

اختبار التكامل المتزامن بين التضخم و أداء سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي
The nature of the relationship between inflation and the performance of the stock market
of the Gulf Cooperation Council states

زكرياء خدير^{1*}، عبد الحكيم سعيد²

¹مخبر مستقبل الاقتصاد الجزائري خارج قطاع المحروقات، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس،

(الجزائر)، (z.khedir@univ-boumerdes.dz)

²جامعة أحمد بوقرة بومرداس، (الجزائر)، (abdelhakim.saidj@gmail.com)

تاريخ الاستلام: 2020/05/27 ؛ تاريخ القبول: 2020/11/21 ؛ تاريخ النشر: 2021/07/10

ملخص: تناولت هذه الدراسة طبيعة العلاقة بين التضخم و أداء سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 1996-2018، بهدف تبيان هذه العلاقة في الأجلين القصير والطويل، ومدى قدرة أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي على استعادة التوازن مرة أخرى في حال وقوع أي صدمة تضخمية، ولتحقيق هذا الهدف قمنا بتحليل البيانات السنوية لمعدل التضخم والتغير في عائد مؤشر السوق باستخدام منهج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) (PANEL) وبواسطة تطبيق نموذج الانحدار التجميعي، ولتحديد مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تجمع بين التضخم وعائد مؤشر السوق المالي في سبعة أسواق مالية لدول مجلس التعاون الخليجي، أعقب ذلك تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL)، حيث بينت نتائج الدراسة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين التضخم وعائد مؤشرات سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، كما أشارت الدراسة الى أن عملية تصحيح الاختلال و العودة للتوازن حال حدوث أي ضغوط تضخمية تتم بشكل سريع حيث تستغرق هذه العملية فترة سنة بنسبة تصحيح 85%.

الكلمات المفتاح: تضخم؛ سوق الأوراق المالية؛ مجلس التعاون الخليجي؛ ARDL؛ اختلال التوازن.

تصنيف JEL: C59؛ G14

Abstract: This study examined the nature of the relationship between inflation and the performance of the stock market of the Gulf Cooperation Council states, during the period 1996-2018, with the aim of showing this relationship in the short and long term, And the extent of the ability of GCC stock markets to restore balance again in the event of any inflation shock, To achieve this goal, we analyzed annual data on the rate of inflation and change in the return of the market index using the PANEL data, By applying Pooled Regression Model (PRM), To determine the extent of a long-term balanced relationship between inflation and the return of the financial market index in seven financial markets of the Gulf Cooperation Council countries, This was followed by an estimate of the Auto-Regressive Distributed Lag (ARDL), As the results of the study indicated a long-term balance relationship between inflation and the returns of stock market indicators for the Gulf Cooperation Council countries, The study also indicated that the process of correcting the imbalance and returning to equilibrium in the event of any inflationary pressures taking place quickly, as this processtakes a yearwith a rate of 85% correction.

Keywords: Inflation; Stock market; Gulf Cooperation Council; ARDL; Imbalance.

Jel Classification Codes : G14 ; C59

* المؤلف المرسل.

I- تهييد :

يلعب القطاع المالي المتطور دورا مهما في تحقيق معدل نمو اقتصادي سريع ومستدام، فوجود قطاع مالي أكثر تطورا يعزز النمو الاقتصادي بما يحققه من تخفيض لتكاليف المعلومات والمعاملات ، وتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات ، ومن ثم فإن تحسين أداء القطاع المالي سوف يؤدي إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، وعليه نستطيع القول بوجود أثر موجب لتطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي. ويعتبر التضخم أحد العوامل المؤثرة على أداء القطاع المالي، إذ أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى زيادة تكاليف المعلومات والمعاملات مما يعيق تحقيق عملية التنمية والنمو الاقتصادي، فعلى سبيل المثال يؤدي عدم استقرار معدل التضخم إلى صعوبة التنبؤ بالتكاليف والأرباح، مما يؤدي عدم قدرة الأفراد والمشروعات على وضع خطط مستقبلية. ويصاحب ارتفاع معدل التضخم أيضا أساليب مختلفة من الكبح المالي تستخدمها الحكومات من أجل فرض قيود على القطاع المالي بهدف حماية قطاعات معينة داخل الاقتصاد القومي . ومن أمثلة هذه الأساليب وضع حدود قصوى لأسعار الفائدة، على الودائع والقروض، وضع معايير خاصة لتنظيم الائتمان الممنوح لبعض الأنشطة الاقتصادية، وفرض ضرائب على أرباح المؤسسات المالية. تسعى دول مجلس التعاون الخليجي كغيرها من دول العالم أو كغيرها من التكتلات الدولية إلى المحافظة على نمو اقتصادها باتخاذها الإجراءات المذكورة سالفا. وانطلاقا من ما أشارت إليه النظرية الاقتصادية من وجود علاقة بين التضخم كمتغير مستقل وأداء القطاع المالي كمتغير تابع، أردنا من خلال دراستنا هذه تسليط الضوء على أحد التكتلات الاقتصادية الدولية وهي تكتل دول مجلس التعاون الخليجي من أجل تحديد العلاقة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية لهذه الدول في الأجلين القصير والطويل، ومدى سرعة عملية تصحيح الاختلال والعودة إلى التوازن حال حدوث ضغوط تضخمية، وعلى ضوء هذا يمكننا طرح الإشكالات التالي:

مشكلة الدراسة:

تتمحور إشكالية دراستنا حول التساؤل الرئيسي التالي: ما هي نوعية العلاقة التي تربط التضخم وأداء سوق الأوراق المالية لمجلس لدول التعاون الخليجي؟

وللتعمق أكثر في الموضوع والإحاطة بمختلف جوانبه ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- هل هناك معنوية إحصائية للعلاقة بين التضخم وأداء السوق المالي ؟
 - 2- هل هناك علاقة توازنية طويلة المدى بين التضخم و الأداء المالي؟
 - 3- ما مدى سرعة عملية تصحيح الاختلال والعودة إلى للتوازن حال حدوث ضغوط تضخمية؟
- وبهدف المساعدة في الإجابة على هذه التساؤلات عمدنا إلى طرح الفرضيات التالية:
- H1: توجد علاقة بين التضخم و أداء السوق المالي
- H2: هناك علاقة توازنية طويلة المدى بين التضخم و أداء سوق الأوراق المالية للدول محل الدراسة
- مجتمع الدراسة:

عينة الدراسة: البيانات السنوية لمعدل التضخم والتغير في عائد سوق الأوراق المالية

مصادر جمع البيانات: المواقع الالكترونية التي تختص في نشر الإحصائيات الاقتصادية والتجارية خاصة مواقع البورصات العربية.

I.1- الدراسات السابقة:

هناك مجموعة من الدراسات تطرقت إلى موضوعنا هذا ونوجز أهمها فيما يلي:

دراسة مجدي الشوربجي(2006)¹: هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر التضخم على أداء القطاع المالي في ست من دول حوض البحر الأبيض المتوسط خلال الفترة 1988-2003، باستخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بواسطة تطبيق نماذج الآثار الثابتة مع وجود الآثار الثابتة لكل من الدولة و الفترات الزمنية. أشارت نتائج الدراسة بصفة عامة إلى وجود أثر سالب ومعنوي للتضخم على أداء كل من القطاع المصري وسوق الأسهم في الدولة المكونة للعينة محل الدراسة خلال الفترة المذكورة. كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سالب قوي للتضخم على الأداء المالي في حالة إذا كانت معدلات التضخم السائدة أكبر من المعدل المرجح للتضخم.

دراسة وسام حسين علي(2013)²: قام الباحث من خلال هذه الدراسة بدراسة أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005-2011، مستخدما نموذج متجه تصحيح الخطأ. أشارت نتائج الدراسة بصفة عامة إلى وجود أثر سالب للتضخم على سوق الأوراق المالية كما أظهرت النتائج وجود علاقة توازنية متبادلة طويلة الأجل بين التضخم ومؤشر سوق العراق لأوراق المالية.

أما دراسة Jeffrey Oxman (2012)³: تناولت هذه الدراسة العلاقة بين التضخم و عوائد الأسهم وذلك باستخدام بيانات ربع سنوية امتدت من الربع الرابع من عام 1996 الى الربع الرابع من العام 2009 حث شملت 172 مشاهدة كما تم تقسيم فترة الدراسة إلى قسمين حيث استخدم عام 19983 كنقطة فاصلة بين الفترتين، حيث طبق أسلوب الانحدار المتجه var، حيث يتضمن النموذج العوائد الإضافية بإضافة إلى علاوة المخاطر SubjectRiskPremieum و التضخم، كما تم تضمين مؤشر s&p500 و بيانات العوائد و التوزيعات، مقياس التضخم كانت بالتعديل الموسمي للرقم القياسي لسعر المستهلك cpi، و تضمين منخفض الإنفاق الشخصي الاستهلاكي pce و الرقم القياسي للمنتج ppi، و توصلت الدراسة إلى أن العوائد ترتبط عكسيا مع الأنماط المختلفة للتضخم، لكن الارتباط الوحيد ذو معنوية إحصائية كان مع الرقم القياسي للاستهلاك cpi.

أما دراسة بويد وأصحابه (2001)⁴: فقد ركزت على قياس أثر التضخم على أداء كل من القطاع المصرفي و سوق الأسهم، بواسطة ثلاثة انحدارات منفصلة هي: نموذج انحدار خطي بسيط، ونموذج انحدار خطي يسمح بتباينات أقل لمعدل التضخم و تطور القطاع المالي، ونموذجين غير خطيين. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سالبة غير خطية بين التضخم كمتغير مستقل وكل من تطور القطاع المصرفي ونشاط سوق الأسهم كمتغيرات مستقلة.

هدفت دراسة يونس جسمية إلى دراسة أثر التضخم و معدلات الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية لسوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2017 حيث استخدمت منهجية نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، حيث لم تتوصل هذه الدراسة أو لم تستطع إثبات العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين معدل التضخم ومؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية⁵.

مقارنة بين الدراسات السابقة:

بعدما تطرقنا إلى الدراسات السابقة العربية والأجنبية يمكن ملاحظة عدة نقاط تتمثل في أوجه اختلاف وأوجه تشابه بين هذه الدراسات من حيث الهدف و العينة وطريقة المعالجة، يمكن تلخيصها في ما يأتي:

الهدف: من خلال الدراسات السابقة يتضح لدينا أن كل الدراسات اشتركت في هدف واحد وهو محاولة معرفة أثر التضخم على الأداء المالي، إلا أن بعضها تطرق للأداء المالي ككل بما فيه القطاع المصرفي و قطاع سوق الأوراق المالية، في حين تطرق بعضها الآخر إلى سوق الأوراق المالية على غرار دراسة وسام حسين على (2013) التي تطرقت إلى أثر التضخم على سوق الأوراق المالية، حيث يعبر أثر التضخم على الأسواق المالية عن العلاقة بينهما .

العينة: لقد اختلفت عينات الدراسة من دراسة إلى أخرى، حيث تطرقت الدراسات السابقة على التوالي إلى 11 دولة من منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، ستة من دول حوض البحر الأبيض المتوسط، سوق العراق للأوراق المالية، سوق الأوراق المالية لنيويورك لمؤشر S&P500، سوق الأوراق المالية العماني، وهذا الاختلاف في العينات يعطينا صورة أكثر دقة وتعميم للهدف المدروس.

طريقة المعالجة: اختلفت الدراسات المشار إليها أعلاه في طريقة المعالجة فمنها ما استعمل نموذج ديناميكي لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية مع استخدام الطريقة العامة للعزوم، وأخرى استعمل فيها منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بواسطة تطبيق نماذج الآثار الثابتة، في حين استخدمت إحداها نموذج متجه تصحيح الخطأ، ودراسة أخرى استعملت ثلاثة انحدارات منفصلة هي: نموذج انحدار خطي بسيط، ونموذج انحدار خطي ونموذجين غير خطيين، كما اقتصر بعض الدراسات على أثر التضخم على السوق المالي إن كان عكسيا أم لا، بينما واصلت أخرى البحث عن العلاقة التوازنية للمتغير على المدى الطويل.

ورغم هذه الاختلافات في العينة وطريقة المعالجة لكل الدراسات السابقة إلا أنها في الأخير خلصت إلى نتيجة أساسية مفادها وجود أثر سلبي للتضخم على الأداء المالي.

أما عن الدراسة الحالية التي قمنا بها فاشتركت مع الدراسات السابقة في الهدف نفسه وهو محاولة معرفة أثر التضخم على أداء السوق المالي لكن اختلفت في عينة وفترة الدراسة، أما عن طريقة المعالجة فاستعملت منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، ثم لإيجاد العلاقة التوازنية طويلة المدى استعملت منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL، وفي هذا الأخيرة تختلف دراستنا هذه عن الدراسات السابقة، أما عن النتائج فتوصلت إلى نفس النتائج وهي الأثر السالب للتضخم على أداء السوق المالي، بالإضافة إلى ذلك توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين التضخم وأداء السوق المالي للعينة محل الدراسة.

I.2- الأدبيات النظرية

ستتطرق في هذا المدخل إلى تعريف سوق الأوراق المالية وتقسيمها الوظيفي ووظائفها، لنعرج بعدئذ على مفاهيم عامة حول التضخم وعرض العلاقة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية.

I.2-1- تعريف سوق الأوراق المالية:

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين للبائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع و شراء عدد من الأسهم و السندات داخل الأسواق، اما عن طريق السماسرة أو الشركات العالمية في هذا المجال، كما يعرف سوق الأوراق المالية أيضا على أنه مكان يلتقي فيه البائعون و المشترين لإتمام الصفقات المالية في ما بينهما و تبادل الأصول المالية، سواء كان ذلك لتبادل الأصول قصيرة الأجل أو المتوسطة أو الطويلة، حيث يتم التبادل بطريقة منظمة و مدروسة اعتمادا على القوانين و اللوائح و التعليمات التي تضمن سير هذه العملية بنجاح تحديدا للعائد المتوقع. وبما يتناسب مع المخاطر المحتملة⁶.

أولاً: التقسيم الوظيفي لسوق الأوراق المالية:

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية من حيث الوظيفة إلى ما يلي:

1 - السوق الأولية:

تعرف هذه الأسواق بأنها الأسواق التي تتمكن من خلالها الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات التزود برأس المال الضروري لتغطية احتياجاتها المالية، وذلك بواسطة عملية الإصدار الأولي للأوراق المالية، وذلك بغية تأسيس شركات جديدة، حيث تقوم بطرح أسهم للاكتتاب لأول مرة أو زيادة في رأس المال لشركات قائمة أو سندات بهدف زيادة مواردها المالية في إطار مخطط النمو الخارجي، وتتم عملية البيع في السوق الأولي بالتبايع الأسلوبين التاليين:

- ✓ التعامل المباشر حيث يتم التعامل مع المستثمرين بالاعتماد على العلاقات الشخصية مع المصدرين للورقة المالية.
- ✓ التعامل غير المباشر ويعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يتولون مسؤولية الإصدار و تغطية الاكتتاب و تحمل مخاطر تقلب الأسعار.

2 - السوق الثانوية:

تعرف هذه الأسواق بأنها الأسواق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وهنا يتم بيع الحقوق وشراؤها دون المساس بأصل الثروة المتثلة في أصول المشروع حيث تخضع عمليات البيع و الشراء لقوانين العرض والطلب. تكمن أهمية السوق الثانوية في أن المساهم مضطر لانتظار تاريخ استحقاق الورقة المالية من أجل استيفاء حقوقه والحصول على سيولة في حال غياب هذا السوق، لكن بوجودها يمكن للمساهم التخلي عن الورقة المالية بشكل آبي إما لتحقيق السيولة أو لجني الأرباح في حال ارتفاع الأسعار.

ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية :

يمكن تقسيم الوظائف الأساسية للأسواق المالية إلى وظائف أساسية و أخرى ثانوية.

1 - الوظائف الأساسية لسوق المال:

يمكن حصر الوظائف الأساسية لسوق المال في النقاط التالية:

- ✓ تسهيل الأصول المالية أو جزءا منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.
- ✓ مراقبة وتأشير حركة الأسعار لكل الصفقات وعمليات المضاربة تبعاً لقوى الطلب و العرض.
- ✓ تمكن من قياس التأثيرات السياسية و الاقتصادية و الأمنية على حالة الاقتصاد.
- ✓ إن احتواء سوق المال على مؤشرات لمختلف العمليات يعطي دلالات كمية واضحة عن حالة الاقتصاديات المحلية و العالمية
- ✓ يعتبر سوق المال مصدراً رئيسياً لمصادر التمويل بين المؤسسات و المستثمرين التي تتميز بانفتاح رأسمالها على المتعاملين الماليين.

2 - الوظائف الثانوية لسوق المال:

يتولى سوق الأوراق المالية بعض الوظائف الثانوية نذكر منها ما يلي:

- ✓ يعتبر سوق المال هيئة رقابية خارجية ذات موضوعية، تساهم في مراقبة أداء المؤسسات وذلك اعتمادا على التقلبات في الأسعار، باعتبار أن سعر الورقة المالية مؤشر جيد للأداء.
- ✓ تتوفر هذه الأسواق على مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار من شتى مجالات الاستثمار.⁷

3- العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

يتبع سوق الأوراق المالية حالة الاقتصاد، لذلك فهو يتأثر بالحالة الاقتصادية سواء الاقتصاد المحلي أو الاقتصاد الدولي، والسياسة تؤثر أيضا على سوق الأوراق المالية بما لها من قرارات أو قوانين تعمل على صعود سوق الأوراق المالية أو هبوطها، ويمكن حصر العوامل المؤثرة على سوق الأوراق المالية في العناصر التالية:

1. السياسة المالية: يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة المالية كالضرائب على سبيل المثال والتي تعتبر كأحد المصادر الرئيسية للإيرادات، فإن تخفيض معدلات الضرائب سينعكس بالضرورة على أسعار أسهما في السوق بالارتفاع والعكس صحيح.
 2. السياسة النقدية: ويقصد بالسياسة النقدية مدى سيطرة الحكومة على معروض النقود، والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة للنقود المحتفظ بها عند الجمهور، فإن أخذنا عرض النقود مثلا كأحد متغيرات السياسة النقدية، إن الزيادة في هذا العنصر ستنعكس على أسعار الفائدة بالانخفاض، وهو ما من شأنه تشجيع الاستثمار و رفع مستوى أسعار أسهم الشركات التي حققت أرباح، كما يمكن أن يكون لها تأثير عكسي نتيجة ارتفاع معدل التضخم.
 3. سعر الصرف: يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى شراء الأوراق المالية التي تدر عائدا بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة و العكس صحيح.
 4. التضخم: يمكن القول أن زيادة الأسعار عموما (التضخم) غير ملائمة لارتفاع الأسعار في البورصة، بمعنى أن الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها في جميع الحالات قيم حمائية أو هروبية آمنة من الآثار التضخمية، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تؤثر عكسيا على أسعار الأسهم.
 5. سعر الفائدة: تمثل الأوراق المالية أصولا مالية فمن الطبيعي أن تقيّمها في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في السوق في نفس اللحظة و الذي هو ثمن النقود، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا مع بقاء الأشياء الأخرى ثابتة كلما أدى ذلك إلى انهيار أسعار البورصة.
 6. حجم الناتج القومي: إن تأثير التقارير على حجم الإنتاج القومي قد يكون لها أثر إيجابي أو أثر سلبي على أسعار البورصة، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل في المستقبل مما يزيد من حركة التعامل الأسهم.⁸
- وبما أن دراستنا تخص أثر التضخم على أداء سوق الأوراق المالية، وجب علينا أن نعرّف التضخم ولو بإيجاز.

2.1- مفاهيم عامة حول التضخم:

تعتبر مشكلة التضخم إحدى المشاكل الاقتصادية الخطيرة التي تعاني منها دول العالم، المتقدمة منها والنامية على حد سواء، فالتضخم يحدث في حالة اختلال اقتصادي ينعكس بصورة مباشرة وغير مباشرة على كل الحسابات الاقتصادية وكذلك يؤثر على الموازنات الداخلية والخارجية. ومما يزيد من مشكلة التضخم تعقيدا أنها ذات طبيعة ديناميكية تنشأ بداية لسبب معين، ثم لا تلبث أن تتحول إلى عملية تتراكم آثارها خلال بعد زمني معين، كما أنها تظهر وتستمر نتيجة تفاعل مجموعة متداخلة من العوامل النقدية والحقيقية والهيكلية.

1- تعريف التضخم:

يعرف التضخم بأنه الارتفاع العام في معدلات الأسعار وببساطة فهو نقود كثيرة تطرد سلعا وخدمات قليلة، ومن وجهة نظر المدير المالي فإن للتضخم تأثير كبير على الكثير من المقررات المالية، وتؤثر في هذه المقررات في العديد من النواحي.

2- تأثير التضخم على المقررات المالية:

- يؤثر التضخم على المقررات المالية في أوجه عدة نوجزها فيما يلي:
- 1- تأثير التضخم على قرارات التمويل بأموال الاقتراض أو بأموال الملكية، وذلك من خلال تأثيره على القوة الشرائية للنقود حيث يرتبط بعلاقة عكسية مع هذه القوة.
 - 2- تأثير التضخم على أسعار الصرف والعملات.
 - 3- تأثير التضخم على المقررات المتعلقة بالاستيراد والتصدير، حيث يؤثر التضخم النسبي في بلد ما، أي عندما يكون معدل التضخم في ذلك البلد أعلى من معدل التضخم في البلدان الأخرى التي يتعامل معها ذلك البلد تجاريا.⁹

4- تأثير التضخم على أداء سوق الأوراق المالية.

3- العلاقة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية:

تنتقل آثار التضخم على أداء أسواق الأوراق المالية بطريقتين هما:

1 آلية انتقال الآثار الايجابية للتضخم على أسواق الأوراق المالية¹⁰:

✓ إن ارتفاع المستوى العام للأسعار(معدلات التضخم) سوف يؤدي إلى انخفاض الثقة بالعملة النقدية، مما يدفع المستثمرين في الأسواق إلى الهروب من ضريبة التضخم من خلال اقتنائهم أو تفضيلهم لأسهم بدلا من احتفاظهم بالنقود، لأن احتفاظهم بالنقود سوف يعرضهم إلى الخسارة وهي انخفاض قيمة النقود-انخفاض قيمتها الحقيقية-، لهذا فان المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال يلجأون إلى التخلص من خسائر هذا الانخفاض وتوجيه أموالهم نحو الأسواق المالية، والسبب في ذلك أن أسعار الأسهم و السندات تعكس القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر في هذه الأوراق والذي يتغير مع التغير الذي يحصل في معدلات التضخم، مما يؤدي إلى زيادة عمليات التداول في الأسواق المالية.

✓ إن ارتفاع المستوى العام للأسعار(ارتفاع أسعار المنتجات) سوف يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات، وبالتالي فان هذه الزيادة تعمل على زيادة الطلب من قبل المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال على أسهمها وخصوصا إذا علمنا أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يكون أسرع وأعلى من ارتفاع التكاليف، فان ارتفاع معدلات التضخم يعقبها ارتفاع في التكاليف(ارتفاع عوائد أصحاب عناصر الإنتاج)، ولكن هذا لا يحدث على الفور بل هناك فترة ليست بالقصيرة لكي تستجيب للارتفاعات الحاصلة في أسعار المنتجات، مما يعمل على زيادة أرباح الشركات التي تؤدي إلى زيادة تداول أسهمها وبالتالي زيادة التداول في السوق(تطور أداء السوق بشكل إيجابي نتيجة ارتفاع المستوى العام لأسعار.

2 آلية انتقال الآثار السلبية للتضخم على أسواق الأوراق المالية:

إن وصول معدلات التضخم إلى حدود معينة واستمرارها في الارتفاع يؤدي إلى التأثير بشكل معاكس على أسواق الأوراق المالية ويعود إلى عدة أسباب منها:

✓ يدفع الارتفاع المستمر في معدلات التضخم سوف الدول إلى اتخاذ العديد من الإجراءات الخاصة بها، منها فرض ضرائب على الشركات التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض أرباح وعوائد الشركات المصدرة للأسهم، ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للأسهم مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم والذي يؤدي إلى انخفاض أداء السوق¹¹.

✓ إن ارتفاع معدلات التضخم بصورة مستمرة قد يدفع البنوك المركزية إلى اتباع سياسة نقدية انكماشية، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع و الخدمات المنتجة من قبل الشركات، والذي ينعكس في انخفاض التدفقات النقدية لديها-انخفاض الإيرادات- والذي يعمل على انخفاض حجم التداول بالأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها السوقية

يؤدي ارتفاع معدلات التضخم سوف إلى تغيير القيمة السوقية للشركة، إذ تتأثر القيمة السوقية للشركة بعوامل عدة منها العوامل الاقتصادية التي أهمها معدلات التضخم، حيث كشفت عدة دراسات عن حجم هذا التأثير الذي يعادل تماما حجم التأثير الذي تحدثها لظروف الخاصة بالمنشأة نفسها، وبعبارة أخرى أكثر دقة أن نسبة تتراوح بين 30-50 من التغير في سعر السهم تعزى إلى الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة التي أصدرت السهم، وهذا يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في السوق المالية الذي ينعكس على مؤشر العام للسوق¹².

II - الطريقة والأدوات :

البيانات:

شملت الدراسة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي كبيانات مقطعية (N=7) وهي: سوق أبو ظبي، سوق البحرين، سوق السعودية، سوق الكويت، سوق دبي سوق مسقط سوق الدوحة، للفترة الزمنية من 1996 إلى 2018 (T=23) وبجسم عينة 161 مشاهدة (N*T=161). تم الحصول على بيانات الدراسة بالاعتماد على موقع Perspective Monde، البنك الدولي، صندوق النقد العربي وآخرون، والنموذج الرياضي المقدر للدراسة حسب المعادلة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} \quad t=1,2,\dots,7, i=1,2,\dots,23 \quad (1)$$

حيث نرسم للتضخم بـ INF ، و نرسم لعائد الأسواق محل الدراسة بـ VIM

II-1 اختيار النموذج الملائم باستخدام معطيات بانل (PANEL)

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها (W.Green) (1993) ومن هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model (PRM)، نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model (REM)).
ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسية في T من الفترات الزمنية فان نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة التالية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^K B_j X_j(i,t) + \varepsilon_{it} \quad .i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T \quad (2)$$

حيث أن: y_{it} تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t ، $B_{0(i)}$ تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i ، B_j تمثل قيمة ميل خط الانحدار، $X_j(i,t)$ تمثل قيمة المتغير التفسيري j في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t ، وأن: ε_{it} تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t . يعتمد تقدير المعلمات للنموذج في المعادلة (1) على نوع نموذج البيانات الطولية المستخدم.

II-2 دراسة استقرارية متغيرات النموذج :

تتمثل هذه الخطوة في تحليل بيانات النموذج في اختبار استقرارية السلاسل الزمنية والمقطعية. فرضية اختبار الاستقرارية تكون كالآتي:

نستخدم احتمالات الاختبارات t Levin, Lin & Chu، F Im, Pesaran and Shin، F ADF - Fisher، F PP - Fisher Chi-square نرفض الفرضية العدمية إذا كان $Prob$ أقل من 5%. والحكم النهائي على استقرارية نموذج بانل من عدمه حسب نتيجة أغلبية الاختبارات.

II-3 دراسة التكامل المشترك:

سنعتمد في دراستنا على منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة-ARDL (Autoregressive Distributed Lag) وهي طريقة تعتمد علاقة تكامل متزامن مقترحة من طرف Pesaran & Pesaran (1997) و Pesaran & Shin (1995, 1999)، حيث تفوق تقنية ARDL على جميع تقنيات التكامل المتزامن، ويمكن تطبيق علاقة التكامل المتزامن لسلاسل مختلفة درجة التكامل، أي تكون من الدرجة $I(0)$ أو $I(1)$ ، أو كلها من نفس درجة التكامل (0 أو 1)، ولا تقبل هذه التقنية درجة تكامل (2) أو أكثر. تهتم بمشكلة (endogeneity). هذه التقنية مساعدة في تحديد درجة تأخر السلاسل عند النمذجة. خلافا لتقنية VAR فإن علاقة التكامل المتزامن ل ARDL تستوعب عدد كبير من المتغيرات. وأخيرا هذه التقنية أكثر دقة من التقنيات الأخرى و تعطي نتائج متعددة و جيدة خاصة في العينات الصغيرة، فمثلا نموذج تصحيح الخطأ يمكن اشتقاقه في تقنية ARDL من خلال التحول إلى نموذج انحدار بسيط ECM يعطي مقدرات الأجل القصير دون نسيان معطيات الأجل الطويل¹³.

دراستنا تعتمد على النماذج ذات التأخر التراجعي (Model a retard echelonné)، كما نتخذ طريقة (Pesaran et al (2001) في دراسة وجود علاقة بين المتغيرات على المدى الطويل. و يكتب النموذج على الشكل التالي:

$$\nabla VIM = c + \delta_1 I_{t-1} + \delta_2 VIM_{t-1} + \sum_{j=0}^P \alpha_j \nabla VIM_{t-j} + \sum_{j=0}^P \omega_j \nabla INF_{t-j} + \mu_t \dots \dots (3)$$

حيث: ∇ يعبر عن الفروقات الأولى. μ يعبر عن الخطأ العشوائي VIM هو المتغير التابع، و INF المتغير المستقل.

خلال المرحلة الأولى نقوم باختبار وجود علاقة التكامل المتزامن COINTEGRATION في المدى الطويل، و ذلك بتطبيق اختبار فيشر على المتغيرات بتأخيرها سنة واحدة. و نختبر الفرضية العدمية:

$$H_0: \delta_1 = \delta_2 = 0$$

إذا كانت هناك علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل بين المتغيرات، فإننا سنتطرق في هذه المرحلة إلى خطوتين: الأولى سوف نقوم بتقدير النموذج الشرطي في الأجل الطويل للمتغير التابع VIM، و تكتب المعادلة على الشكل التالي:

$$VIM = c + \sum_{j=0}^{P_2} \alpha_j VIM_{t-j} + \sum_{j=0}^{P_2} \omega_j INF_{t-j} + \mu_t \dots \dots \dots (4)$$

وذلك باعتبار جميع المتغيرات ذات منشأ داخلي وكما يتم تحديد درجة تأخر كل سلسلة اعتمادا على اختياري AIC أو SCH في الخطوة الثانية يتم اختبار النموذج الشرطي باتخاذ الفروقات الأولى لكل سلسلة، و هو عبارة عن النموذج المصحح للأخطاء. و يكتب هذا الأخير على الشكل التالي:

$$\nabla VIM = c + \sum_{j=0}^{P_2} \alpha_j \nabla VIM_{t-j} + \sum_{j=0}^{P_2} \omega_j \nabla INF_{t-j} + \nabla ECM_{t-1} + \mu_t \dots \dots \dots (5)$$

أين ω_j, α_j هي المقدرات التي تعبر عن ديناميكية النموذج في المدى القصير لكي يتقارب هذا النموذج إلى التوازن. (V) معامل تصحيح الخطأ يقوم بقياس سرعة التعديل، و يكتب نموذج الخطأ المصحح على الشكل التالي:

$$ECM_t = VIM_t - C_0 - \beta_1 INF_t \dots (6)$$

III- النتائج ومناقشتها :

III-1 النموذج الملائم:

خلصت النتائج على أن النموذج الملائم باستعمال نماذج بانلهو نموذج الانحدار التجميعي والذي نعتبر عليه بالعلاقة الرياضية التالية:

$$VIM = 17.92 - 2.92*INF \dots \dots \dots (7)$$

T.STAT (4.92) (-2.31)

(0.0000) (0.022)

$$R^2=0.034, F\text{-statistic}= 5.35, \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.022$$

حيث ومن خلال الملحق رقم 1 نلاحظ أن النموذج له إحصائية معنوية في مجمله وذلك لأن احتمال إحصائية فيشر أصغر من 0.05 .

III-2 نتائج الإستقرارية للمتغيرات النموذج:

يظهر الجدولين (1 و 2) على التوالي نتائج اختبار الاستقرارية للنموذج المختار لكل متغير على حدى، متغير عائد مؤشر السوق المالية (VIM) أهما مستقر عند مستواه (0) في الفترة المدروسة 2، أما متغير التضخم (INF) فهو غير مستقر إلا بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وعليه فإن هذا الأخير مستقر من الدرجة الأولى (1) I. وبناء على الفرضية كون أغلب الاختبارات الاحصائية بالنسبة للمتغير INF، أين prob أصغر من 0.05 فمنه السلسلة مستقرة أي أن درجة تكاملها d(1). كما ذكرنا سابقا، لقد ظهر من نتائج اختبار الجذر الأحادي أن السلسلة INF متكاملة من الدرجة (1) I، في حين أن السلسلة VIM فهي متكاملة من الدرجة (0) I، و لا يوجد أي سلسلة تحوي درجة تكامل (2) I. وهذا ما يجعلنا نبحث على العلاقة طويلة المدى. منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوة الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL.

III-3 نتائج العلاقة التوازنية:

نتقل في هذه المرحلة لاختبار وجود علاقة توازنية بين المتغيرات محل الدراسة باستخدام منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL، ولكن قبل إجراء هذه المنهجية من الضروري أن نحدد طول فترة الإبطاء (التأخير) التي تحقق أفضل تقدير للنموذج المختار، وقد قمنا بإجراء الاختبارات على عدة فترات إبطاء وتم اختيار طول فترة الإبطاء ذات أصغر قيمة لمعياري AIC, SIC، ومن خلاله الجدول رقم (3) تم تحديد فترات الإبطاء المثلى p, q بـ (2,2) ومنه النموذج المختار هو ARDL(2,2).

III-3 نتائج نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL

- يظهر الجدول رقم (4) نتائج تقدير النموذج ARDL(2,2) ، حيث يتمثل الأجل القصير في المقدرات المؤخرة (2- vim) d و (inf-2) d حيث نلاحظ من قراءة النتائج أن هذه المتغيرات لها إشارة موجبة. أما الأجل الطويل فيتمثل في المقدرات -1 vim و -1 inf التي لها تأثير سالب ومعنوي على أداء السوق المالي قدر بـ -0.85 و -2.30 على التوالي.

- استعملنا اختبار Wald حيث يُعدُّنا هذا الاختبار بقيمة فيشر المحسوبة، والتي نقارنها بالقيم الجدولة لبيسران من أجل الكشف على علاقة التكامل المتزامن بين المتغيرات وهو ما بينه الجدول رقم (5) و الملحق رقم (2).
- ومن خلال الجدول رقم (5) و الملحق رقم (2) نلاحظ أنه يوجد علاقة ما بين التضخم وعائد سوق الأوراق المالية في الأجل الطويل، يبين اختبار Wald وإحصائية فيشر المحسوبة أنها أكبر من القيمة العليا عند مستوى 5%، $4.47 < 50.72$.
- ومنه توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين
- و للتحقق من وجود هذه العلاقة استعملنا أيضا نموذج ARDL للأخطاء المصححة بالاستعانة بمقدر تصحيح الخطأ، إذا كان المقدر ذو إشارة سالبة ومعنوي إحصائيا، مما يعنى وجود علاقة أجل طويل ما بين المتغيرات، وهو ما تحصلنا عليه من خلال تقدير النموذج رقم (3) كما هو مبين في الملحق رقم (3). حيث تحصلنا على النتائج التالية:

على المدى الطويل: (أنظر الملحق رقم 3)

$$\text{بالنسبة لأثر التضخم على عائد سوق الأوراق المالية في المدى الطويل، فإنه يساوي } \frac{-\delta_2}{\alpha_2} = \frac{-(-1.97)}{(-0.85)} = -2.31$$

أي: إذا زاد التضخم بـ 10% في المدى الطويل فإن ذلك سيؤدي إلى نقصان في عائد السوق المالي إلى بنسبة 23,1%، أو بعبارة أخرى كل ما زاد التضخم بـ 1% في المدى الطويل فإن ذلك سيؤدي إلى نقصان في عائد السوق المالي إلى بنسبة 2,31%.

على المدى القصير:

$$\text{بالنسبة لأثر التضخم على سوق الأوراق المالية في المدى القصير، فإنه يساوي إلى } \frac{-\omega_2}{\alpha_2} = \frac{-(-1.92)}{(0.14)} = 13.7$$

أي: إذا زاد التضخم بـ 10% في المدى القصير، فإنه سيؤدي إلى نقصان في عائد السوق المالي بنسبة 137%.

III-4 نتائج العلاقة التوازنية

- بما أن معلمة حد تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية عند مستوى المعنوية 5% كما هو مبين في الجدول رقم (6)، فإن نموذج تصحيح الخطأ مقبول. وهذا ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية.
- ويتضح لنا من معلمة تصحيح الخطأ ($\nu = -0,85$)، أنه عندما ينحرف التضخم في المدى القصير في الفترة ($t-1$) عن قيمها التوازنية في المدى الطويل، فإنه يتم تصحيح ما يعادل 85% من هذا الانحراف في الفترة (t)، أي أن الاحتمال في التوازن يصحح كل سنة بمقدار 85%.

IV- الخلاصة:

- تمثل هذه الدراسة محاولة للمساهمة في إثراء الأدب الاقتصادي التجريبي، وذلك من خلال محاولة إيجاد طبيعة العلاقة التوازنية بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL)، وبعد هذا التقدير والتحليل الذي قمنا به في هذه الدراسة تمكنا من الخروج بالنتائج الآتية:
- تبين من خلال الدراسة أن هناك علاقة غير خطية بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.
- أظهرت نتائج منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين التضخم وسوق السوق المالي.
- توجد علاقة تكامل متزامن بين التضخم وأداء السوق المالي في الأجل الطويل، حيث بلغ الأثر (-2.31) أي كلما زاد التضخم بـ 10% يؤدي ذلك إلى انخفاض عائد السوق إلى 23.1%.
- أما فيما يخص قوة الإرجاع نحو التوازن (تصحيح الخطأ)، فإن انحراف التضخم في المدى القصير في الفترة ($t-1$) عن قيمها التوازنية في المدى الطويل سيتم تصحيح ما يعادل 85% من هذا الانحراف في الفترة t أي أن الاحتمال في التوازن يصحح كل سنة بمقدار 85%.
- كما نقترح أن يتطرق الباحثون مستقبلا إلى طبيعة العلاقة بين التضخم وسوق الصرف لبعض الدول العربية.

- ملاحق:

الملحق(01): نموذج الانحدار التجميعي (PRM)

الملحق(2): اختبار Wald

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	50.72280	(2, 124)	0.0000
Chi-square	101.4456	2	0.0000

Null Hypothesis: C(4)=C(5)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(4)	-0.851211	0.084559
C(5)	-1.972706	0.971009

Restrictions are linear in coefficients.

Dependent Variable: VIM
Method: Panel Least Squares
Date: 12/20/19 Time: 15:01
Sample: 1996 2018
Periods included: 23
Cross-sections included: 7
Total panel (unbalanced) observations: 153

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.92516	3.642053	4.921718	0.0000
INF	-2.129097	0.920420	-2.313179	0.0221

R-squared	0.034223	Mean dependent var	12.47627
Adjusted R-squared	0.027827	S.D. dependent var	34.84687
S.E. of regression	34.35861	Akaike info criterion	9.924568
Sum squared resid	178257.6	Schwarz criterion	9.964181
Log likelihood	-757.2294	Hannan-Quinn criter.	9.940660
F-statistic	5.350795	Durbin-Watson stat	1.703902
Prob(F-statistic)	0.022063		

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.1

الملحق (3)

الملحق(2.2) تقدير النموذج المقبول ARDL

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: D(VIM) Method: Panel Least Squares Date: 01/09/20 Time: 14:30 Sample (adjusted): 1999 2018 Periods included: 20 Cross-sections included: 7 Total panel (unbalanced) observations: 129									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	16.54457	4.080328	4.054715	0.0001					
D(VIM(-2))	0.146402	0.061520	2.379756	0.0188					
D(INF(-2))	1.929589	1.038450	1.858143	0.0655					
VIM(-1)	-0.851211	0.084559	-10.06641	0.0000					
INF(-1)	-1.972706	0.971009	-2.031604	0.0443					
R-squared	0.456593	Mean dependent var	1.047287						
Adjusted R-squared	0.439063	S.D. dependent var	43.08352						
S.E. of regression	32.26770	Akaike info criterion	9.823999						
Sum squared resid	129109.4	Schwarz criterion	9.934845						
Log likelihood	-628.6480	Hannan-Quinn criter.	9.869038						
F-statistic	26.04745	Durbin-Watson stat	2.121869						
Prob(F-statistic)	0.000000								

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.1

الجدول (1): نتائج اختبارات جذر الوحدة لتغيرات النموذج عند مستواها $I(0)$

VIM	INF	الرتبة	إحصائية الاختبار
-5.27 (0.000)	-2.45 (0.007)	I (0)	Levin, Lin & Chu t
-6.79 (0.000)	-2.23 (0.000)	I (0)	Im, Pesaran and Shin W-stat
67.60 (0.000)	23.97 (0.04)	I (0)	ADF - Fisher Chi-square
72.07 (0.000)	24.09 (0.04)	I (0)	PP - Fisher Chi-square

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

الجدول رقم (2): نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات للنموذج عند الفروقات الأولى (1) I

إحصائية الاختبار	الرتبة	INF
Levin, Lin & Chu t*	I (1)	-12.90 (0.0000)
Im, Pesaran and Shin W-stat	I (1)	-11.76 (0.0000)
ADF - Fisher Chi-square	I (1)	119.96 (0.000)
PP - Fisher Chi-square	I (1)	123.58 (0.000)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

الجدول (3): درجات الابطاء

LAG	AIC	SIC
ARDL(4,4)	9.92	10.18
ARDL(4,2)	9.92	10.14
ARDL(2,2)	9.82	9.93
ARDL(1,4)	9.89	10.08
ARDL(2,1)	9.85	9.98
ARDL(1,2)	9.85	9.98

المصدر: اعداد الطالب (اعتمادا على مخرجات Eviews9)

الجدول (04): نتائج اختبار النموذج ARDL(2,2).

الاختبار	المقدرات	المتغيرات
$R^2=45$	0.146(0.018)	d(vim -2)
$F=26.04(0.00)$	1.14(0.06)	d(inf-2)
Durbin-Watson stat 2.12	-0.85(0.000)	vim -1
	-1.97(0.044)	inf-1
	16.54(0.0001)	c

المصدر: اعداد الطالب (اعتمادا على مخرجات Eviews9)

الجدول (05): نتائج تطبيق علاقة التكامل المتزامن لـ PESARAN(2001)

المتغير التابع هو VIM	$F=50.72$	
درجة المعنوية	القيمة الدنيا	القيمة العليا
%5	3.19	4.47
%10	2.65	3.79

المصدر: اعداد الطالب (اعتمادا على مخرجات Eviews9)

الجدول (6): تقدير نموذج تصحيح الخطأ

الاحتمال	المقدرات	المتغيرات
0.018	0.14	d(vim -2)
0.06	1.88	d(inf-2)
0.000	-0.85	Ecm(-1)
DW=2.11	$R^2=0.45$	$F=34.99(0.000)$

المصدر: اعداد الطالب (اعتمادا على مخرجات Eviews9)

- الإحالات والمراجع :

- مجدي الشور بجي(2006)، أثر التضخم على أداء القطاع المالي في دول حوض البحر المتوسط. مجلة التنمية و السياسات الاقتصادية: المعهد العربي للتخطيط، الكويت.8(2)،ص.8.
- 2- م.م.وسام حسين علي(2013)، أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2005-2011) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ(VECM)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق،5(10)، ص.77
- ³Oxman, J. (2012). **Price inflation and stock returns**. Economics Letters Opus College of Business :University of St. Thomas,United States 116(3),pp385-388.
- 4- مجدي الشور بجي، مرجع سبق ذكره، ص 10.
- ⁵-يونس شمسية(2019)، أثر التضخم و معدلات الفائدة على أداء سوق الأوراق المالية:دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية(1990-2017): (مذكرة ماستر): جامعة بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية.
- ⁶شريط، صلاح الدين. (2018)، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، القاهرة : دار حميثرا للنشر و الترجمة، ص.28.
- 7-إلياس بن ساسي و يوسف قريشي(2006)،التسيير المالي، الإدارة المالية دروس وتطبيقات: دار وائل للنشر، ص.434
- 8-حسين عبد المطلب الأسرج(2005)، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة: كتاب الأهرام الاقتصادي. 209ص ص.17-21.
- ⁹-محمد الفاتح محمود بشر المغربي(2018)، التمويل والاستثمار في الإسلام، القاهرة : الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، ص.67-68.
- 10- م.م.وسام حسين علي، مرجع سبق ذكره، ص79.
- 11-منير ابراهيم هندي(1999)،أدوات الاستثمار في أسواق رأس مال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الاسكندرية: المكتب العربي الحديث،ص.166.
- 12- منير هنري مرجع سابق الذكر ص 215-216
- ¹³-Afzal. M., Malik. M. E., Begum. I., Sarwar. K., & Fatima. H. (2012). **Relationship among education, poverty and economic growth in Pakistan: an econometric analysis**. Journal of Elementary Education, 22(1), pp. 23-45.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

زكرياء خذير، عبد الحكيم سعيح ، (2021)، اختبار التكامل المتزامن بين التضخم و أداء سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي ، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد07(العدد01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص49-60.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Journal Of Quantitative Economics Stadies is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.