

# تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الاردني

أ.د علي عبد الله

جامعة الجزائر 3

أ. بلحمري خيرة

جامعة المدية

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشرات أداء السوق المالي الاردني و بين متغيرات الاقتصاد الكلي خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013، وارتكز البحث على فرضية أساسية مفادها أن هناك علاقة بين حركة التداول بسوق الأوراق المالية من جهة، وحركة المتغيرات الاقتصادية الكلية من جهة أخرى، وفي سياق مناهج التحليل فقد تم تأكيد الفرضية حول وجود تأثير لمتغيرات الاقتصاد الكلي على أداء السوق المالي الأردني.

الكلمات المفتاحية: الاقتصاد الكلي، السوق المالي، الرقم القياسي لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، حجم التداول، معدل دوران الأسهم، الانحدار الخطي المتعدد.

## Abstract:

This study aims to explore the impact of variables of macro économique on the Amman Stock Exchange Activity in Jordan for the period (2000-2013). Variables of macro économique was represented by the variables: Gross Domestic Product, money supply, interest rate on term deposits, Whereas Amman Stock exchange activity was represented by: stock price index, market value, volume of trading and turnover ratio. To achieve this objective, we used the tests of multiple linear regression .

**Key words:** Macro économique, Amman Stock Exchange, Market value, Stock Price Index, Volume of trading, Turnover Ratio, multiple linear regression.

## مقدمة:

تعتبر الأسواق المالية احد الأدوات المهمة في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية المتواصلة، وطبيعة العلاقة بين أسواق المال و النمو الاقتصادي، هي علاقة تبادلية تربط الاتجاهين ذلك لان السوق المالية لا تعمل بشكل منعزل عن العالم الخارجي بل تؤثر و تتأثر به، من خلال أدوات عديدة كمعدل التضخم، معدل أسعار الفائدة، و الناتج المحلي الإجمالي و غيرها. وهناك عدة مؤشرات تقيس أداء السوق المالي، من أجل معرفة درجة نضجها و تقدمها، و تعكس في الوقت

نفسه أداؤها، ويتأثر أداء السوق المالي بهذه الأدوات فقد تكون للبعض منها تأثير ايجابي و يكون للآخر تأثير سلبي في أدائه الأمر الذي يسبب التقلبات في مؤشراتها.

من هنا تنطلق دراستنا في تحديد اثر متغيرات الاقتصاد الكلي في أداء السوق المالي، من اجل معرفة درجة تأثير كل متغير من المتغيرات محل الدراسة، من اجل الوصول إلى نموذج واقعي الذي يحكم التأثيرات المتبادلة ما بين وضعية الأسواق المالية و الأداء الاقتصادي، وفي دراستنا ركزنا على أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة السوق ونضجه، وذلك بالاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد.

مشكلة الدراسة: مما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

هل هناك تأثير ذات دلالة إحصائية لمتغيرات الاقتصاد الكلي على مؤشرات أداء السوق المالي الأردني؟

و للإجابة على الإشكالية قمنا بصياغة الأسئلة الفرعية التالية:

- ما طبيعة العلاقة بين متغيرات التابعة و المتغيرات المستقلة.
  - ما مدى معنوية تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
  - ما مدى استجابة سوق عمان للتغيرات الحاصلة في المتغيرات الكلية.
- لخصت فروض البحث في الإجابة عن التساؤلات السابقة حول مدى معنوية تأثير المتغيرات المستقلة المضمنة في نموذج الانحدار على المتغير التابع، و التي صيغت كما يلي:
- لمتغيرات الاقتصاد الكلي اثر ذات دلالة إحصائية على مؤشرات أداء السوق المالي
  - إن العلاقة بين المتغيرات الكلية و مؤشرات سوق عمان المستهدفة طردية قوية.

### أدوات الدراسة و المنهج المستخدم:

تم استخدام بيانات سنوية عن مؤشرات الاقتصاد الكلي ونشاط السوق المالي الأردني خلال الفترة (2000-2013) بعدد 12 مشاهدة لكل متغير من متغيرات الدراسة، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي و المنهج القياسي، من خلال جمع المعطيات النظرية و تحليلها تحليلا وصفيا، تم الاعتماد على البيانات التي تم جمعها وتحليلها باستخدام نموذج قياسي المتمثل في تحليل الانحدار المتعدد، لاختبار اثر كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

تم معالجة البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي spss، وذلك باستخدام 4 نماذج قياسية، حيث يتشكل النموذج في كل حالة من أحد متغيرات السوق للأوراق المالية كمتغير تابع، و متغيرات الاقتصاد الكلي المراد بيان أثرها على ذلك المتغير كمتغيرات مستقلة. وتم جمع البيانات من السوق المالي الأردني بشكل عام، إضافة إلى المعلومات الرسمية الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة وسلطة النقد الأردنية ونشرات البنك المركزي الأردني.

## هدف الدراسة:

قياس العلاقة ما بين متغيرات الاقتصاد الكلي (الناتج المحلي الإجمالي ، عرض النقود، سعر الفائدة، معدل التضخم ) في مؤشرات أداء السوق المالي (الرقم القياسي لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، حجم التداول، معدل دوران السهم)، و قد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد في تقدير العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

## متغيرات الدراسة:

بما أن الدراسة المراد توصيف نموذجها القياسي تقوم على أساس معرفة اثر متغيرات الاقتصاد الكلي في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2000-2013، فان عملية الصياغة الهيكلية لمعالم النموذج القياسي تتطلب تحديد الشكل الأولي لاتجاه العلاقة و هذا يعني أن متغيرات الاقتصاد الكلي هي المتغيرات المؤثرة (المستقلة)، المعبر عنها بالناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود، سعر الفائدة، معدل التضخم. و مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية هي المتغيرات المستجيبة (التابعة)، المعبر عنها بالرقم القياسي لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، حجم التداول، معدل دوران السهم.

## أ.الجزء النظري:

### 1- التركيب البنوي للأسواق المالية:

#### 1-1 تعريف السوق المالية:

يمكن أن تعرف الأسواق المالية على أنها أسواق تداول الأوراق المالية، و فيها تنتقل الأموال من الأفراد و الشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة، من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات<sup>(1)</sup>.

وهناك من يعرفه على أنه «إطار يجمع بين الوحدات الراغبة في استثمار مدخراتها والوحدات المحتاجة للأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات مختصة بشرط توافر قنوات اتصال فعالة<sup>(2)</sup>»

كما يعرف «السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي تتم فيه ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه<sup>(3)</sup>».

من خلال هذه التعاريف يمكن أن نعرف السوق المالي بأنه ذلك المكان الذي يلتقي فيه

1-محمد عبده محمد مصطفى، «تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة»، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص:2.

2 أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل و ادارة، دار المسيرة للتوزيع و الطباعة، عمان، ص: 110.

3 محمد مطر، ادارة الاستثمارات، الاطار النظري و التطبيقات العلمية، ط5، دار وائل للنشر، عمان، 2009، ص: 164.

أصحاب العجز في السيولة، وأصحاب الفائض فيها، حيث يقوم السوق المالي بدور الوسيط في تحويل الفائض النقدي من المدخرين إلى أصحاب المشاريع الاستثمارية، و نظرا لصعوبة هذا التحويل وارتفاع تكاليفه يتم اللجوء إلى المؤسسات المالية للقيام بدور الوسيط بين المستثمرين والمدخرين.

### 2-1 هيكلة الأسواق المالية:

تجدر الإشارة إلى أنه يجب فصل مفهوم السوق المالي عن مفهوم سوق رأس المال وعن مفهوم سوق الأوراق المالية، لأنه هناك من يخلط بين هذه المفاهيم الثلاثة و يستعملها في نفس المفهوم، والأجدر و الأصح أن المفهوم الأشمل و الأوسع هو المفهوم الأول «السوق المالي» الذي يشمل جميع الأصول المالية، الطويلة (سوق رأس المال) و القصيرة الأجل (سوق النقد) والذي يعرف على انه السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، والتي تتراوح مدتها من يوم إلى سنة<sup>(1)</sup>، أما سوق الأوراق المالية فهي سوق تندرج ضمن تقسيمات أسواق رأس المال، والذي يعرف على انه «السوق الذي تتداول فيه أدوات الاستثمار طويلة الأجل»<sup>(2)</sup>، وينقسم إلى شقين: الأسواق آجلة ( أسواق العقود المستقبلية) و هي تتعامل في الأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة و يتسلمها في تاريخ لاحق. و الشق الثاني من أسواق رأس المال هي أسواق حاضرة (سوق الأوراق المالية) و هي السوق الذي يتعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم و السندات)، و يدفع المشتري قيمة الورقة المالية أو جزء منها عند التعاقد، في مقابل انتقال ملكيتها له على الفور<sup>(3)</sup>، و تنقسم بدورها إلى قسمين هما السوق الأولية أو سوق الإصدار أين يتم فيها التعامل مع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، و القسم الثاني هي السوق الثانوية أو سوق التداول و يتم في نطاقها التعامل بيعا و شراء بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي و تم الاكتتاب فيها، وقد يتخذ السوق الثانوي شكلين هما<sup>(4)</sup>: أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، هذا الأخير الذي يحتوي على السوق الثالث والرابع.

### 3-1 دور السوق المالي في الاقتصاد:

يكمّن دور السوق المالي في الاقتصاد من خلال تمويل الاقتصاد الوطني و تطوير الهياكل الإنتاجية و تدنية المخاطر، عن طريق توفيره لمصادر تمويل للمستثمرين و تنمية الادخار و توجيهه، و ربط النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل<sup>(5)</sup>.

إن السوق المالي يتأثر بمتغيرات المحيط الخارجي المتمثل في المتغيرات الكلية للاقتصاد، كون السوق المالي مرآة عاكسة لحركة النشاط الاقتصادي عبر بوابة الأوراق المالية، و نشير إلى أن أهم

1- راجع منير صالح هندي، رسمية زكي قرياقض، الأسواق و المؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 1997، مصر، ص ص: 44-45.

2- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، دار الصفاء للنشر و التوزيع- عمان- ط 1، 2002، ص: 35.

3- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف-الإسكندرية- 1999 ص: 481.

4- راجع عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقض، أسواق المال-بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية-الإسكندرية- 2000، ص ص: 21-23.

5 Marie Henry Gérard ,les marchés financiers ,Armend Colin , Paris, p p :13-15.

المؤشرات التي تقيس أداء السوق المالي، و التي تم الاعتماد عليها في دراستنا هي: الرقم القياسي لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، معدل الدوران، حجم التداول، ويتم شرحها فيمايلي:

## 2- المؤشرات الرئيسية لأداء السوق المالي:

● الرقم القياسي لأسعار الأسهم: هو مؤشر يقيس الأداء الكلي للسوق، و يتكون من أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية(1)، ويتوقع أن يتأثر إيجابيا بمتغيرات الاقتصاد الكلي، و يرمز له بالرمز: Y1

● القيمة السوقية: يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، ولتحديد درجة تطور سوق الأوراق المالية ويقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي(2)، ويعكس هذا المعدل مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي يكون انعكاسا لتوسع حجم المعاملات المالية(3)، و يرمز له بالرمز: Y2

● حجم التداول: يقصد به قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية و يعكس القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية، ويقاس من خلال قسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي، والذي يشير إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وبالتالي يعكس هذا المؤشر بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني بصفة عامة(4) ، و قد نجد أحيانا حجم التداول صغير، إلا أن السوق قد تكون كبيرة، لذا يتعين استخدام حجم التداول و يكمل بمؤشر القيمة السوقية من أجل الحصول على معلومات سليمة.(5) ويتوقع أن يتأثر إيجابيا بمتغيرات الاقتصاد الكلي، و يرمز له بالرمز: Y3

● معدل دوران السهم: يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد، للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية، ويتم استخراج هذا المؤشر بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية خلال العام، وعليه يقيس معدل الدوران حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، ويستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات(6)، ويتوقع أن يتأثر إيجابيا بمتغيرات الاقتصاد الكلي، و يرمز له بالرمز: Y4

1 - بشير الزغبى خليفة، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978-2001)، مؤتم للبحوث والدراسات، جامعة مؤتة، المجلد 19، العدد 5، الأردن، 2004، ص: 325.

2- SARA ZERVOS ;ROSS LEVINE ; capital control liberalization and stock market development ;the W.B ploicyr search; working paper; Washington; 2000; p:15

3 - عماد محمد علي العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية ( اسبابه، انعكاساته على الاقتصاد العالمي)، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص: 62.

4- SARA ZERVOS ;ROSS LEVINE ; op.cit; p:6.

5 - عماد محمد علي العاني، مرجع سابق، ص: 63.

6 - المرجع السابق، ص:63-64

له بالرمز: Y4:

### 1-3 السياسات الاقتصادية:

- وتمثل منظومة من التدابير التي تستهدف التأثير على متغير أو مجموعة من المتغيرات الاقتصادية بصورة مباشرة أو غير مباشرة لإحداث آثار اقتصادية مرغوبة أو تجنب آثار غير مرغوبة، و صورة لتدخل الدولة للتأثير على تخصيص الموارد الاقتصادية(1). و تظم المتغيرات الاقتصادية الكلية كلا من: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة على الودائع لأجل، معدل التضخم، التي سيتم التطرق لها بالشرح فيما يلي:

### 4- الدراسة النظرية لمتغيرات الاقتصاد الكلي محل الدراسة:

- الناتج المحلي الإجمالي: يقيس هذا المؤشر مجموع القيم المضافة المحققة من طرف الأعوان الاقتصادية، خلال فترة زمنية معينة، فبقدر الزيادة في هذا المؤشر تتوفر الفرص و البدائل الاستثمارية المالية(2)، و يرمز له بالرمز: X1
- عرض النقود: و تظهر العلاقة من خلال آلية عمل البنك المركزي في جعل البنوك التجارية تودع نسبة من الاحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض، أي انخفاض أسعار الفائدة، و بالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم و من تم ارتفاع أسعارها و العكس صحيح. إضافة إلى انه إذا كانت هناك ارتفاعا في السيولة فانه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، إلا انه قد يظهر اثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم و السندات مما يعني امتصاص السيولة و انخفاض أسعار السهم و يتوقع أن يؤثر إيجابيا على مؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية ، و يرمز له بالرمز: X2
- سعر الفائدة على الودائع: هو السعر الذي تدفعه البنوك التجارية على الودائع تحت الطلب
- أو الودائع لأجل أو الودائع الادخارية، يتوقع أن زيادة سعر الفائدة على الودائع لأجل سيؤثر سلبا على مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية، و يرمز له بالرمز: X3.
- معدل التضخم: يقيس هذا المؤشر الارتفاع في المستوى العام للأسعار، معبرا عن قيمة النقود في لحظة زمنية معينة، فالتغير فيه يمكن أن يؤثر على العائد المنتظر من الورقة المالية(3)، و يرمز له بالرمز: X4:

1 عبد القادر محمد عبد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004-2005، ص: 314.

2- عصام الملا، التحليل الاقتصادي و آثاره على أسواق المال، المؤشرات الاقتصادية آثارها على أسواق الفوركس (الأسهم و السندات)، متاح على الخط: <http://www.books.mec.biz/book> تاريخ التحميل: 2014/10/10، ص: 04.

3- بشير الزغبى خليفة، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق عملن خلال الفترة (1978-1998)، مجلة دراسات العلوم الادارية، الجامعة الأردنية، المجلد 27، العدد 2، 2003، ص: 324.

## II. الجزء التطبيقي:

من أجل اختبار صحة النماذج اعتمدنا على اختبار الانحدار الخطي المتعدد الذي يشرح القدرة التفسيرية للنماذج المستعملة من هذه المتغيرات:

### 1- نموذج الدراسة:

يعتبر أسلوب الانحدار الخطي المتعدد من الأساليب الحديثة التي تتم فيها دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، و قد اعتمدنا عليه في دراستنا هذه، باستخدام العلاقة التالية:  $Y_i = F(X)$

$$Y_i = B_0 + B_1 X_1 + B_2 X_2 + B_3 X_3 + B_4 X_4 + B_5 X_5 + U$$

- حيث :

$Y_i$  : المتغيرات التابعة للنموذج القياسي حيث:  $i=1,2,3,4$

$X$  : تمثل المتغيرات التوضيحية.

$U$  : يرمز للمتغيرات التي لم ترد في النموذج.

وعليه يمكن كتابة صيغة كل نموذج من نماذج الدراسة كما يلي:

(1) النموذج الأول: يكون فيه الرقم القياسي لأسعار الأسهم هو المؤشر الدال على نشاط السوق.

(2) النموذج الثاني: يكون فيه القيمة السوقية هو المؤشر الدال على نشاط السوق.

(3) النموذج الثالث: يكون فيه حجم التداول هو المؤشر الدال على نشاط السوق.

(4) النموذج الرابع: يكون فيه معدل دوران الأسهم هو المؤشر الدال على نشاط السوق.

بعد تحليل البيانات الخاصة بمتغيرات الاقتصاد الكلي و مؤشرات أداء السوق المالي، وبعد إدخال البيانات لبرنامج SPSS تم استعمال الاختبارات التالية :

### 1- اختبار التوزيع الطبيعي:

لقد تم التأكد من أن متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي و ذلك بالاعتماد على طريقتين في المعالجة بالبرنامج الإحصائي spss: الطريقة الحسابية بالاعتماد على اختبار Kolmogorov- (K-S) والطريقة البيانية كما هو موضح في الشكل رقم 1

• الطريقة الحسابية: وهذا بالاعتماد على اختبار (K-S) و قد تم تلخيص مخرجات البرنامج في الجدول التالي:

الجدول رقم 1: نتائج اختبار (K-S)

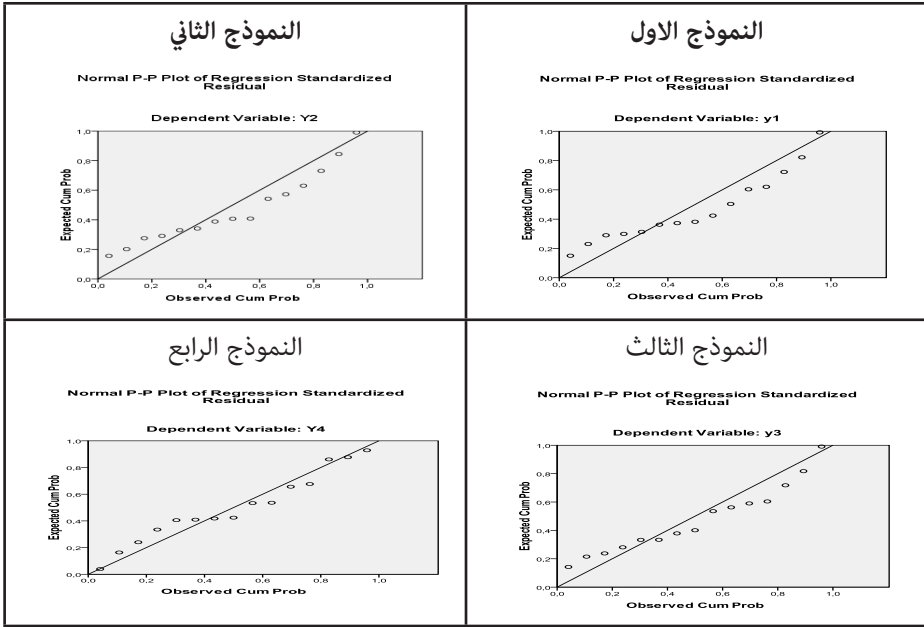
	$X_4$	$X_3$	$X_2$	$X_1$	$Y_4$	$Y_3$	$Y_2$	$Y_1$
K-S	0.692	0.841	1.014	0.9	0.587	0.505	0.344	0.979
Sig	0.724	0.479	0.255	0.392	0.882	0.960	1	0.293

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على معطيات الدراسة و برنامج SPSS.

نلاحظ ان sig لكل متغير من متغيرات الدراسة اكبر من 0.05، في كلا الاختبارين، إذن المعطيات تتبع التوزيع طبيعي، وهذا ما يدعم نتيجة الطريقة البيانية.

• الطريقة البيانية:

الشكل رقم 1: التمثيل البياني لتوزيع المعطيات طبيعياً



المصدر: من اعداد الباحث، بالاعتماد على معطيات الدراسة و برنامج SPSS.

حيث أسفر الشكل البياني أن المعطيات تتوزع بشكل عشوائي على جانبي الخط، مما يعني أنها تتوزع توزيعاً معتدلاً (أي تتبع التوزيع الطبيعي)، وهذا بالنسبة لكل نموذج من النماذج الأربعة.

2- تقدير وتحليل اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني

• نتائج الانحدار الخطي المتعدد: كل الجداول المستخرجة من برنامج SPSS المتعلقة بكل النماذج ملخصة في الملحق رقم 1.

النموذج الأول: تحليل و تقدير اثر المتغيرات الكلية في الرقم القياسي لأسعار الأسهم

ان طريقة الانحدار المستخدمة هي طريقة Enter حيث يتبين أن البرنامج قام بإدخال جميع المتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار الخطي المتعدد، وهي الطريقة المعتمدة في كل النماذج.

من الجدول الاول نلاحظ معامل الارتباط البسيط R قد بلغ (0.838) وهذا يدل على وجود علاقة ارتباطيه موجبة بين المتغيرات، بينما بلغ معامل التحديد  $R^2$  (0.703) مما يعني القوة التفسيرية الجيدة للنموذج، بمعنى أن المتغيرات المستقلة استطاعت تفسير 70.3% من العوامل المؤثرة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، في حين تعود ما نسبته 29.7% من التغيرات الحاصلة في الرقم القياسي إلى



عوامل أخرى تدخل ضمن الخطأ العشوائي و ذلك لعدم قابليتها للقياس. في حين كانت قيمة معامل التحديد المصحح مرتفعة نسبيا فقد بلغت  $R^2$  (0.584) مما يؤكد ما سبقت الإشارة إليه كون النموذج المقدر ذو جودة.

من جدول تحليل التباين والذي من خلاله يتم اختبار دلالة  $R^2$  ونلاحظ أن قيمة  $0.01\text{Sig}$ . = وهي اقل من 0.05 وهذا يدل على أن معادلة الانحدار جيدة و ذات دلالة من الناحية الإحصائية. الجدول الثالث يمثل قيم معاملات الانحدار للمقدرات والاختبارات المعنوية الاحصائية لهذه المعاملات، و نموذج الانحدار المقدر يصاغ بالعلاقة التالية:

$$Y_1 = -11226.56 + 3.789X_1 - 0.914X_2 - 233.14X_3 + 75.53X_4$$

من المعادلة السابقة فان معلمة تشير الى ان زيادة قدرها وحدة واحدة في قيمة الناتج المحلي الإجمالي تنشأ عنها زيادة في الرقم القياسي لأسعار الأسهم بمقدار 3.789 وحدة بافتراض ثبات العوامل الأخرى.

و نلاحظ من قيمة p-value المرافقة لإحصائية t أن معلمة المتغيرين و فقط ظهرت ذات معنوية بمستوى دلالة 0.05.

#### - التحليل الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير إلى أن اثر كل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، على أن العلاقة طردية بينهم، إذ تشير معلمة إلى أن زيادة قدرها وحدة واحدة في قيمة الناتج المحلي الإجمالي تنشأ عنها زيادة في  $Y_1$  بمقدار 3.789 وحدة بافتراض ثبات العوامل الأخرى، كما تشير معلمة المتغير المستقل معدل التضخم إلى مرونة  $Y_1$  بالنسبة إلى متغير معدل التضخم، فتغير معدل التضخم بنسبة 1% يؤدي إلى تغير  $Y_1$  ب 75.53 وحدة و بالاتجاه نفسه، أما بالنسبة لمتغيري عرض النقد و سعر الفائدة، فان العلاقة مع  $Y_1$ ، عكسية إذ أن زيادة وحدة واحدة في سعر الفائدة ينشأ عنها نقصان قدره 233.14 وحدة في  $Y_1$

#### النموذج الثاني: تحليل و تقدير اثر المتغيرات الكلية في مؤشر القيمة السوقية

من الجدول الاول نلاحظ بأن معامل الارتباط البسيط  $R$  قد بلغ (0.91) و هذا يدل على وجود علاقة ارتباطيه موجبة بين المتغيرات، بينما بلغ معامل التحديد  $R^2$  (0.828) أي أن المتغيرات المستقلة استطاعة تفسير 82.8% من العوامل المؤثرة في القيمة السوقية، في حين تعود ما نسبته 17.2% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية الى عوامل اخرى تدخل ضمن الخطأ العشوائي. في حين كانت قيمة معامل التحديد المصحح مرتفعة فقد بلغت  $R^2$  (0.759) مما يؤكد ما سبقت الإشارة إليه كون النموذج المقدر ذو جودة.

من الجدول الثالث جدول تحليل التباين والذي من خلاله يتم اختبار دلالة  $R^2$  فقد تبين أن قيمة  $0.001\text{Sig}$  = وهي اقل من 5% وهذا يدل على أن معادلة الانحدار جيدة و ذات دلالة إحصائية

الجدول الثالث يمثل قيم معاملات الانحدار للمقدرات والاختبارات المعنوية الاحصائية لهذه المعاملات، و نموذج الانحدار المقدر يصاغ بالعلاقة التالية:

$$Y_3 = -43264056 + 11.76X_1 - 3.16X_2 + 271.22X_3 + 776.32X_4$$

نلاحظ من قيمة p-value المرافقة لاحصائية t ان معلمة المتغيرين و فقط ظهرت ذات معنوية بمستوى دلالة 5%، ذلك لانهما اقل من مستوى الدلالة،بالاضافة الى معنوية الحد الثابت.

### - التحليل الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير إلى أن اثر كل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم على القيمة السوقية ذات علاقة طردية، إذ تشير معلمة إلى أن زيادة قدرها وحدة واحدة في قيمة الناتج المحلي الإجمالي تنشأ عنها زيادة في القيمة السوقية بمقدار 15.88 وحدة بافتراض ثبات العوامل الأخرى، كما أن تغير معدل التضخم بنسبة 1% يؤدي إلى تغير القيمة السوقية ب 265.66 وحدة و بالاتجاه نفسه، أما بالنسبة لمتغيري عرض النقد و سعر الفائدة، فان العلاقة مع القيمة السوقية، عكسية إذ أن زيادة وحدة واحدة في سعر الفائدة ينشأ عنها نقصان قدره 189.15 وحدة في القيمة السوقية، و نقصان في القيمة السوقية قدره 3.607 وحدة بالنسبة للتغير وحدة واحدة في سعر الفائدة

### النموذج الثالث: تحليل و تقدير اثر المتغيرات الكلية في مؤشر حجم التداول

نلاحظ من الجدول الثاني نلاحظ بأن قيم معامل الارتباط الثلاثة وهي معامل الارتباط البسيط R قد بلغ (0.869) و هذا يدل على وجود علاقة ارتباطيه موجبة بين المتغيرات، بينما بلغ معامل التحديد R2 (0.756) أي أن المتغيرات المستقلة استطاعة تفسير 75.6% من العوامل المؤثرة في حجم الدوران، في حين تعود ما نسبته 24.4% من التغيرات الحاصلة في حجم الدوران إلى عوامل أخرى تدخل ضمن الخطأ العشوائي. في حين كانت قيمة معامل التحديد المصحح مرتفعة نسبيا فقد بلغت R<sup>2</sup> (0.658) مما يؤكد جودة النموذج المقدر.

من الجدول الثالث جدول تحليل التباين والذي من خلاله يتم اختبار دلالة R<sup>2</sup> فقد تبين ان قيمة Sig = 0.004. وهي اقل من 0.05 وهذا يدل على أن معادلة الانحدار جيدة و ذات دلالة إحصائية .

الجدول الرابع يمثل قيم معاملات الانحدار للمقدرات والاختبارات المعنوية الإحصائية لهذه المعاملات، و نموذج الانحدار المقدر يصاغ بالعلاقة التالية:

$$Y_3 = -43264056 + 11.76X_1 - 3.16X_2 + 271.22X_3 + 776.32X_4$$

نلاحظ من قيمة p-value المرافقة لإحصائية t أن معلمة المتغيرين و فقط ظهرت ذات معنوية بمستوى دلالة 5%، ذلك لأنهما اقل من مستوى الدلالة، بالإضافة إلى معنوية الحد الثابت.

### - التحليل الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير إلى أن اثر كل من الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة ومعدل التضخم على حجم التداول، ذات علاقة طردية، إذ تشير معلمة إلى أن زيادة قدرها وحدة واحدة في قيمة الناتج

المحلي الإجمالي تنشأ عنها زيادة في حجم التداول بمقدار 11.761 وحدة بافتراض ثبات العوامل الأخرى، كما أن تغير سعر الفائدة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة في حجم التداول بمقدار 271.22 وحدة، أما معدل التضخم فإذا ارتفع بنسبة 1% يؤدي إلى تغير حجم التداول بـ 776.32 وحدة و بالاتجاه نفسه، أما بالنسبة لمتغير عرض النقد، فإن العلاقة مع  $Y_4$  عكسية إذ أن زيادة وحدة واحدة في عرض النقد ينشأ عنها نقصان قدره 3.16 وحدة في حجم التداول.

### النموذج الرابع: تحليل و تقدير اثر المتغيرات الكلية في مؤشر معدل الدوران

نلاحظ من الجدول الثاني معامل الارتباط البسيط  $R$  قد بلغ (0.893) و هذا يدل على وجود علاقة ارتباطيه موجبة بين المتغيرات، بينما بلغ معامل التحديد  $R^2$  (0.798) أي أن المتغيرات المستقلة استطاعة تفسير 79.8% من العوامل المؤثرة في حجم الدوران، في حين تعود ما نسبته 20.2% من التغيرات الحاصلة في حجم الدوران إلى عوامل أخرى تدخل ضمن الخطأ العشوائي. في حين كانت قيمة معامل التحديد المصحح مرتفعة نسبيا فقد بلغت  $R^2$  (0.717) مما يؤكد جودة النموذج المقدر.

من الجدول الثالث جدول تحليل التباين والذي من خلاله يتم اختبار دلالة  $R^2$  فقد تبين ان قيمة  $Sig = 0.002$  وهي اقل من 5% وهذا يدل على أن معادلة الانحدار جيدة و ذات دلالة إحصائية.

من الجدول الرابع يمثل قيم معاملات الانحدار للمقدرات والاختبارات المعنوية الإحصائية لهذه المعاملات، و نموذج الانحدار المقدر يصاغ بالعلاقة التالية:

$$Y_4 = -217.27 + 0.072X_1 - 0.019X_2 - 4.51X_3 + 1.02X_4$$

نلاحظ من قيمة p-value المرافقة لاحصائية t ان معلمة المتغيرين و فقط ظهرت ذات معنوية بمستوى دلالة 5%، ذلك لانهما اقل من مستوى الدلالة، بالاضافة الى معنوية الحد الثابت.

### - التحليل الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير إلى أن اثر كل من الناتج المحلي الإجمالي و معدل التضخم على معدل الدوران، ذات علاقة طردية، إذ تشير معلمة الى ان زيادة قدرها وحدة واحدة في قيمة الناتج المحلي الإجمالي تنشأ عنها زيادة في معدل الدوران بمقدار 0.072 وحدة بافتراض ثبات العوامل الأخرى، كما أن تغير معدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة في معدل الدوران بمقدار 1.024 وحدة، أما عرض النقد و سعر الفائدة، فإن العلاقة مع معدل الدوران، عكسية إذ أن زيادة وحدة واحدة في عرض النقد ينشأ عنها نقصان قدره 0.019 وحدة في معدل الدوران، وزيادة وحدة واحدة في سعر الفائدة ينشأ عنها نقصان قدره 4.51 وحدة في معدل الدوران.

### النتائج و التوصيات:

#### 1- النتائج:

على ضوء النتائج المتحصل عليها يمكن الإجابة على الإشكالية التي يتمحور عليها هذا البحث حول ما إذا كان للمتغيرات الكلية تأثير ذات دلالة إحصائية على مؤشرات السوق المالي الأردني، حيث

أسفرت نتائج النماذج المصاغة كانت معنوية بدرجة عالية، أما بالنسبة لتأثير المتغيرات فكان تأثير الناتج المحلي الإجمالي و معدل التضخم معنوي على مؤشرات أداء السوق المالي الأردني، في حين كان تأثير كل من عرض النقد و سعر الفائدة على الودائع لأجل غير معنوي و يعزى ذلك إلى أن عرض النقد المستعمل في الدراسة يحتوي على الودائع للاخارية والزمنية التي تعتبر فرص استثمارية تنافسية مع السوق المالية.

أما بالنسبة لطبيعة العلاقة بين المتغيرات الكلية و مؤشرات سوق عمان المستهدفة، فوجدت أنها علاقة طردية وقوية بين الناتج المحلي الإجمالي و معدل التضخم، مع المؤشرات المستخدمة، في حين كانت العلاقة سالبة بين عرض النقد و سعر الفائدة والمؤشرات المستخدمة، الأمر الذي يؤكد صحة الفرضيات المصاغة سابقا.

و قد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- نظرا لوجود علاقة سببية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية، وفي إطار وجود تأثير لهذه المتغيرات على أسعار الأسهم، فإنه يمكن الاستنتاج بأن سوق عمان للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة عند صيغتها شبه القوية، وذلك بسبب أنه يمكن للتغيرات في الاقتصاد الكلي أن تساهم في توقع أسعار الأسهم، وعليه يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من خلال استخدام معلومات عن متغيرات الاقتصاد الكلي.
- جاء تأثير الناتج المحلي الإجمالي على مؤشرات أداء السوق المالي الأردني طردية ومعنوية، و يعد من أقوى المؤشرات الاقتصادية قياسا لقوة الاقتصاد،
- جاء تأثير معدل التضخم على حجم التداول ومعدل دوران الأسهم غير معنويا و إيجابية، ويعزى ذلك إلى مجهودات السلطة النقدية الأردنية لتضييق التذبذبات فيه، لأنها تضع على رأس أولوياتها المحافظة على الاستقرار النقدي، فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر، فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فيزداد الطلب عليها فترتفع أسعارها وتتأثر معها أحجام التداول، ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم والتي يتوقع أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار. أما عند انخفاض المستوى العام للأسعار فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم بتنخفض أسعارها.(1) غير أن تأثيره كان إيجابيا ومعنويا على أسعار الأسهم، ويعود ذلك إلى أنه في ظل التضخم ومن خلال أثر التوهيم النقدي يؤدي إلى زيادة أسعار وعوائد الأسهم، الأمر الذي يدفع بالمستثمرين إلى زيادة الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وذلك باعتبار أن الأسهم تمثل حقوقا يتوقع أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار، لكن مع مرور الزمن يدرك المستثمرون أن هذا الارتفاع في أسعار الأسهم سببه

1 سلامة، راشد محمد صالح، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، مجلة البلقاء، المجلد 5، العدد 1، الأردن، ص ص 39-53.

- الارتفاع المستمر في الأسعار، وبالتالي يقل الطلب على الأسهم فتتجه أسعارها نحو الثبات.
- أظهرت النتائج أن أي تغير في سعر الفائدة على الودائع لأجل، و عرض النقد يحدث أثرا سلبيا على كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، و القيمة السوقية، و حجم التداول، و معدل دوران الأسهم، و ذلك يتوافق مع فكرة أن الودائع تعتبر بديلا استثماريا قليل المخاطرة مقارنة مع الأسهم، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يحث المستثمرين على إيداع ودائعهم في البنوك بدل استثمارها مما يوقف الخطط التوسعية للشركات لذا فان ارتفاع سعر الفائدة يؤثر سلبيا على أسواق الأسهم و يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.
- كما يمكن أن تؤدي زيادة عرض النقد إلى زيادة حجم الاستثمارات، و بما أن جزءاً من هذا الاستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة، فمن المتوقع أن يترك آثارا إيجابية على أسعار الأسهم و حجم التداول، ولكن قد يظهر أثر سلبي لزيادة عرض النقد يتمثل في حجم الإصدارات الجديدة، حيث أن الزيادة في عرض النقد قد يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة، والذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم(1).

## 2- التوصيات:

- يمكن للمستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية أن يأخذوا بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في الاقتصاد الكلي كعوامل مهمة ومؤثرة عند اتخاذ القرار الخاص بالاستثمار في الأسهم، وبالتالي باستطاعتهم تطوير قاعدة للتعامل بالأسهم، وذلك من أجل تحقيق أرباح غير عادية خاصة في ظل عدم كفاءة هذا السوق.
- بضرورة أخذ السلطة النقدية بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغير في عرض النقد وأسعار الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية عند صياغتها لأية قرارات تهدف تحقيق النمو الاقتصادي،
- تحقيق قدر كاف من الاستقرار الاقتصادي و السياسي و الأمني داخل البلدان التي ترغب في تطوير مكانتها المالية، إذ يعد هذا من الضرورات لتشجيع الاستثمارات و خاصة البلدان العربية عن طريق تحفيز رؤوس الأموال الأجنبية على التدفق للداخل.
- و في الأخير نتمنى أن نكون قد وفقنا في انجاز هذا البحث و الله هو الموفق.

### قائمة المراجع:

1. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل و ادارة، دار المسيرة للتوزيع والطباعة، عمان.
2. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، دار الصفاء للنشر و التوزيع-عمان- ط1، 2002.
3. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقض، أسواق المال-بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار،الدار الجامعية-الإسكندرية- 2000.
4. عماد محمد علي العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية ( اسبابه، انعكاساته على الاقتصاد العالمي)، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
5. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004-2005.
6. محمد عبده محمد مصطفى، «تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة»، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
7. محمد مطر، ادارة الاستثمارات، الاطار النظري و التطبيقات العلمية، ط5، دار وائل للنشر، عمان، 2009.
8. منير صالح هندي، رسمية زكي قرياقض، الأسواق و المؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 1997.
9. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف-الإسكندرية- 1999.
10. بشير الزغبى خليفة، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للفترة (1978-2001)، مؤتمة للبحوث والدراسات، جامعة مؤتمة، المجلد 19، العدد 5، الأردن، 2004.
11. بشير الزغبى خليفة، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق عمان خلال الفترة (1978-1998)، مجلة دراسات العلوم الادارية، الجامعة الأردنية، المجلد 27، العدد 2، 2003.
12. سلامة، راشد محمد صالح، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، مجلة البلقاء، المجلد 5، العدد 1، الأردن
13. - Marie Henry Gérard ,les marchés financiers ,Armend Colin , Paris.
14. - SARA ZERVOS ;ROSS LEVINE ; capital control liberalization and stock market development ;the W.B ploicyr search; working paper; Washington; 2000.
15. عصام الملا، التحليل الاقتصادي و آثاره على أسواق المال، المؤشرات الاقتصادية آثارها على أسواق الفوركس (الأسهم و السندات)، متاح على الخط <http://www.books.mec.biz/book> تاريخ التحميل: 2014/10/10.
16. <http://www.ase.com.jo/ar>
17. <http://www.cbj.gov.jo/arabic/>
18. [http://statisticaldb.cbj.gov.jo/index?action=level4&page\\_no=1](http://statisticaldb.cbj.gov.jo/index?action=level4&page_no=1)
19. <http://data.albankaldawli.org/indicator/PA.NUS.FCRF?page=2>