة للعلاقة التوازنية قصيرة الأجل حسب نموذج تصحيح الخطأ متوافقة ونتائج الفترة طويل الأجل فبالنسبة لكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلك والناتج المحلي الإجمالي جاءت إشارة معلماتها سالبة أي بعلاقة عكسية مع المتغير التابع (عوائد الأسهم)، أما باقي المتغيرات جاءت إشارة معلماتها موجبة أي بعلاقة طردية مع المتغير التابع؛
- ✓ أظهرت نتائج تطبيق نموذج تصحيح الخطأ (ECM) معنوية النموذج، وخلو النموذج المقدر من المشاكل القياسية، كما قدرت سرعة تكيف النموذج بين الأجل القصير والأجل الطويل(−0.181) كل ربع سنة حسب النموذج المقدر؛
- ✓ تبين أن المتغيرين العرض النقدي بالمعنى الواسع والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي ليس لهما تأثير على عوائد الأسهم في الأجل القصير، ويقتصر تأثيرهما على المدى الطويل فقط.

التوصيات:

تسمح النتائج التي أسفرت عنها الدراسة على حد اعتقادنا بتوجيه عدة توصيات للمعنيين ومتخذي القرار والمستثمرين على مستوى البورصة، كالتالي:

- ✓ أن تحرص الحكومة على تنفيذ سياسات اقتصادية واتخاذ قرارات اقتصادية ملائمة لها القدرة في التأثير على عوائد أسهم في بورصة عمان بصورة ايجابية ؛
- ✓ ضرورة النظر في المتغيرات المرتبطة فيما بينها ومحاولة الربط بين النمو في عرض النقود والاحتياطيات النقدية بالصورة التي تتناسق مع النمو في الطلب على النقود والنمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بغرض تلافي مشكلة ارتفاع معدلات التضخم ؛
- ✓ ضرورة إيلاء البنك المركزي السياسة النقدية أهمية أكبر كونها تؤثر على أسعار وعوائد الأسهم، خصوصا أية قرارات ستمس بالكتلة النقدية التي تتعدى آثارها إلى زيادة التضخم في الاقتصاد، فقد أثبتت النتائج المتوصل إليها أهمية هذا المتغير في التأثير على عوائد الأسهم في بورصة عمان ؛
- ✓ تطبيق السياسات اللازمة للتحكم في معدل التضخم والسيطرة عليه وذلك لتأثيره السلبي على عوائد الأسهم وخاصة في الأجل الطويل ؛
- ✓ ضرورة توسيع نطاق السوق المحلي الأردني لتحفيز الصناعات الأردنية للاستفادة من وفرات الحجم الكبير، وتطوير قطاع الصناعة لما للرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي من أهمية في زيادة النشاط والنمو الاقتصادي الذي يؤثر بشكل كبير على الاستثمارات المالية وخاصة الأسهم؛
- ✓ الحرص على وجود تسهيلات أكثر على التحويلات الخارجية وذلك لأنها تدعم عجلة النمو الاقتصادي مما ينعكس إيجابيا على عوائد الأسهم وبالتالي على ازدهار الاقتصاد ككل، والعمل على تعزيز دخول التحويلات في المنظومة المصرفية الرسمية لتشكل رافعة للاستثمار المالي ؛
- ✓ زيادة التوعية لدى الأفراد وخاصة ممن يرغبون بتوجيه استثماراتهم في السوق المالي لشراء الأسهم بضرورة التفكير ليس فقط بالعائد وإنما الأخذ بعين الاعتبار أن هناك عوامل عديدة تؤثر على عائد الأسهم تستدعي الاهتمام حتى تكون عملية الاستثمار مبنية على أسس سليمة تضمن لهم عوائد أفضل أو خسائر أقل ؛

- ✓ أن تحظى نتائج هذه الدراسة باهتمام القائمين على شؤون بورصة عمان، وأن يستفيد المتعاملون في السوق من النتائج المتوصل لها في اتخاذ قرارات البيع والشراء، عند وضع أو تعديل بعض الجوانب المتعلقة بسياسة البنك المركزي الأردني؛
- ✓ تفعيل عمليات جمع ونشر الإحصائيات والبيانات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية على أساس شهري لتتوافر إمكانية نمذجة العلاقات بين هذه المتغيرات حسب البيانات الشهرية بالصورة التي تضمن دقة تتبع الأثر والعلاقة ؛
- ✓ نوصي الباحثين والقائمين على الأسواق المالية عند القيام بدراسات حول السوق المالي والتعامل مع بيانات السلاسل الزمنية ضرورة فحصها بعناية، واختبار سكون السلاسل الزمنية خوفا من الوقوع في أية أخطاء عند تطبيق الاختبارات القياسية ومعادلات الانحدار المقدرة نتيجة عدم استقرار تلك السلاسل التي تؤدي إلى نتائج مزيفة، والتي من الممكن أن تؤدي لنتائج مضللة وتوصيات غير مؤكدة في المستقبل؛
- ✓ ضرورة إعطاء الأهمية الكافية للدراسات القياسية فيما يخص الأسواق المالية لأن هذا من شأنه أن يكون أرضية خصبة لاتخاذ القرارات المستقبلية المناسبة.

آفاق الدراسة:

يتشعب البحث في موضوع تحليل وقياس أثر العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم في بورصة عمان، وقد حاولنا تقديم مساهمة متواضعة في هذا الموضوع بتسليط الضوء على جزء يسير من بعض العوامل التي من الممكن أن تؤثر في عوائد الأسهم، ونأمل أن نكون قد قدمنا إضافة جديدة لموضوع البحث. ومن الجدير بالذكر أنه أثناء إنجاز هذا العمل تبادرت إلى أذهاننا بعض الأفكار التي سنقوم بصياغتها على شكل مقترحات مستقبلية للبحث في العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم، وهي كالتالي:

- ✓ بما أن الدراسة أسفرت على اختلاف الحد الثابت عن الصفر وبمعامل قوي معناه أن هناك عدد كبير من المتغيرات التي من الممكن أن تؤثر على عوائد الأسهم ولكن النموذج المقدر لم يتضمنها في دراستنا هذه، يمكن جمعها في نموذج واحد وقياس أثرها على عوائد الأسهم مع تبيان أكثرها تأثيرا سواء كانت عوامل داخلية أم خارجية وسواء تعلقت بالشركات المدرجة في البورصة أو تعلقت بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو بالبيئة الاقتصادية المحيطة والأزمات المالية

والاقتصادية، وحتى الأوضاع السياسية والشعائر الدينية، مع ضرورة التحقق فيما إذا كان بالإمكان الحصول على النتيجة نفسها عندما نقوم بتحليل مجموعة كبيرة ومختلفة من المتغيرات؛

- ✓ التعامل مع نفس المتغيرات المختارة في دراستنا التطبيقية مع تحديد وقياس أثارها وعلاقتها بمؤشرات أسواق مالية أخرى غير بورصة عمان؛
- ✓ استخدام طرق إحصائية ونماذج قياسية أخرى وفترة زمنية أطول لدراسة آثار المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم سواء في بورصة عمان أو في بورصة أخرى؛
- ✓ دراسة أكثر من سوق مالي ومقارنة النتائج المتوصل إليها في كل سوق مع باقي الأسواق.

المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

1- الكتب:

1- أبو الفتوح، نجاح عبد العليم، "اقتصاديات النقود والمصارف والأسواق المالية الإسلامية"، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة ، مصر، 2012

2- أحمد حسين بتال، "التحليل الأساسي والتحليل الفني لأسواق الأوراق المالية"، كلية المعارف، الأنبار، العراق، دون سنة نشر.

3- أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2010.

4- أرشد فؤاد التميمي، أسامة حمدي تمام، "الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة"، دار المسيرة، الأردن، 2009.

5- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

6- جاري جراي وآخرون، "دليلك لتقييم الأسهم – دليل المستثمر الذكي للأداء المتميز في سوق الأوراق المالية –"، مكتبة جرير، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2007.

7- جميل سالم الزيدانين، "أساسيات في الجهاز المالي المنظور العملي"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1999.

8- حيدر فاخر عبد الستار، "التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي"، دار المريخ، الرياض، 2002.

9- حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية"، اليازوري، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.

10- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مدخل إلى الأسواق المالية"، دار الأيام، عمان، الأردن، 2013.

11- دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012.

12- زياد فراس الذنيبات، "كيف تتاجر في الأسهم؟ تجربة حياة"، دار كنوز المعرفة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.

13- سهيل مقابلة، "كيف تستثمر بسوق الأسهم؟حالة سلطة عمان"، المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، عمان، 2013.

14- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي – دراسة تحليلية نقدية–"، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، سورية، 2002.

15- شيخي محمد، "طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات"، حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012.

16- عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.

17- عباس كاظم الدعمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.

18- عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة"، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان،2009.

19- عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006.

20- عبد الغفار حنفي، " بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003.

21- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية – أسهم–سندات–وثائق الاستثمار–الخيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

22- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

23- فريد راغب النجار، "أسواق المال والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.

24- فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية –الأسس النظرية والعملية–"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.

25- مايكل سينسير، "دليل التعامل في سوق الأسهم"، مكتبة جرير، الطبعة الثالثة، السعودية، 2005.

26- محفوظ جبار، "سلسلة التعريف بالبورصة– الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية–"، الجزء الثاني، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002.

27- محمد السيد الطبطباني، "الاحتفاظ بالأسهم المحرمة إلى حين ارتفاع سعرها"، الندوة الثامن عشرة لقضايا الزكاة المعاصرة، الكويت، دون سنة النشر.

28- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، " الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

29- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

30- محمد صبحي، عدنان محمد، "مقدمة في الإحصاء"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1984.

31- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، 2010.

32- محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية –موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها–"، دار الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2000.

33- مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال– أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث–"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003.

34- منير إبراهيم هندي، " مستقبل أسواق رأس المال العربية – مخاطر ومحاذير–"، المعارف، دون سنة النشر.

35- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال– الأوراق المالية وصناديق الاستثمار–"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.

36- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.

37- نسرين عبد الحميد نبيه، "البورصة (ماهيتها–تاريخها– مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.

38- وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، 2012.

2- بحوث، مقالات ومداخلات:

39- سليم كرار وآخرون، "قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية –دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية–"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد التاسع، العدد التاسع والعشررون، جامعة الكوفة، 2013.

40- عبد الرحمان بن سانية وآخرون، "الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال"، ديسمبر 2017، ، مقال متوفر على الموقع الالكتروني: https://www.researchgate.net/publication/321951222.

41- فايز حداد، خلدون أبو العلا، "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية"، دراسات العلوم الإنسانية، المجلد 1، العدد 31، 2004.

42- إبراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.

43- أحمد حسين علي الهيتي، بختيار صابر محمد، " أثر تقلبات الإيرادات النفطية في مؤشرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد4، العدد7، العراق، 2011.

44- أحمد رجب عبد الملك، " دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية –دراسة تحليلية–"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية الإسكندرية، المجلد 35، العدد الأول، مصر، 2008.

45- أحمد محمد فرحات، عمر فرج القيزاني، " السياسة المالية وتأثيرها على أداء سوق عمان المالي (دراسة تحليلية قياسية لفترة 1990–2015)"، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، العدد السادس، ديسمبر 2015.

46- إسراء قاسم البركات وآخرون، " أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية"، الأردن، أفريل 2015، ورقة علمية متوفرة على الموقع الالكتروني: https://www.researchgate.net.

47- إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد8، العراق، 2012.

48- إياد خالد شلاش المجالي، رانيا الدروبي، "أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994- 2009) دراسة تحليلية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الرابع، سوريا، 2011.

49- أياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد، "الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية – دراسة تطبيقية في سوق العراق لأوراق المالية –"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.

50- أياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، سيولة الأسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد20، العدد76، العراق، 2014.

51- بشار ذنون الشكرجي وآخرون، "التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد6، العدد17، 2010.

52- حاتم أحمد عديلة، " تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي"، رؤى إستراتيجية، مصر، أكتوبر 2014.

53- حيدر حسين آل طعمه، فاضل موسى المالكي، "اتجاه العلاقة الديناميكية بين أسواق المال والاستقرار الاقتصادي في الاقتصادات الآسيوية (اندونيسيا وسنغافورة حالة دراسية)، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد الثاني، العدد الثامن، دون سنة النشر.

54- حيدر يونس الموسوي، "انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة 2003-2009)"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد السادس والثمانون، 2011.

55- دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، " أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2011.

56- رتاب سالم الخوري، مسعود محمد بالقاسم، " أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال،المجلد 2، العدد 2، الأردن، 2006.

57- سامح مؤيد العطعوط، "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم – دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية-"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الحادي والعشرين، فلسطين، 2010.

58- سحاب الصمادي، أحمد ملاوي، "أثر الضرائب الحكومية على أداء بورصة عمان:نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة(ARDL)، المنارة، المجلد 22، العدد الثاني، الأردن، 2016.

59- سحنون محمود، إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، العدد 31، مجلد ب، الجزائر، جوان 2009.

60- سليمة حشايشي، "التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سطيف-، 20-21 أكتوبر 2009.

61- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية نشأتها وتطورها، 1997.

62- طالب عوض، "أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية"، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، ديسمبر 2008.

63- عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.

64- عبد القادر بسبع، " قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH"، مجلة دراسات وأبحاث –المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية–، عدد السنة التاسعة، 26 مارس2017.

65- عبد القادر شلالي، علال قاشي، "مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية"، الملتقى الدولي الأول حول :إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي أمحند أولحاج، البويرة، 26–2013/11/27.

66- عبد الله سعيد المزراقي، صالح عبد الرحمان السعد، "أثر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القرار المتداول في السوق المالية السعودية: دراسة ميدانية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 24، العدد الأول، السعودية، 2010.

67- عبد المالك بضياف، عنتر +بوتيارة، " استخدام نماذج السلاسل الزمنية (ARIMA) في التحليل الفني للأسواق المالية في ظل الاقتصاد المعلوماتي–دراسة حالة البنك الإسلامي الأردني في بورصة عمان–"، الملتقى الوطني حول: عولمة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرص ورهانات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 29–30 أفريل 2012.

68- عثمان نقار، منذر العواد، "منهجية Box-Jenkins في تحليل السلاسل الزمنية والتنبؤ"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد27، العدد الثالث، 2011.

69- عز الدين نايف عنانزة، "تقييم العلاقة ما بين العائد والمخاطر في بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة فيلادلفيا عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد التاسع، الأردن، نوفمبر 2012.

70- علي بن الضب، ف. بن ناصر، "سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية – دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزي وتل أبيب خلال الفترة 1997–2010 – "، الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع...ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 23–24 فيفري 2011.

71- علي جيران عبد علي الخفاجي، قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية، مقال متوفر على الموقع: http://qu.edu.iq/repository/?p=931.

72- محمد أحمد محمد عواد، وآخرون، "الاستثمار السلوكي وعلاقته بغرائب الأسعار في البورصة كمفسر لها"، بحث تأهيلي دكتوراه، جامعة عين الشمس، 2012.

73- محمد سلامة عناسوة وآخرون، " أثر الأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية: دراسة حالة"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 55–56، بيروت، لبنان، 2011.

74- محمد علي موسى المعموري، وآخرون، " تحليل العلاقة بين تقلبات سوق الأسهم والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 17، العدد 63، العراق، 2011.

75- محمد فرحي، أشواق بن قدور، "أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية"، مجلة الحقيقة، العدد29، جامعة أدرار، الجزائر، 2014.

76- محمد محمود عطوة يوسف وآخرون، "أثر تغيرات سعر الفائدة على فاعلية سوق الأوراق المالية مع إشارة خاصة لمصر"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مجلد 36، عدد04، مصر، أكتوبر 2012.

77- محمد موساوي، سمية زراير، "دراسة محددات دالة الإنتاج في الجزائر باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (1970-2009)"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مقال متوفر على الموقع الالكتروني: http://giem.kantakji.com/article/details/ID/169#.W-Ci6zHjLIV.

78- محمود صالح عطية، " تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق"، مجلة ديالى، العدد الرابع والخمسون، العراق، 2012.

79- محمود علي الجبالي وآخرون، "أثر الإعلان عن الاندماج على أسعار أسهم الشركات الدامجة دراسة العوائد غير العادية دليل من الأردن خلال فترة 1999-2004"،المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2008.

80- مناضل عباس حسين الجواري، خضر مهدي صالح، "واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي"، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، مجلد 17، العدد1، 2009.

81- نادية شطاب، بن يوب فاطمة، "قنوات الانتقال للأزمة المالية: نماذج تقييمية للآثار-خاصة حالة الاقتصاد الجزائري-"، مجلة الأكاديمية العربية في الدنيمارك، العدد الرابع عشر، 2014.

82- نبيل مهدي الجنابي، السيد فوزي حسين صاحب الطرفي، "أثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا للمدة 2004-2010"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد الثالث، 2012.

83- هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن، "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم(نموذج جوردن)— دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون،2010

84- هشام غرايبة، رتاب خوري، "الأسواق المالية في الدول النامية تطوراتها وأهميتها"، مجلة أبحاث اليرموك سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد10، العدد3، 1994.

85- هواري سويسي، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد الخامس، الجزائر -ورقلة-، 2007.

86- هيئة السوق المالية للمملكة العربية السعودية، "الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم". متوفرة على الموقع الالكتروني: http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_7.pdf.

3- الرسائل والأطروحات:

87- بوعبد الله علي، "أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.

88- جبوري محمد، "تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، جامعة تلمسان، 2012-2013.

89- دانة بسام محمد يوسف، " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير إدارة أعمال، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2008.

90- سمية بلجبلية ، " أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996- 2006"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.

91- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2011-2012.

92- مها عيسى حمدان العبداللات، "أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم، على عوائد الأسهم: دراسة تحليلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية" ، رسالة ماجستير في التمويل، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن، 1995.

93- ناهض خضر أبو الطيف، "أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1- الكتب:

94- Australian Securities Exchange, "Preference shares", Version 3, March 2013

95- Bart A.Diliddo, "Stock Valuation and Stock Market Cycles", vector vest University, Canada, 22 July 2014

96- Damodar N Gujarati, « Basic Econometrics », Fourth Edition, McGraw-Hill, USA, 2003

97- Marilyn Mcdonald, "Forex Simplified: Behind The Scenes of currency Trading", Marketplace Books, Incorporated, United states, 2007

98- Michael c.Thomsett, "Mastering fundamental analysis", Dearborn financial publishing, Inc, United states of America, 1998

2- بحوث، مقالات ومداخلات:

99- A. Gregoriou, " Monetary Policy Shocks and Stock Returns: Evidence from the British Market", Department of Economics, University of Glasgow, working Paper, G12, RT 8, UK, September 2006.

100- Anokye M. Adam and George Tweneboa, "Do macroeconomic variables play any role in the stock market movement in Ghana", Munch Personal RePEc Archive, MPRA, Working Paper, june 2008.

101- Ashraf Elsharkawy, Garrod, Neil, "The impact of investor Sophistication on price responses to earnings news ", Journal of Business Finance & Accounting, March 1996.

102- Caroline Geetha et al, "The Relationship Between Inflation And Stock Market: Evidence From Malaysia, United States And China", International Journal of Economics and Management Sciences, Vol. 1, No. 2, 2011.

103- Cevdet Aydemir, et al, "Financial Leverage and The Leverage Effect – A Market and Firm Analysis", Carnegie Mellon University , working paper for Free and Open Access By Research Showcase, 3-2007.

104- Eugene F. Fama, "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money", The American Economic Review, Vol. 71, No. 4, Sep 1981.

105- Giammarino Ronald," La politique de la banque centrale, l'inflation et les cours des actions", Actes du colloque La valeur informative des prix des actifs financiers, Banque du Canada, mai1998

106- J.H. Boyd, "The impact of inflation on financial sector performance", Journal of Monetary Economics, Volume 47, Issue 2, Boston University, United States, April 2001.

107- J.P Gupta, et al, "The causality between interest rate, Exchange and Stock prices in emerging market :The case of Jakarta Stock Exchange", working paper, SSRN Electronic Journal European, 18 December 2000.

108- Jeremy J. Siegel, "Does it Pay Stock Investors to Forecast the Business Cycle?," The Journal of Portfolio Management, Vol. 18, No. 1, United States, 1991.

109- Jones, J.D. and Joulfaian, C , "Fedral Government Expenditure and Revenues in the Early Years of the American Republic: Evidence from 1729 to 1860", Journal of Macroeconomic, 13 (1)

110- K, Kwaku Opong, " The Information Content of interim financial reports: UK evidence", Journal of Business Finance & Accounting, Volume. 22, Issue. 2, London, March 1995.

111- K. C. Chan, "Can Tax-Loss Selling Explain the January Seasonal in Stock Returns?", The Journal of Finance, Vol. 41, No. 5, Dec 1986.

112- Lehn. K, Makhija A.K, "EVA and MVA: As Performance Measures and Signals foe Strategic Change", Strategy and leadership, Vol. 24, N. 3, 1996.

113- Ling T. He, "Variations in effects of monetary policy on stock Market returns in the past four decades", Review of financial economics, 2006.

114- Mads Asprem, " Stock prices asset portfolios and macroeconomic variables in ten European countries", Journal of Banking and Finance Vol 13, North-Holland, 1989.

115- Martin Agren, " Does Oil Price Uncertainty Transmit to Stock Markets?", Department of Economics, Working Paper, Uppsala University, Sweden 2006.

116- Martin Feldstein, " Inflation, Tax Rules, and Capital Formation- Inflation and the Stock Market-", National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press,1983.

117- Mehdi Moradi , et al, "A study of The Effect of Financial Leverage on Earnings Response Coefficient throughout Income Approach: Iranian Evidence", International Review of Accounting, Banking and finance, Vol. 2, N0.2, Summer 2010.

118- Michael Firth, "the relationship between stock market returns and rates of inflation", The Journal of Finance, Vol. 34, No. 3, United States, Jun 1979.

119- Mohsen Mehrara et all, "The Relationship between systematic risk and stock returns in Tehran Stock Exchange using the capital asset pricing model (CAPM)", International Letters of Social and Humanistic Sciences, Switzerland,2014.

120- Naeem Muhammad and Abdul Rasheed, "Stock Prices and Exchange rate: Are they related? Evidence from south Asian countries", The Pakistan Development Review, Karachi – Pakistan, February 2002.

121- Office for National Statistics, "Investment by Insurance Companies, Pension Funds and Trusts: Glossary of Terms 2014", Information note

122- Paresh Kumar Narayan and Xinwei Zhen, " The relationship between liquidity and returns on the Chinese stock market" , Journal of Asian Economics 22, 2011.

123- Paul Barnes, "UK building societies—a study of the gains from merger", Journal of Business Finance & Accounting, Volume. 12, Issue. 1, December 2006.

124- Ramin Cooper Maysami et al, " Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices", Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management), Vol 24, Malaysia, 2005.

125- Ray Ball, Philip Brown, " An Empirical Evaluation of Accounting Income" , Journal of Accounting Research, Autumn 1968.

126- Roohi Ahmed, Khalid Mustafa," Real Stock Returns and Inflation in Pakistan", Journal of Finance and Accounting, Vol 3, No 6, 2012

127- Sanjeet Sharma, "Determinants Of Equity Share Prices In India". International Refereed Research Journal, Kangra, Himachal Pradesh, Vol 2, Issue 4, India, Oct 2011.

128- Sara Alatiqi and Shokoofeh Fazel, " Can Money Supply Predict Stock Prices?", Journal For Economic Educators, Vol. 8, No. 2, United States, 2008.

129- Sellin, Peter. "Monetary Policy and the Stock Market: Theory and Empirical Evidence", Journal of Economic Surveys , Vol 15, No 4, 2001

130- Shehu Usman Rano Aliyu, "Does inflation has an impact on Stock Returns and Volatility?Evidence from Nigeria and Ghana", International Conference on Economics and Finance Research, Singapore, IPEDR vol.4, 2011.

131- Suresh A.S, " A Study on Fundamental and technical analysis", International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 5, India, May 2013

132- Wan Mansor Wan Mahmood,Faizatul Syuhada Abdul Fatah, "Multivariate Causal Estimâtes of Dividend Yields. Price Eaming Ratio and Expected Stock Retums: Expérience from Malaysia", Munich Personal RePEc Archive (MPRA(, Paper No. 14614, june 2007.

3- الرسائل والأطروحات:

133- Aymen KAROUI, "L'étude de l'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coré du sud", Université Laval, faculté des sciences de l'administration, Département de finance et assurance, Hiver 2004

134- Emrah Ozbay, " The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey", MASTER, University of Exeter, September 2009

ثالثا: المواقع الالكترونية

135- الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، https://www.ase.com.jo/ar

136- http://iefpedia.com/arab/?p=29216

137- http://www.dorar.net

138- https://learn.tradimo.com.

139- https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/learn-to-trade-with-the-economic-cycle

الملاحق

الملحق رقم (01): نتائج الانحدار الخطي البسيط

أثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI)

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 07/17/18 Time: 23:07
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1472.153	597.3264	2.464570	0.0163
CPI	8.730355	6.391176	1.366001	0.1766

R-squared	0.027495	Mean dependent var	2272.110
Adjusted R-squared	0.012760	S.D. dependent var	976.6610
S.E. of regression	970.4099	Akaike info criterion	16.62228
Sum squared resid	62151899	Schwarz criterion	16.68756
Log likelihood	-563.1577	Hannan-Quinn criter.	16.64815
F-statistic	1.865960	Durbin-Watson stat	0.079183
Prob(F-statistic)	0.176575		

أثر سعر إعادة الخصم (RDR)

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 07/17/18 Time: 23:17
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	922.0909	423.3634	2.178013	0.0330
RDR	269.8055	81.67536	3.303389	0.0015

R-squared	0.141881	Mean dependent var	2272.110
Adjusted R-squared	0.128879	S.D. dependent var	976.6610
S.E. of regression	911.5555	Akaike info criterion	16.49715
Sum squared resid	54841605	Schwarz criterion	16.56243
Log likelihood	-558.9032	Hannan-Quinn criter.	16.52302
F-statistic	10.91238	Durbin-Watson stat	0.094454
Prob(F-statistic)	0.001546		

أثر عرض النقود بالمعنى الواسع (M2)

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 07/17/18 Time: 23:22
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1981.050	281.3233	7.041897	0.0000
M2	0.016109	0.014130	1.140074	0.2584

R-squared	0.019313	Mean dependent var	2272.110
Adjusted R-squared	0.004454	S.D. dependent var	976.6610
S.E. of regression	974.4834	Akaike info criterion	16.63066
Sum squared resid	62674781	Schwarz criterion	16.69594
Log likelihood	-563.4425	Hannan-Quinn criter.	16.65653
F-statistic	1.299769	Durbin-Watson stat	0.080201
Prob(F-statistic)	0.258376		

أثر الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 07/17/18 Time: 23:25
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2022.507	266.5343	7.588169	0.0000
GDP	0.073213	0.070048	1.045176	0.2998

R-squared	0.016282	Mean dependent var	2272.110
Adjusted R-squared	0.001377	S.D. dependent var	976.6610
S.E. of regression	975.9883	Akaike info criterion	16.63375
Sum squared resid	62868503	Schwarz criterion	16.69903
Log likelihood	-563.5475	Hannan-Quinn criter.	16.65961
F-statistic	1.092393	Durbin-Watson stat	0.081019
Prob(F-statistic)	0.299754		

أثر الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي (IP)

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 07/17/18 Time: 23:28
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1606.298	664.2869	-2.418078	0.0184
IP	27.79605	4.710306	5.901114	0.0000

R-squared	0.345388	Mean dependent var	2272.110
Adjusted R-squared	0.335470	S.D. dependent var	976.6610
S.E. of regression	796.1614	Akaike info criterion	16.22645
Sum squared resid	41835614	Schwarz criterion	16.29173
Log likelihood	-549.6993	Hannan-Quinn criter.	16.25232
F-statistic	34.82315	Durbin-Watson stat	0.256555
Prob(F-statistic)	0.000000		

جدول أثر تحويلات العاملين (RIM)

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 07/17/18 Time: 22:54
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	742.7553	482.7658	1.538542	0.1287
RIM	3.177677	0.976323	3.254741	0.0018

R-squared	0.138306	Mean dependent var	2272.110
Adjusted R-squared	0.125250	S.D. dependent var	976.6610
S.E. of regression	913.4520	Akaike info criterion	16.50131
Sum squared resid	55070043	Schwarz criterion	16.56659
Log likelihood	-559.0445	Hannan-Quinn criter.	16.52718
F-statistic	10.59334	Durbin-Watson stat	0.102685
Prob(F-statistic)	0.001792		

الملحق رقم (02): معاملات الارتباط بين المتغيرات والبيانات الوصفية للدراسة

مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Correlation						
	CPI	RDR	M2	GDP	IP	RIM
CPI	1.000000	-0.243966	0.986974	0.985452	0.446110	0.909891
RDR	-0.243966	1.000000	-0.287437	-0.279093	0.210431	-0.081160
M2	0.986974	-0.287437	1.000000	0.989899	0.362168	0.889594
GDP	0.985452	-0.279093	0.989899	1.000000	0.391656	0.903428
IP	0.446110	0.210431	0.362168	0.391656	1.000000	0.613244
RIM	0.909891	-0.081160	0.889594	0.903428	0.613244	1.000000

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	INDEX	CPI	RDR	M2	GDP	IP	RIM
Mean	2272.110	91.62941	5.003676	18068.32	3409.275	139.5309	481.2809
Median	2120.400	94.25000	4.875000	17655.25	3392.401	149.6500	517.3000
Maximum	4519.700	117.9667	7.500000	32876.20	6467.700	168.4000	643.5000
Minimum	811.4000	66.56667	2.500000	6833.000	1176.700	94.50000	252.6000
Std. Dev.	976.6610	18.54971	1.363498	8425.676	1702.191	20.64974	114.3023
Skewness	0.565535	0.061671	0.232733	0.244467	0.241644	-0.810677	-0.325298
Kurtosis	2.831674	1.441336	2.375806	1.684154	1.643051	2.291805	1.667713
Jarque-Bera	3.705019	6.926495	1.717783	5.583101	5.878822	8.869265	6.228417
Probability	0.156843	0.031328	0.423632	0.061326	0.052897	0.011859	0.044414
Sum	154503.5	6230.800	340.2500	1228645.	231830.7	9488.100	32727.10
Sum Sq. Dev.	63909065	23054.14	124.5616	4.76E+09	1.94E+08	28569.59	875356.3
Observations	68	68	68	68	68	68	68

الملحق رقم (03): نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية عند المستوى باستخدام اختبار ADF

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (Index) عند المستوى

Null Hypothesis: INDEX has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.451974	0.1319
Test critical values:	1% level	-3.533204	
	5% level	-2.906210	
	10% level	-2.590628	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INDEX has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.325612	0.4145
Test critical values:	1% level	-4.103198	
	5% level	-3.479367	
	10% level	-3.167404	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INDEX has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.611746	0.4487
Test critical values:	1% level	-2.600471	
	5% level	-1.945823	
	10% level	-1.613589	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (CPI) عند المستوى

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.509378	0.8821
Test critical values:	1% level	-3.533204	
	5% level	-2.906210	
	10% level	-2.590628	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.401211	0.3756
Test critical values:	1% level	-4.103198	
	5% level	-3.479367	
	10% level	-3.167404	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.417857	0.9959
Test critical values:	1% level	-2.600471	
	5% level	-1.945823	
	10% level	-1.613589	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (RDR) عند المستوى

Null Hypothesis: RDR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.947432	0.3091
Test critical values:	1% level	-3.533204	
	5% level	-2.906210	
	10% level	-2.590628	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RDR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.911195	0.6375
Test critical values:	1% level	-4.103198	
	5% level	-3.479367	
	10% level	-3.167404	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RDR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.176117	0.2166
Test critical values:	1% level	-2.600471	
	5% level	-1.945823	
	10% level	-1.613589	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (M2) عند المستوى

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.427898	1.0000
Test critical values:	1% level	-3.531592	
	5% level	-2.905519	
	10% level	-2.590262	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.898374	0.1697
Test critical values:	1% level	-4.100935	
	5% level	-3.478305	
	10% level	-3.166788	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		11.10467	1.0000
Test critical values:	1% level	-2.599934	
	5% level	-1.945745	
	10% level	-1.613633	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (GDP) عند المستوى

Null Hypothesis: GDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.327449	0.9145
Test critical values:	1% level	-3.531592	
	5% level	-2.905519	
	10% level	-2.590262	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: GDP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.390149	0.0002
Test critical values:	1% level	-4.103198	
	5% level	-3.479367	
	10% level	-3.167404	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: GDP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		1.583816	0.9713
Test critical values:	1% level	-2.599934	
	5% level	-1.945745	
	10% level	-1.613633	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (IP) عند المستوى

Null Hypothesis: IP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.294510	0.1767
Test critical values:	1% level	-3.531592	
	5% level	-2.905519	
	10% level	-2.590262	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: IP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.798010	0.6948
Test critical values:	1% level	-4.100935	
	5% level	-3.478305	
	10% level	-3.166788	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: IP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.378117	0.5444
Test critical values:	1% level	-2.599934	
	5% level	-1.945745	
	10% level	-1.613633	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (RIM) عند المستوى

Null Hypothesis: RIM has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.076547	0.2546
Test critical values:	1% level	-3.531592	
	5% level	-2.905519	
	10% level	-2.590262	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RIM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.075306	0.0107
Test critical values:	1% level	-4.100935	
	5% level	-3.478305	
	10% level	-3.166788	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RIM has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.480705	0.8163
Test critical values:	1% level	-2.599934	
	5% level	-1.945745	
	10% level	-1.613633	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم (04): نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية عند الفرق الأول باستخدام اختبار ADF

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (Index) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INDEX) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.221181	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.534868	
	5% level	-2.906923	
	10% level	-2.591006	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INDEX) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.310090	0.0002
Test critical values:	1% level	-4.105534	
	5% level	-3.480463	
	10% level	-3.168039	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INDEX) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.235731	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.601024	
	5% level	-1.945903	
	10% level	-1.613543	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (CPI) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.215314	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.533204	
	5% level	-2.906210	
	10% level	-2.590628	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.171134	0.0004
Test critical values:	1% level	-4.103198	
	5% level	-3.479367	
	10% level	-3.167404	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.321851	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.600471	
	5% level	-1.945823	
	10% level	-1.613589	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (RDR) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RDR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.330375	0.0174
Test critical values:	1% level	-3.534868	
	5% level	-2.906923	
	10% level	-2.591006	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RDR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.297449	0.0758
Test critical values:	1% level	-4.105534	
	5% level	-3.480463	
	10% level	-3.168039	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RDR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.341694	0.0011
Test critical values:	1% level	-2.601024	
	5% level	-1.945903	
	10% level	-1.613543	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (M2) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.220924	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.533204	
	5% level	-2.906210	
	10% level	-2.590628	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.016031	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.103198	
	5% level	-3.479367	
	10% level	-3.167404	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.136416	0.0323
Test critical values:	1% level	-2.601024	
	5% level	-1.945903	
	10% level	-1.613543	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (GDP) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-25.13071	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.534868	
	5% level	-2.906923	
	10% level	-2.591006	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-25.65287	0.0001
Test critical values:	1% level	-4.105534	
	5% level	-3.480463	
	10% level	-3.168039	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-17.28287	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.601024	
	5% level	-1.945903	
	10% level	-1.613543	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (IP) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(IP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.706791	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.533204	
	5% level	-2.906210	
	10% level	-2.590628	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.02363	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.103198	
	5% level	-3.479367	
	10% level	-3.167404	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.781743	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.600471	
	5% level	-1.945823	
	10% level	-1.613589	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (RIM) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RIM) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-16.91498	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.534868	
	5% level	-2.906923	
	10% level	-2.591006	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RIM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-16.94388	0.0001
Test critical values:	1% level	-4.105534	
	5% level	-3.480463	
	10% level	-3.168039	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RIM) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-15.91446	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.601024	
	5% level	-1.945903	
	10% level	-1.613543	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم (05):نتائج اختبار استقرارية سلسلة بواقي التقدير عند المستوى باستخدام اختبار ADF

Null Hypothesis: U has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.122172	0.0018
Test critical values:	1% level	-3.534868	
	5% level	-2.906923	
	10% level	-2.591006	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: U has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.138684	0.0091
Test critical values:	1% level	-4.105534	
	5% level	-3.480463	
	10% level	-3.168039	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: U has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.145499	0.0001
Test critical values:	1% level	-2.601024	
	5% level	-1.945903	
	10% level	-1.613543	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم (06):تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام طريقة OLS

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 08/13/18 Time: 11:26
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-124.6751	1720.470	-0.072466	0.9425
CPI	-65.92175	37.39971	-1.762627	0.0830
RDR	155.3554	73.08184	2.125773	0.0376
M2	0.262300	0.093005	2.820280	0.0065
GDP	-0.932494	0.400354	-2.329173	0.0232
IP	23.81688	6.901525	3.450959	0.0010
RIM	5.768813	2.413807	2.389923	0.0200

R-squared	0.528211	Mean dependent var	2272.110
Adjusted R-squared	0.481805	S.D. dependent var	976.6610
S.E. of regression	703.0568	Akaike info criterion	16.04600
Sum squared resid	30151622	Schwarz criterion	16.27448
Log likelihood	-538.5640	Hannan-Quinn criter.	16.13653
F-statistic	11.38249	Durbin-Watson stat	0.446874
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (07): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (اختبار LM للعلاقة التوازنية طويلة الأجل)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	64.01562	Prob. F(2,59)	0.0000
Obs*R-squared	46.54904	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 09/02/18 Time: 08:33
Sample: 2000Q1 2016Q4
Included observations: 68
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1421.133	1007.836	1.410083	0.1638
CPI	-17.17737	22.65255	-0.758297	0.4513
RDR	-16.72520	42.62192	-0.392408	0.6962
M2	-0.092673	0.054741	-1.692937	0.0957
GDP	0.619985	0.235372	2.634065	0.0108
IP	-4.424605	4.039017	-1.095466	0.2778
RIM	0.876943	1.399669	0.626536	0.5334
RESID(-1)	1.089765	0.124508	8.752544	0.0000
RESID(-2)	-0.312072	0.132796	-2.350018	0.0221

R-squared	0.684545	Mean dependent var	-9.50E-13
Adjusted R-squared	0.641771	S.D. dependent var	670.8384
S.E. of regression	401.5118	Akaike info criterion	14.95109
Sum squared resid	9511490.	Schwarz criterion	15.24484
Log likelihood	-499.3369	Hannan-Quinn criter.	15.06748
F-statistic	16.00390	Durbin-Watson stat	1.949915
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (08):تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام طريقة FMOLS

Dependent Variable: INDEX
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 08/21/18 Time: 21:49
Sample (adjusted): 2000Q2 2016Q4
Included observations: 67 after adjustments
Cointegrating equation deterministics: C
Long-run covariance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI	-93.55256	46.40652	-2.015936	0.0483
RDR	111.8139	93.64443	1.194027	0.2372
M2	0.301173	0.115391	2.610024	0.0114
GDP	-1.064457	0.496782	-2.142706	0.0362
IP	23.29478	8.557851	2.722036	0.0085
RIM	8.815660	3.069428	2.872085	0.0056
C	956.7789	2124.802	0.450291	0.6541

R-squared	0.487962	Mean dependent var	2291.970
Adjusted R-squared	0.436758	S.D. dependent var	970.0993
S.E. of regression	728.0541	Sum squared resid	31803763

الملحق رقم (09): تقدير العلاقة التوازنية قصيرة الأجل باستخدام نموذج ECM

Dependent Variable: D(INDEX)
Method: Least Squares
Date: 09/14/18 Time: 01:03
Sample (adjusted): 2000Q4 2016Q4
Included observations: 65 after adjustments
Convergence achieved after 17 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.180547	79.73040	-0.064976	0.9484
D(CPI)	56.47543	25.49018	2.215576	0.0308
D(RDR)	57.90774	71.86313	0.805806	0.4238
D(M2)	0.042061	0.101357	0.414977	0.6797
D(GDP)	-0.376187	0.116602	-3.226248	0.0021
D(IP)	2.912234	2.376282	1.225542	0.2255
D(RIM)	2.123864	0.737019	2.881693	0.0056
U(-1)	-0.181000	0.095662	-1.892078	0.0637
AR(1)	0.592736	0.156326	3.791663	0.0004

R-squared	0.458326	Mean dependent var	20.43538
Adjusted R-squared	0.380944	S.D. dependent var	279.7556
S.E. of regression	220.1121	Akaike info criterion	13.75404
Sum squared resid	2713162.	Schwarz criterion	14.05511
Log likelihood	-438.0062	Hannan-Quinn criter.	13.87283
F-statistic	5.922902	Durbin-Watson stat	1.847958
Prob(F-statistic)	0.000017		

الملحق رقم (10): الاختبارات القياسية لصلاحية نموذج تصحيح الخطأ

اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (اختبار LM)

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.397720	Prob. F(1,62)	0.2416
Obs*R-squared	1.410999	Prob. Chi-Square(1)	0.2349

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 09/15/18 Time: 00:22
Sample (adjusted): 2001Q1 2016Q4
Included observations: 64 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	36009.34	14037.86	2.565159	0.0127
RESID^2(-1)	0.148457	0.125571	1.182252	0.2416

R-squared	0.022047	Mean dependent var	42277.78
Adjusted R-squared	0.006273	S.D. dependent var	104312.0
S.E. of regression	103984.3	Akaike info criterion	25.97262
Sum squared resid	6.70E+11	Schwarz criterion	26.04008
Log likelihood	-829.1238	Hannan-Quinn criter.	25.99920
F-statistic	1.397720	Durbin-Watson stat	1.996795
Prob(F-statistic)	0.241620		

اختبار ثبات التباين (Test de ARCH)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.555611	Prob. F(2,54)	0.5770
Obs*R-squared	1.310612	Prob. Chi-Square(2)	0.5193

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 09/15/18 Time: 00:12
Sample: 2000Q4 2016Q4
Included observations: 65
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.374461	80.38791	0.017098	0.9864
D(CPI)	-10.54151	27.75343	-0.379827	0.7056
D(RDR)	6.808761	72.86099	0.093449	0.9259
D(M2)	-0.008634	0.103738	-0.083225	0.9340
D(GDP)	0.048811	0.126541	0.385732	0.7012
D(IP)	-0.674006	2.507616	-0.268784	0.7891
D(RIM)	-0.148495	0.757024	-0.196156	0.8452
U(-1)	0.030250	0.100763	0.300213	0.7652
AR(1)	-0.201509	0.355002	-0.567627	0.5726
RESID(-1)	0.274931	0.344682	0.797636	0.4286
RESID(-2)	-0.002692	0.237382	-0.011338	0.9910

R-squared	0.020163	Mean dependent var	1.04E-05
Adjusted R-squared	-0.161288	S.D. dependent var	205.8960
S.E. of regression	221.8798	Akaike info criterion	13.79521
Sum squared resid	2658456.	Schwarz criterion	14.16318
Log likelihood	-437.3442	Hannan-Quinn criter.	13.94040
F-statistic	0.111122	Durbin-Watson stat	1.980190
Prob(F-statistic)	0.999634		

اختبار توصيف النموذج (Ramsey test)

Ramsey RESET Test
Equation: ECM
Specification: D(INDEX) C D(CPI) D(RDR) D(M2) D(GDP) D(IP) D(RIM) U(-1) AR(1)
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.148300	55	0.8826
F-statistic	0.021993	(1, 55)	0.8826
Likelihood ratio	0.025986	1	0.8719

F-test summary:

	Sum of Sq...	df	Mean Squares
Test SSR	1084.474	1	1084.474
Restricted SSR	2713162.	56	48449.32
Unrestricted SSR	2712077.	55	49310.49
Unrestricted SSR	2712077.	55	49310.49

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-438.0062	56
Unrestricted LogL	-437.9932	55

Unrestricted Test Equation:
Dependent Variable: D(INDEX)
Method: Least Squares
Date: 09/24/18 Time: 22:11
Sample: 2000Q4 2016Q4
Included observations: 65
Convergence achieved after 27 iterations

Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.366924	81.13514	-0.041498	0.9670
D(CPI)	55.90173	25.86974	2.160892	0.0351
D(RDR)	58.04696	72.66154	0.798868	0.4278
D(M2)	0.042540	0.102257	0.416013	0.6790
D(GDP)	-0.375557	0.118238	-3.176281	0.0024
D(IP)	2.898742	2.406073	1.204760	0.2335
D(RIM)	2.112358	0.751013	2.812679	0.0068
U(-1)	-0.179645	0.098967	-1.815209	0.0749
FITTED^2	-4.89E-05	0.000335	-0.145847	0.8846
AR(1)	0.593037	0.160354	3.698308	0.0005

R-squared	0.458543	Mean dependent var	20.43538
Adjusted R-squared	0.369940	S.D. dependent var	279.7556
S.E. of regression	222.0597	Akaike info criterion	13.78441
Sum squared resid	2712077.	Schwarz criterion	14.11893
Log likelihood	-437.9932	Hannan-Quinn criter.	13.91640
F-statistic	5.175299	Durbin-Watson stat	1.846515
Prob(F-statistic)	0.000044		

Inverted AR Roots	.59