



جامعة غرداية  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم الإقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
في ميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارية  
تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي  
بعنوان:

## أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم

من إعداد الطلبة:

- بلقاسم تقار

- فيروز زيطة

تم مناقشة المذكرة علنا بتاريخ ..... من طرف اللجنة المكونة من السادة الأساتذة:

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة غرداية		
مشرفا ومقررا	جامعة غرداية	أستاذ محاضر أ	عنيشل عبد الله
ممتحنا	جامعة غرداية		

الموسم الجامعية

2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



جامعة غرداية  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم الإقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
في ميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارية  
تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي  
بعنوان:

## أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم

من إعداد الطلبة:

- بلقاسم تقار

- فيروز زيطة

تم مناقشة المذكرة علنا بتاريخ ..... من طرف اللجنة المكونة من السادة الأساتذة:

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة غرداية		
مشرفا ومقررا	جامعة غرداية	أستاذ محاضر أ	عنيشل عبد الله
ممتحنا	جامعة غرداية		

الموسم الجامعية

2024/2023

## الإهداء

الهي لا يطيب الليل الا بشكرك ولا يطيب النهار الا بطاعتك ولا نطيب  
اللحظات الا بذكرك ولا تطيب الاخرة الا بعفوك ولا نطيب الجنة الا برؤيتك لطالما انتظرت هذا  
اليوم كي أرى الفخر والسعادة في عيون والداي....  
الى من علمني العطاء بدون انتظار ... الى من احمل اسمه بكل افتخار الى العزيز و الغالي أبي حبيبي  
الى ملاكي في الحياة الى سر الوجود الى من ساندني في صلاتها و دعائها الى اعلى الحبايب أمي  
الحبيبة  
الى رفيق دربي الى من كان الاول دائما في مساندتي وتشجيعي زوجي  
.الى من وهبني الله نعمة وجودهم في حياتي الى محبة التي لا تنصب و الخير بلا حدود أخواتي  
وأخوتي  
لى الطفولة التي ملأت عالمي، وأبججت جوارحي، إلى عيون أولادي الأجل أهدي هذا العمل.

فيروز زيطة

## الإهداء

إلى من أفضّلها على نفسي، ولمّ لا؛ فلقد ضحّت من أجلي  
ولم تدّخر جهداً في سبيل إسعادي على الدوام  
(أمّي الحبيبة).

نسير في دروب الحياة، ويبقى من يُسيطر على أذهاننا في كل مسلك نسلكه  
صاحب الوجه الطيب، والأفعال الحسنة.  
فلم يبخل عليّ طيلة حياته  
(والدي العزيز).

إلى أصدقائي، وجميع من وقفوا بجواري وساعدوني بكل ما يملكون، وفي أصدعة كثيرة  
أقدّم لكم هذا البحث، وأتمنّى أن يجوز على رضاكم.

بلقاسم تقار

## شكر والتقدير

إنه لمن دواعي الاعتراف ، أن أتوجه بجزيل الشكر والتقدير وخالص الامتنان إلى أستاذنا الفاضل الدكتور " عنيشل عبد الله " لقبول الإشراف على هذه المذكرة، ولما أفادني به من نصائح سديدة وتوجيهات رشيدة وصبره معي كما أشكر كل من ساعدني من قريب أو من بعيدا على إنجاز هذا البحث.

## الملخص

### ملخص باللغة العربية

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور وأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في البورصات، ومن أجل الإجابة على هذه الإشكالية والتأكد من صحة فرضياتها قمنا بإستخدام المنهج الوصفي بإستعمال أداة تحليل وثائق من خلال القيام بإستعمال برنامج Eviews10، إنطلاق من المعلومات المتحصل عليه من بورصة الأردن المتعلقة بكل من متغير سعر الصرف ومعدل التضخم وخلصت الدراسة إلى:

**1-** يؤثر التضخم بصفة إيجابية على الأسهم بينما أسعار الصرف غير معنوية مما يدل على أنها لا تؤثر في سوق الأسهم؛

**2-** يؤثر التضخم في تكاليف الشركات فهو يؤدي إلى زيادتها وبالتالي تتأثر أرباحها وتقييماتها في الأسواق؛

**الكلمات المفتاحية:** أسهم، بورصة، معدل تضخم، سعر صرف، معدل فائدة.

## **Abstract:**

This study aims to highlight the role and impact of economic variables on stock exchanges, in order to answer this problem and verify the validity of its hypotheses, we used the descriptive method using a document analysis tool by using the Eviews10 program, starting from the information obtained from the Jordan Stock Exchange on both the exchange rate variable and the inflation rate and arriving at a set of results:

- 1- The results of the multi-linear model estimate during the study period showed that inflation-interpreted variables are moral and positive at a 5% morale level, indicating that inflation is positively affecting stocks while exchange rates are immoral, indicating that they do not affect the equity market;
- 2- Inflation affects companies' costs and thus their profits and valuations are affected in the market;

**Keywords:** shares, stock exchange, inflation rate, exchange rate, interest rate.

## قائمة المحتويات

I	الإهداء.....
III	شكر والتقدير.....
IV	الملخص.....
VIII	قائمة المحتويات.....
VIII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال.....
IX	قائمة الملاحق.....
أ	مقدمة.....
1	الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم).....
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية والمتغيرات الإقتصادية.....
3	المطلب الأول: ماهية السوق المالية.....
8	المطلب الثاني: المتغيرات الاقتصادية الكلية.....
14	المطلب الثالث: أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على الأسهم.....
19	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
19	المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية.....
23	المطلب الثاني: دراسات باللغة الأجنبية.....
25	المطلب الثالث: تعليق حول الدراسات السابقة.....
28	خلاصة الفصل.....
29	الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة عمان الأردن.....
30	تمهيد.....

المبحث الأول: تقديم عام حول سوق الأوراق المالية الأردنية (بورصة عمان)	31
المطلب الاول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية (بورصة عمان)	31
المطلب الثاني: مهام بورصة عمان	32
المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية	33
المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في بورصة الأردن خلال الفترة 2000-2022	35
المطلب الأول: دراسة استقرارية سلسلة التضخم LINF وأسعار الصرف LEX والأسهم LST	35
المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد وتقييم نتائج التقدير	39
المطلب الثالث: الإختبارات التشخيصية للنموذج	42
خلاصة الفصل	49
الخاتمة	48
قائمة المراجع	51
الملاحق	55

قائمة الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
19	يوضح دراسة خالد قاسم، عبير عبد الخالق، 2023	1-I
20	يوضح دراسة جميل النجار، واخرون، 2022	2-I
21	يوضح دراسة بسبع عبد القادر، 2017	3-I
22	يوضح دراسة لارا عرموش، 2014/2013	4-I
23	يوضح دراسة Doaa El-Diftar, 2023	5-I
24	يوضح دراسة 2011, Yu Hsing	6-I
25	يوضح دراسة S.U.R. Aliyu, 2008	7-I
26	أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا الحالية والدراسات السابقة	8-I
35	بيانات الدراسة القياسية خلال الفترة 2000-2022	1-II
37	إحصاء وصفي للبيانات	2-II
38	نتائج اختبار ADF لمتغيرات الدراسة في المستوى والفرق الأول	3-II
40	تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد	4-II
41	نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر	5-II
43	نتائج اختبار لاغرانج	6-II
45	نتائج اختبار ARCH	7-II

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
44	إختبار توزيع البواقي	1-II

# مقدمة

### أ- توطئة

تعتبر المتغيرات الاقتصادية من أهم الركائز الأساسية في الاسواق المالية حيث تمتلك دورا حيويا في تشكيل كل من الأسهم وأسواقها وتأثيرها على مختلف العوائد المحقق من الأسهم، حيث تتمثل هذه المتغيرات في كل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم الذي هو عبارة عن الزيادة المحقق في أسعار كل من الخدمات والسلع بمرور فترة زمنية، وهو أنواع ومن هذه الأنواع نجد التضخم الإيجابي، وهو الذي يكون فيه معدل التضخم معتدل، أما بالنسبة للتضخم المرتفع فهو يؤثر على القوة الشرائية فيقللها ويؤدي أيضا إلى تراجع أسعار الأسهم، ونجد أيضا فئمتغيرات الإقتصادية كل من معدلات الفائدة، معدلات البطالة والتي يشير إنخفاض معدلها إلى اقتصاد قوي، مما يعزز الأرباح للشركات ويؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

تعد الأسواق المالية والأسهم من أهم المكونات الأساسية لأي اقتصاد حديث، فهي لها دور مهم في تحديد اتجاهات النمو الاقتصادي وتوزيع الموارد، ومن أجل مساعدة المستثمرين والشركات على اتخاذ قرارات أكثر استنارة يجب علينا فهم كيفية عمل الأسهم في البورصات، وهذا يساعد أيضا في تصميم وصناعة سياسات أكثر فعالية لدعم النمو الاقتصادي والاستقرار المالي، فبفضل تفاعل مختلف المتغيرات الاقتصادية مع أسواق الأسهم وعوائدها، ويجب على المستثمرين أن يكونوا على دراية كاملة بهذه التأثيرات لاتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة ومناسبة .

### ب- إشكالية الدراسة:

تعد لأسواق المالية وسيلة مهمة لعملية تداول مختلف الأوراق المالية والأسهم، في مختلف الاسواق المالية، حيث يعتبر موضوعاً مهماً في الدراسات الاقتصادية والمالية، يهدف إلى فهم دور والأثر الذي تحدثه المتغيرات الاقتصادية على الأسهم وكيفية التعامل معها، حيث سيتم تحليل الظواهر المختلفة والعوامل المؤثرة بشكل خاص، مما يوفر رؤى قيمة حول كيفية فهم السوق واتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة في ظل هذه المتغيرات، وبناءً على ما سبق يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

ما أثر أسعار الصرف والتضخم على أسعار الاسهم في البورصة الأردنية للفترة الممتدة من 2000 إلى 2022؟

وللإمام أكثر بجوانب الموضوع نطرح الأسئلة الجزئية التالية:

1. ماهي المتغيرات الاقتصادية؟
2. ماهو المتغير الأكثر تأثيرا على الأسهم في بورصة الأردن خلال فترة الدراسة؟

3. هل هناك امكانية للتوصل الى نموذج قياسي يقيس أثر المحددات الإقتصادية على سوق الأسهم في بورصة الأردن خلال فترة الدراسة؟

### ج- فرضيات الدراسة

بناء على الأسئلة المطروحة نحاول صياغة الفرضيات التالية:

1. تتمثل المتغيرات الإقتصادية في مختلف العوامل الرئيسية التي تحدد صحة الاقتصاد وأدائه ونجد منها: معدلات النمو الإقتصادي، معدلات التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، التجارة الدولية.
2. تعتبر أسعار الصرف هي الأكثر تأثيراً في سوق الأسهم في بورصة الأردن.
3. لمحددات الإقتصادية المؤثرة على الأسهم لها درجة ارتباط قوية فيما بينها تساهم في بناء نموذج قياسي للمتغير التابع Y.

### د- أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- التعرف على مختلف المتغيرات والعوامل الإقتصادية؛
- معرفة كيفية عمل مختلف الأسواق المالية؛
- الوقوف على كيفية تأثير الأسواق المالية على الإقتصاد؛
- تحليل وتحديد أثر المتغيرات الإقتصادية في الأسهم في بورصة الاردن.

### ذ- أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في فكرة البحث، والتي تتمثل في محاولة إيجاد وتحديد المتغيرات الاقتصادية وتأثيراتها على الأسهم وعوائد الأسهم، فالغاية من هذه البحث هو معرفة تأثير كل من التضخم وسعر الصرف على عوائد الأسهم في بورصة الأردن، لذا تنبع الأهمية العلمية لهذه الدراسة كونها تربط بين متغيرات الاقتصاد في الأردن ممثلة في كل من سعر الصرف ومعدل التضخم في الأسهم.

## ر- مبررات اختيار الموضوع

### الأسباب الذاتية:

- الميول الشخصية في دراسة هذا الموضوع؛
- إثراء المكتبة بمراجع جديد؛
- موضوع الدراسة مرتبطة بتخصصنا الجامعي.

### الأسباب الموضوعية:

1. درجة الاهتمام الكبيرة التي تحظى بها الأسهم والأسواق المالية؛
2. التعرف على كيفية تأثير المتغيرات الاقتصادية على الأسهم بناء على معلومات البورصات.

## ز- حدود الدراسة

1. الزمنية: دراسة وتحليل للبيانات المالية المتعلقة بسعر الصرف وعجلات التضخم وعوائد السهم للسوق المالي الأردني للفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2022.
2. المكانية: السوق المالي الأردني (بورصة عمان)

## س- المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة

من أجل القيام بالإمام بمختلف الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا والتطرق لمختلف العناصر، والتأكد من صحة فرضياتنا وحل مشكلة دراستنا، قمنا بإستخدام المنهج الوصفي التحليلي حيث إعتمدنا في الجانب النظري على مجموعة من المصادر والمراجع والمذكرات الجامعية والكتب وهذا من أجل إعداد الإطار النظري المتعلق بمتغيرات درايتنا، أما في الجانب التطبيقي فقمنا بإعتماد على دراسة حالة بإستعمال برنامج **views10**.

## ج- هيكل الدراسة

تم تقسيم بحثنا الى فصلين، الفصل الأول خاص بالإطار النظري للموضوع، أما الفصل الثاني فخصص للجانب التطبيقي، وتم تقسيم كل منهما الى:

**الفصل الأول** قسم الى مبحثين، في كل مبحث، ثلاث مطالب، فكان المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القوائم المالية وإتخاذ القرار، وضم هذا الأخير، المطلب الأول: ماهية لقوائم المالية، المطلب الثاني: تعريف أساسية حول إتخاذ القرار، المطلب الثالث: العلاقة بين القوائم المالية وإتخاذ القرار، أما المبحث الثاني فقد ضم الدراسات السابقة المحلية وهذا في المطلب الأول والدراسات الأجنبية في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فكان التعليق حول الدراسات السابقة.

**الفصل الثاني** هو بدوره قسم الى مبحثين، المبحث الأول: تقديم عام حول سوق الأوراق المالية الأردنية (بورصة عمان)، المبحث الثاني فهو دراسة قياسية لأثر المتغيرات الإقتصادية على سوق الأسهم في بورصة الأردن خلال الفترة 2000-2022، المطلب الأول: دراسة استقرارية سلسلة التضخم LINF وأسعار الصرف LEX والأسهم LST، المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد وتقييم نتائج التقدير، المطلب الثالث: الإختبارات التشخيصية للنموذج.

### د- صعوبات الدراسة:

❖ الصعوبة في القيام بإعداد الجانب التطبيقي لقلة من يعرف العمل ببرنامج eviews .

الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية  
والسوق المالي (الأسهم)

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

---

### تمهيد

تعتبر المتغيرات الاقتصادية من العوامل الرئيسية التي على أساسها يتم تحديد صحة الاقتصاد وأدائه وأيضا فهم هذه المتغيرات يساعد في التنبؤ باتجاهات الاقتصاد واتخاذ القرارات المناسبة، سواء كان ذلك من خلال تحليل البيانات الاقتصادية أو مراقبة الأحداث العالمية، فإن القدرة على فهم وتفسير المتغيرات الاقتصادية هي مهارة أساسية لأي شخص يعمل في مجال الاقتصاد أو الأعمال، ومن أجل التعمق أكثر في هذا الموضوع قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين وهما كالتالي:

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية والمتغيرات الإقتصادية

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

### المبحث الأول: المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية والمتغيرات الإقتصادية

يعد السوق المالي القلب النابض لمختلف الإقتصادات الحديثة، حيث له دوراً جوهري مهم في تحديد مختلف اتجاهات النمو الإقتصادي، وإدارة مختلف المخاطر بإضافة إلى توزيع الموارد، حيث يتأثر السوق المالي ومكوناته ومن أهمها الأسهم وعوائدها بالعديد من المتغيرات الإقتصادية بشكل مباشر، والتي يمكن أن تكون داخلية أو خارجية، طويلة أو قصيرة لأجل هذه المتغيرات تؤثر على عوائد الأسهم، وبالتالي على القرارات الإستثمارية للشركات والأفراد.

#### المطلب الأول: ماهية السوق المالية

تعتبر الأسواق المالي ركيزة مختلف الإقتصاديات الوطنية المتطورة فهي تعتبر المحرك الرئيسي لعملة هذه الدولة ولغاية التعمق أكثر في هذه الأسواق ومعرفة مكوناتها قمنا بتخصيص هذا المطلب لأجل ذلك وهذا من اجل التطرق أيضاً للأسهم التي تعتبر من اهم مكونات السوق المالي والتي تعد المتغير المتابع في دراستنا الحالية.

#### الفرع الأول: مفهوم السوق المالية

سوف نتطرق في هذا الفرع لكل من تعريف السوق المالي وأشكالها وخصائصها وأيضاً لتداول في السوق المالي.

#### أولاً: تعريف السوق المالية:

يعرف السوق المالية على أنه: اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق، لتنفيذ أوامر عملائهم المستلمة من قبل وأثناء فترة العمل، فهي بذلك تقوم بدور مزدوج لأنها تعمل على التقاء العرض والطلب، وتقوم بتوفير القدر الكافي من الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات، وتحديد التوازن بين الأسعار من خلال العلانية التي تقوم البورصة بتوفيرها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سوزي علي ناشد، مقدمة في الإقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005، ص

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

ويعرف كذلك بأنه نظام يتم بموجبه بيع وشراء نوع معين من الأدوات المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمر من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال،<sup>1</sup> ويرتبط معنى السوق لدى الأشخاص بأنه مكان لتلبية حاجة معينة مقابل التخلي عن مبلغ معين من النقود وتعمل الأسواق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تلبية حاجة المستثمرين للموارد المالية من خلال العمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز مقابل أوراق مالية معينة، ويشترك في هذه السوق مجموعة من الأفراد والمؤسسات ضمن إجراءات خاصة تنظم عملهم.<sup>2</sup>

كما نجد تعريفاً آخر لها على أنها "المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، حيث يتم فيها طرح الأوراق الجديدة للتداول لأول مرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهل عملية تحويل الأصل إلى سيولة من خلال التنازل عنه في البورصة.

ومن خلال التعريفات السابقة نعرف السوق المالي بأنه عبارة عن نظام يتم فيه تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأدوات المالية.

### ثانياً: أشكال السوق المالية:

تأخذ الأسواق المالية شكلين هما:<sup>3</sup>

**1- سوق النقد:** يتميز أسواق النقد بإصدار وتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول والتحويل بسرعة إلى سيولة نقدية، وبصفة عامة فإن مدة استحقاقها أقل من سنة، ونظراً للطبيعة القصيرة الأجل للسوق فإن الاستثمار في أدوات سوق النقد قد يكون أكثر أماناً من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال، وهذا من خلال تخفيف الكثير من المخاطر المتعلقة بتدهور الأسعار وتخفيض تكاليف إنجاز المعاملات، ويقوم الجهاز المصرفي في سوق النقد بالدور الرئيسي، ومن أهم مؤسساتها البنك المركزي والبنوك التجارية، ومن أهم الأدوات التي تتعاملها هذه السوق نجد أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، ودائع قابلة للتداول، قبولات مصرفية .

<sup>1</sup> أنس البكري ووليد صافي، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 16.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 3.

<sup>3</sup> حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 4.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

2- سوق رأس المال: تأتي أهمية أسواق رأس المال من الدور الهام والحيوي الذي تقوم به، فهي سوق تمثل المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وبصفة عامة فإن مدة استحقاقها تتجاوز السنة، ومن ثم فإن أسواق رأس المال لها القدرة على إحداث نقلات هامة في مجال التنمية الإقتصادية؛ وذلك من خلال تجميع المدخرات من مصادرها المختلفة وإعادة توظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة طويلة الأجل، وتنقسم سوق رأس المال بدورها إلى أسواق العقود الآجلة المستقبلية والأسواق الحاضرة الفورية.

### ثالثا: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما مقارنة بباقي الأسواق المالية، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين؛
- تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيات الاتصالات، وذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

<sup>1</sup> يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير في تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة شلف، الجزائر، 2012، ص 44.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

– الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون موجهاً نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

### رابعاً: التداول في سوق الأوراق المالية

يعرف التداول الأوراق المالية على أنه عبارة عن عملية بيع وشراء الأوراق المالية من خلال السوق وقد اقتصر هذا التعريف على التداول داخل السوق، في حين عرف الفقه عملية بأنها التنازل عن الأسهم للغير دون اتباع إجراءات حوالة الحق وما تتطلبه من قبول الشركة للحوالة، أو إعلانها بها حتى تكون نافذة قبلها، إذا فالتداول الأوراق المالية هو عملية يتم من خلالها تنازل المالك عن الورقة المالية والحق الثابت بها للغير بالطرق التجارية ودون التقيد بالإجراءات المنصوص عليها بالقانون، ويقوم التداول على ما يلي: <sup>1</sup>

– تنازل المالك عن الورقة المالية وعن الحق الثابت بها.

– التنازل بالطرق التجارية.

### الفرع الثاني: التداول في سوق الأوراق المالية

#### أولاً: تعريف تداول الأوراق المالية:

تداول الأوراق المالية هو بيع وشراء الأوراق المالية من خلال السوق وقد اقتصر هذا التعريف على التداول داخل السوق، في حين عرف الفقه عملية التداول بأنها الصفة التي تلحق ببعض السندات الممثلة لحق تسمح بنقله في مواجهة الغير دون اتباع الإجراءات المنصوص عليها في القانون المدني، كما عرفها بأنها التنازل عن الأسهم للغير دون اتباع إجراءات حوالة الحق وما تتطلبه من قبول الشركة للحوالة، أو إعلانها بها حتى تكون نافذة قبلها. <sup>2</sup>

<sup>1</sup> هاني مروان زينة، تداول الأوراق المالية ونظامها القانوني، مجلة جامعة البعث، المجلد 45، العدد 5، 2023، ص 75

<sup>2</sup> هاني مروان زينة، مرجع سبق ذكره، ص 75.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

### ثانيا خصائص تداول الأوراق المالية:

تداول الأوراق المالية هو عملية يتم من خلالها تنازل المالك عن الورقة المالية والحق الثابت بها للغير بالطرق التجارية ودون التقيد بالإجراءات المنصوص عليها بالقانون، ويقوم التداول على ما يلي:<sup>1</sup>

– تنازل المالك عن الورقة المالية وعن الحق الثابت بها.

– التنازل بالطرق التجارية.

### الفرع الثالث: مؤشرات أسعار الأسهم

#### أولا: مفهوم مؤشر أسعار الأسهم

يعرف مؤشر أسهم السوق على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أية نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها، حيث يمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق، يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعيا للمستثمر عن سوق المال، أو لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، وتستخدم مؤشرات السوق مؤشرات أسعار الأسهم كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشر وعدد من المؤشرات التقييمية.<sup>2</sup>

#### ثانيا: الشروط الواجب توفرها في مؤشرات أسعار الأسهم

إن تصميم أي مؤشر يتطلب وجود العديد من الشروط والخصائص التي سنشير لها فيما يلي:<sup>3</sup>

(1) **حجم العينة:** يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية هي جزء من المجتمع موضوع الدراسة، وكلما

كان حجم العينة كبيرا كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي تمثله؛

(2) **أن تعبر عن المجتمع الذي سحبت منه:** يشترط في العينة أن تعبر عن مختلف فئات المجتمع وبمعنى

آخر لا تقتصر العينة على أسهم الشركات الكبيرة فقط أو الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة؛

<sup>1</sup> هاني مروان، المرجع نفسه، ص 75.

<sup>2</sup> يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 65-66.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية لطبع ونشر وتوزيع، الجزائر، 2001،

ص 78.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

- (3) التزجيج: بمعنى أن يعطي وزن ترجيحي لكل عنصر يدخل في العينة أي أن يتم ترجيح الورقة المالية في المؤشر أو الدليل كنسبة معينة بالمقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة وهذا يعني أن التزجيج بالقيمة السوقية يعكس الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، وإذا ما اتبع أسلوب الوزن المتساوي في الدليل فهذا يعني احتمالية اختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية.
- (4) أن تكون وحدات القياس ملائمة: أي يجب أن تكون وحدات المؤشر مناسبة، بمعنى أنه من السهل فهمه والتوصل من خلاله إلى إجابات ملائمة على الأسئلة المثارة.

### ثالثاً: استخدامات مؤشرات أسعار الأسهم:

- تساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكن نسبياً من خلال تتبع تغيرات مؤشرات السوق؛
- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة بحيث يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجاباً أو سلباً - بمجرد مقارنته بالتغير الذي طرأ على مؤشر أسعار الأسهم، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدي؛
- تقدير مخاطر المحفظة، بحيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، أو ما يمكن أن يطلق عليه بالمخاطر ذات الصبغة العامة، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق؛<sup>1</sup>

ولا يقتصر استخدام مؤشرات الأسهم على متابعة تحركات الأسعار في البورصات، بل يتعداه لاستخدامات أخرى، حيث يستخدم المحللون الفنيون مؤشرات الأسهم كوسيلة للتنبؤ بتغيرات اتجاهات السوق من صاعدة إلى هابطة أو العكس، وذلك عن طريق رسم منحنيات المعدلات المتحركة لهذه المؤشرات.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: المتغيرات الإقتصادية الكلية

تعتبر مختلف المتغيرات الإقتصادية على أي تغيير في العوامل أو مختلف الظروف التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على إقتصاد البلد، حيث هذه المتغيرات يمكن أن نعبر عنها بالكمية كمستويات التضخم أو

<sup>1</sup> يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 70.

<sup>2</sup> محمد عبد الجواد وعلي ابراهيم، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 136.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

معدلات النمو الإقتصادي وأسعار الصرف، أو نعبر عنها بالتنوع، مثل التغيرات في السياسات الحكومية أو الأحداث الجيوسياسية، سوف نتطرق في هذا المطلب لمتغيرات الإقتصادية التي سوف نقوم بتطبيق الدراسة التطبيقية عليها وهي التضخم وأسعار الصرف وهي كالتالي:

### الفرع الأول: التضخم

#### أولاً: مفهوم التضخم

- التضخم ظاهرة نقدية متمثلة في الارتفاع العام لمستوى الاسعار، نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي، وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القوة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية وذلك على اعتبار النقود مقياساً للقيمة ومخزن للثروة.<sup>1</sup>
- يعبر التضخم عن حالة ارتفاع الاسعار وآثارها على قيمة النقود من جهة، وهيكل الانتاج داخل الاقتصاد من جهة أخرى، قد اكتسبت ظاهرة التضخم أهميتها في الحياة الاقتصادية بسبب ارتباطها الوثيق بالجانب النقدي والانتاجي.<sup>2</sup>
- ومن خلال التعريف السابقين نعرف التضخم بأنه ارتفاع عام ومستمر في مستوى الأسعار في اقتصاد معين خلال فترة زمنية محددة، ويدل هذا الارتفاع على أن قيمة العملة تنخفض بمرور الوقت وهذا يؤدي إلى انخفاض في المقدرة الشرائية للعملة.

#### ثانياً: أسباب التضخم:

باعتبار التضخم مشكلة اقتصادية تعاني منها كافة اقتصاديات العالم، وأنه يعبر عن تلك الحالة التي يكون فيها الطلب الكلي أكبر من العرض الكلي، فإن له عدة أسباب يمكن اجمالها فيما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> لارا عرموش، تأثير معدل التضخم في عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص 4.

<sup>2</sup> ناظم محمد ومحمد موسى، مدخل علم الاقتصاد، ط3، دار زيران للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 485.

<sup>3</sup> تواتي سهام، سياسات محاربة التضخم في الجزائر، أطروحة دكتوراه في تخصص اقتصاد كلي مطبق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2022، ص 15.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

- 1- التضخم بسبب الطلب: تفسر أغلب النظريات الاقتصادية الحديثة التضخم بوجود افراط في الطلب، أي وجود فائض في الطلب الكلي لا يقابله زيادة في العرض الكلي، يعني أن الزيادة في الطلب سواء في سوق السلع أو سوق عوامل الإنتاج لا يقابلها زيادة في العرض السلعي.
- 2- تضخم ارتفاع تكاليف الإنتاج: يحدث أحيانا ارتفاع ملموس في أسعار السلع والخدمات النهائية، نتيجة لارتفاع التكاليف الإنتاجية بشكل عام، أي ارتفاع في أثمان عناصر الإنتاج مثل المواد الأولية الداخلة في إنتاج سلع وخدمات محلية
- 3- التضخم المستورد: عندما تتعرض العملة المحلية لضغوطات نتيجة انخفاض قيمتها أمام العملات الأجنبية، ترتفع بشكل كبير أسعار السلع المستوردة في السوق المحلية في هذه الحالة يتحمل المستهلكون كلفة هذا الانخفاض في قيمة العملة عند قيامهم باستهلاك سلعة أو خدمة مستوردة بالكامل أو بها مكون مستورد يزداد تأثير هذا المكون كلما ارتفعت نسبة مدخلات الإنتاج المستورد من الخارج في هياكل الإنتاج المحلي.

ثالثا: آثار التضخم:

وتتمثل آثار التضخم فيما يلي: <sup>1</sup>

### 1) آثار التضخم على توزيع الدخل الوطني:

من خلال عملية التضخم يتوالى ارتفاع الأسعار، ولكن الدخول النقدية لأفراد المجتمع لا ترتفع جميعا على نفس النمط فبعضها يبقى ثابتا أو يرتفع بمعدلات تفوق المعدلات التي ترتفع بها الأسعار لهذا فإن أصحاب الدخل المحدود يتعرضون للآثار السلبية للتضخم بسبب انخفاض الدخل الحقيقي الذي يحصلون عليه نتيجة لارتفاع الأسعار، وانخفاض القوة الشرائية للوحدة النقدية، وتسارع العملية التضخمية، الأمر الذي يدفع العمال من ذوي الدخل المحدود إلى المطالبة بزيادة أجورهم النقدية لتعويض الارتفاع الحاصل في الأسعار، والزيادة في تكاليف المعيشة، وإذا حصل العمال على الزيادة فإن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع التكاليف المتغيرة للإنتاج، سوف يقوم المنظمين بزيادة الأسعار من جديد، لهذا فإن الاقتصاديين يرون أن التضخم يؤدي إلى إعادة توزيع الدخل الحقيقي من الأفراد الذين زادت معدلات دخولهم بمعدلات أقل من معدلات ارتفاع الأسعار، إلى الأفراد الذين ارتفعت مستويات دخولهم النقدية بمعدل أكبر، أي أن التضخم يعيد توزيع الدخل لمصلحة الطبقات الغنية غير المتضررة من ارتفاع الأسعار.

<sup>1</sup> تواتي سهام، مرجع نفسه، ص 15-16.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

### (2) أثر التضخم على هيكل الإنتاج:

ان التضخم وما يترتب عليه من ارتفاع مستوى الأسعار والأجور والأرباح في القطاعات الإنتاجية المخصصة للاستهلاك أو التي تتمتع بطبيعة مضاربة، سوف تجنب رؤوس الأموال والعمالة على حساب الأنشطة الإنتاجية والاستثمارية، والتي هي أساسية لتحقيق النمو الاقتصادي. بالتالي سوف تتجمد الصناعات الثقيلة والأساسية، إذ أنها تتحمل عبء ارتفاع الأجور داخل القطاع لمواجهة ارتفاع نفقات المعيشة التي يعاني منها عمالها، في نفس الوقت فهي لا تجد رؤوس الأموال الكافية لتوسيع طاقتها الإنتاجية. مما يتسبب في حدوث مراكز اختناق في الجهاز الإنتاجي، تنعكس على كافة القطاعات الاقتصادية، والذي يؤدي إلى تباطؤ معدلات النمو منه يتسبب التضخم في ظهور أزمات على مستوى الهيكل الإنتاجي

### (3) التضخم والجهاز النقدي: يشكل التضخم خطر على الجهاز النقدي، بحيث أنه تهدد لكل من

قيمة الأصول النقدية وللاستقرار النقدي ويكون هذا على النحو التالي:<sup>1</sup>

أ. **التضخم وقيمة الأصول النقدية:** التضخم يعني التحول إلى الاستهلاك على حساب الادخار، حيث أنه عندما يرى الفرد أن هناك ارتفاعا في الأسعار، وانخفاضاً في قيمة النقود، فإنه يعتبر أن الاستهلاك المستقبلي أصبح يمثل خطورة على الثروة المختزنة نقدياً. وعلى ذلك يعيد الأفراد توزيع ثرواتهم لصالح الأصول الحقيقية، ومما يضاعف هذا الأثر هو أن يصاحب التضخم زيادة في الإصدار النقدي أو التوسع في الائتمان المصرفي.

ب. **التضخم والاستقرار النقدي:** يتسبب التضخم في انحرافات حادة في هيكله الإقراض، وكإحدى نتائجه هو تأثيره على العلاقات بين المشروعات والمصارف. ففي فترات التضخم يكون من الأجدى دائماً اللجوء إلى الاقتراض لأن التسديد سوف يتم بنقد أدنى قيمة. وبذلك فإن المشروعات تسعى دائماً للاق تراض إلا أن المصارف تتحفظ للأسباب ذاتها.

### (4) أثر التضخم على ميزان المدفوعات:

يمارس التضخم تأثير سلبي على ميزان المدفوعات لأنه يعبر عن قوة شرائية داخلية متزايدة لا تواجهها زيادة في الإنتاج الداخلي. من ثم يزيد الميل الحدي للاستيراد وتقل مقدرة الاقتصاد الوطني على التصدير فتتهز قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملة الأجنبية، وتختل بالتالي معدلات المبادلة بين السلع الوطنية والسلع الأجنبية فترتفع الأولى بالنسبة للثانية، مؤدية إلى تفاقم عجز ميزان المدفوعات الذي يعني استهلاك المواد الأجنبية والاحتياطي النقدي الدولي للاقتصاد الداخلي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> تواتي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 15-16.

<sup>2</sup> تواتي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 16.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

الفرع الثاني: سعر الصرف

أولاً: تعريف سعر الصرف:

يمكن تعريفه على أنه: عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة من العملة المحلية.<sup>1</sup>

ويعرف كذلك بأنه: النقد الأجنبي هو بمثابة سلعة كغيرها من السلع يتم تبادلها مع الدول المصدرة لهذه العملات، ويعبر عن ثمنها بوحدات من العملة الوطنية.<sup>2</sup>

ومن خلال ما سبق نعرف سعر الصرف بأنه عبارة عن السعر الذي يتحصل عليه من خلال عملية تبادل عملة دولة ما بعملة دولة أخرى، حيث يتم استخدام سعر الصرف من أجل القيام بتحويل قيمة العملة الأجنبية إلى قيمة العملة محلية، والعكس.

ثانياً: أنظمة سعر الصرف:<sup>3</sup>

1- أسعار الصرف الثابتة: تقوم على أساس تثبيت العملات الوطنية الى قاعدة صرف محددة

غالباً ما تكون الذهب أو عملة رئيسية قابلة للتحويل الى ذهب، أو يتم تحديد قيم ثابتة للعملات الوطنية بحيث لا تنحرف أسعارها عن قاعدة التثبيت الرئيسية الا ضمن الحدود المسموح بها ويتطلب نظام الصرف الثابت قابلية التحويل التامة بين العملات المختلفة لتسهيل تسوية المدفوعات المتعددة الأطراف والغاء القيود المفروضة على التجارة والصرف والمدفوعات الدولية بهدف تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي وتوسيع حجم التجارة الدولية.

2- أسعار الصرف المرنة تتحدد هنا أسعار الصرف بتفاعل قوى العرض والطلب على العملات

الوطنية في سوق الصرف الأجنبية بصورة حرة وفي هذه الحالة يتحقق التوازن في ميزان المدفوعات من خلال الية التغير في سعر الصرف بدون أن يتطلب ذلك تدخلا معتمدا من قبل السلطات النقدية.

<sup>1</sup> AVOYO ; P , **Finance Appliquée** , PARIS, DUNOD, 1993.p53.

<sup>2</sup> حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف، وعلاقته بالموازنة العامة للدولة، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1987، ص 9

<sup>3</sup> دريش زهرة وآخرون، دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2019، ص 235.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

### ثالثا: العوامل المؤثرة على سعر الصرف

وتتمثل العوامل المؤثرة في سعر الصرف فيما يلي:<sup>1</sup>

1/ تكاليف الإنتاج المحلي والأسعار المحلية: فمع افتراض ثبات تكاليف الإنتاج والأسعار في الخارج، فإن ارتفاع تكاليف الإنتاج المحلي ومن ثم ارتفاع أسعاره في السوق المحلية يؤدي إلى إحداث أثر تحويلي في سلوك المستهلك المحلي، إذ يتجه إلى المنتجات الأجنبية والتي تصبح أرخص نسبيا بالمقارنة مع المنتجات المحلية وكنتيجة لذلك يزيد الطلب المحلي على الصرف الأجنبي.

2/ الدخول الحقيقية: يختلف الأمر في حالة تغير الدخل الحقيقي في دولة ما عن الدخل الحقيقي في الدول الأخرى. فمع بقاء العوامل الأخرى على ما هي عليه، نجد أن زيادة الدخل الوطني تؤدي إلى زيادة الواردات، والزيادة في الواردات تعني زيادة الطلب على العملات الأجنبية ومن ثم ارتفاع أسعار الصرف.

3/ محفزات وعوائق التجارة الخارجية: من المعروف أن التعريفية الجمركية وعوائق التجارة الأخرى تقيد من حركة السلع بين الدول ومن ثم تقيد من مقدرة المقيمين في دولة ما على شراء السلع المنتجة في دول أخرى، وبالتالي ينخفض طلب العملات الأجنبية.

4/ أسعار الفائدة: إذا زادت أسعار الفائدة المحلية مقارنة بتلك السائدة في العالم الخارجي، يكون ذلك دافعا لزيادة تدفقات رأس المال للدخل وهبوطها بالنسبة للدول الأخرى، ويترتب على ذلك بالضرورة زيادة الطلب على العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية فيرتفع سعرها.

5/ التوقعات المستقبلية لأسعار الصرف: فإذا ما توقع المضاربون في أسواق الصرف ارتفاع قيمة عملة معينة في المستقبل فإنهم سيلجؤون إلى زيادة مشترياتهم منها مقابل التخلص من العملات المتوقع انخفاض قيمها، وهذا ما يؤدي إلى رفع سعر العملة.

### رابعا: آثار تغيرات سعر الصرف:

تؤثر تغيرات سعر الصرف على العناصر التالية:<sup>2</sup>

1/ الاستهلاك: يؤدي ارتفاع أسعار العملات الأجنبية وانخفاض قيمة العملة الوطنية تبعاً لذلك إلى زيادة أسعار السلع المستوردة ومن ثم المساهمة في ارتفاع أسعار السلع المحلية الإنتاج.

2/ الادخار: فانخفاض قيمة العملات الأجنبية سيزيد من الواردات ومن ثم يزيد العرض المحلي من السلع والخدمات فيزيد الاستهلاك الوطني وتقل المدخرات تبعاً لذلك.

<sup>1</sup> يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 5.

<sup>2</sup> محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2004، ص 55.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

3/ التجارة الخارجية (الصادرات والواردات): من المسلم به أن ارتفاع قيمة العملات الأجنبية في سوق الصرف بدولة ما يعني انخفاض القيمة الخارجية لعملة تلك الدولة، ويعني ذلك في النهاية أن تصبح السوق المحلية هذه الدولة سوقا جيدة للشراء منها فتزيد الصادرات وتقل الواردات.

4/ متغيرات الموازنة العامة (الإنفاق الحكومي والضرائب): يتأثر جانبي الموازنة بما يعتري سعر صرف العملات الأجنبية من تقلبات، ففي مجال الإنفاق الحكومي تعد الحكومة المستورد الأول في المجتمع، لذا فإن ارتفاع أسعار العملات الأجنبية مقابل انخفاض سعر العملة المحلية ينعكس بارتفاع تكاليف الاستيراد وعلى الجانب الآخر تتأثر حصيلة التعريفات الجمركية بتغير سعر الصرف باعتبارها تحسب كنسبة من أسعار السلع والخدمات الداخلة والخارجة.

### المطلب الثالث: أثر المتغيرات الإقتصادية الكلية على الأسهم

سوف نقوم في هذا المطلب بدراسة العلاقة التي تكمن بين المتغيرات الإقتصادية (التضخم، أسعار الصرف) على الأسهم وعوائد الأسهم.

أولا: أثر التضخم على الأسهم

#### 1- آلية انتقال الآثار الايجابية للتضخم على أسواق الأوراق المالية:

— إن ارتفاع المستوى العام للأسعار (معدلات التضخم) سوف يؤدي إلى انخفاض الثقة بالعملة النقدية مما يدفع المستثمرين في الأسواق الى الهروب من ضريبة التضخم من خلال اقتنائهم أو تفضيلهم للأسهم بدلا من احتفاظهم بالنقود، فان احتفاظهم بالنقود سوف يعرضهم إلى الخسارة وهي انخفاض قيمة النقود - انخفاض قيمتها الحقيقية - لهذا فإن المستثمرون واصحاب رؤوس الأموال يلجؤون الى التخلص من خسائر هذا الانخفاض وتوجيه أموالهم نحو الأسواق المالية والسبب في ذلك ان اسعار الأسهم والسندات تعكس القيمة الحقيقية لراس 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 اسعار المنتجات سوف يؤدي إلى زيادة ارباح الشركات وبالتالي فان هذه الزيادة تعمل على زيادة الطلب من قبل المستثمرين واصحاب رؤوس الأموال على أسهمها وخصوصا اذا ما علمنا أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يكون اسرع واعلى من ارتفاع التكاليف، فأن ارتفاع معدلات التضخم تعقبها ارتفاع في التكاليف (ارتفاع عوائد اصحاب عناصر

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

الانتاج) ولكن هذا لا يحدث على الفور بل هناك فترة ليست بالقصيرة لكي تستجيب للارتفاع الحاصل في الاسعار وكذلك ان هذه الارتفاعات في التكاليف منخفضة اذا ما قورنت بالارتفاعات الحاصلة في اسعار المنتجات مما يعمل على زيادة ارباح الشركات التي تؤدي إلى زيادة تداول اسهمها وبالتالي زيادة التداول في السوق تطور اداء السوق بشكل ايجابي نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار.<sup>1</sup>

### 2- آلية انتقال الآثار السلبية للتضخم على أسواق الأوراق المالية

ان وصول معدلات التضخم إلى حدود معينه واستمرارها في الارتفاع يؤدي هذا التأثير بشكل معاكس على اسواق الأوراق المالية ويعود الى عدة أسباب منها:

— إن الارتفاع المستمر في معدلات التضخم سوف يدفع الدول الى اتخاذ العديد من الاجراءات الخاصة بها، منها فرض ضرائب على الشركات التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض ارباح وعوائد الشركات المصدره للأسهم ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الاسهم والذي يؤدي إلى انخفاض أداء السوق.

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

— إن ارتفاع معدلات التضخم سوف يؤدي الى تغيير القيمة السوقية للشركة ان تتأثر القيمة السوقية للشركة بعوامل عدة ومنها العوامل الاقتصادية التي اهمها معدلات التضخم اذ كشفت دراسة "برلي" عن حجم هذا التأثير حيث يعادل تماماً حجم التأثير الذي تحدته الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها، بعبارة أخرى أكثر دقة ان نسبة تتراوح بين 30-35 من التغير في سعر السهم تعزى إلى الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة التي اصدرت السهم، وهذا يؤدي الى انخفاض اسعار اسهمها في السوق المالية الذي ينعكس على المؤشر العام للسوق

<sup>1</sup> وسام حسين علي، أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011) باستخدام نموذج

متجه تصحيح الخطأ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 10، جامعة الأنبار، العراق،

2013، ص 79.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

– ان ارتفاع المستوى العام للأسعار (معدلات التضخم) سوف يؤدي إلى اتفاق الجزء الأكبر من الدخل على الاستهلاك وانخفاض الاتفاق الاستثماري مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الى الاسهم باعتبارها اهم انواع الاستثمارات المالية ومن ثم وانخفاض أسعارها.<sup>1</sup>

### ثانيا: أثر التغير في سعر الصرف على عوائد الأسهم

أكدت دراسات عديدة على وجود تأثير جوهري لأسعار الصرف على عوائد الأسهم حيث يظهر هذا الأثر بشكل جوهري عند حدوث تغيرات كبيرة في سعر الصرف، خاصة عند لجوء الحكومات إلى تغيير سياسة تحديد سعر الصرف، مثل القيام بتخفيض قيمة العملة المحلية وتحرير سعر الصرف وهو ما أكدته دراسة Aggarwal, 1981 التي بحثت العلاقة بين تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي وتحركات ثلاث مؤشرات للأسهم الأمريكية في الفترة ما بين 1978 – 1974 ، وهي فترة حدثت بها تغيرات كبيرة بسعر صرف الدولار الأمريكي نتيجة تعويم الدولار الأمريكي وتخفيض قيمة في منتصف سنة 1974 وقد وجدت الدراسة أن الانخفاض الذي حدث في قيمة الدولار الأمريكي قد أدى إلى حدوث انخفاض في أسعار الأسهم وهو ما أشارت إليه أيضاً دراسة Penttinen, 2000 التي قامت بدراسة سوق الأسهم الفنلندي في الفترة من 1989 حتى 1992 ، وهي فترة سبقت تخفيض قيمة البيزو الفنلندي .وقد أظهرت الدراسة أن تخفيض قيمة العملة أدى إلى اتجاه أسعار الأسهم نحو الانخفاض قبل تخفيض قيمة العملة بسنة كاملة، وهو ما أرجعته الدراسة إلى وجود توقع مسبق بحدوث هذا التخفيض قبل الإعلان عنه، أما دراسة Aydemir and Demirhan, 2009 فقد قامت باستخدام بيانات عن مؤشرات سوق الأسهم التركية من 2001 – 2008 ، وهي فترة تم خلالها تغيير نظام سعر الصرف وتعويم العملة التركية، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وجميع المؤشرات خلال هذه الفترة، وبذلك تؤكد نتائج الدراسات السابقة، على وجود تأثير جوهري للتغيرات الكبيرة في سعر الصرف على عوائد الأسهم فمن خلال أسلوب دراسة الحدث، أكدت نتائج الدراسات السابقة أن الحدث الخاص بإعلان الدولة عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة المحلية، له تأثير جوهري على عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة . وعلى الرغم من اختلاف نتائج هذه الدراسات حول ما إن كان هذا التأثير هو تأثير إيجابي أم سلبي، إلا

<sup>1</sup> وسام حسين علي، أثر، مرجع سبق ذكره، ص 80.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

أشما قد أكدت على جوهرية هذا التأثير، وعلى إمكانية استغلال المستثمرين لهذا الحدث في تحقيق عوائد غير عادية جوهرية.<sup>1</sup>

### ثالثا: أثر التغير في سعر الصرف على مخاطر الأسهم:

أشارت الدراسات السابقة إلى أن الزيادة في تقلبات أسعار الصرف تؤدي إلى حدوث تقلبات جوهرية في عوائد الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة جوهرية في المخاطر التي تتعرض لها الأسهم، Kasman et al., 2011 فقد أثبتت دراسات عديدة وجود علاقة جوهرية بين التقلبات في أسعار الصرف والتقلبات في أسعار الأسهم، حيث يؤدي التقلب في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم بالأسواق المختلفة سواء أكانت أسواق عالمية أو ناشئة، هذا وقد بحثت بعض الدراسات في أثر حدوث تغيرات فجائية في سعر الصرف على المخاطر الكلية والمنتظمة التي تتعرض لها الأسهم، فقد بحثت دراسة Chen and So, 2002 العلاقة بين تقلب سعر الصرف وحجم المخاطر الكلية والمنتظمة التي تتعرض لها أسهم الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات التي لها مبيعات في منطقة آسيا والمحيط الهادئ، وذلك عند وقوع تغير فجائي في أسعار الصرف نتيجة الأزمة المالية الآسيوية عام 1997 وقد أظهرت النتائج أنه مع وقوع الأزمة الآسيوية وحدث تقلبات كبيرة في أسعار الصرف، زادت التقلبات في عوائد الأسهم. وهو ما أدى إلى حدوث زيادة جوهرية في المخاطر الكلية والمنتظمة لأسهم الشركات متعددة الجنسيات خال فترة وقوع هذا الحدث، مقارنة بالفترات الأخرى السابقة واللاحقة للحدث وهو ما أكدته دراسة Muller and Verschoor, 2009 خلال بحث أثر حدوث تقلبات فجائية بأسعار الصرف بسبع دول ناشئة ناتجة عن أزمات مالية مختلفة خال التسعينيات، وذلك على المخاطر الكلية والمنتظمة لأسهم الشركات متعددة الجنسيات في أمريكا. وقد وجدت الدراسة أنه مع حدوث تقلب كبير بأسعار صرف عملات هذه الدول الناشئة، حدثت زيادة جوهرية في المخاطر الكلية والمنتظمة لأسهم الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات التي لها أعمال في هذه البلدان أما دراسة Chortareas et al 2012 فقد وجدت أن الإعلان عن تحرير سعر الصرف وتخفيض قيمة العملة في تركيا والمغرب عام 2001، وفي مصر عام 2003، قد أدى إلى حدوث زيادة جوهرية في تقلبات عوائد الأسهم المصرية والتركية، بينما لم يؤدي هذا الإعلان إلى أي زيادة جوهرية في تقلبات عوائد الأسهم المغربية، هذا وتؤكد نتائج هذه الدراسات السابقة على وجود

<sup>1</sup> هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني، أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية، المجلة العربية، مجلد 41، العدد 1، مصر، 2021، ص 128-130.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

---

أثر جوهري للتقلبات في سعر الصرف على مخاطر الأسهم، وأن التغيرات الكبيرة في سعر الصرف تؤثر بشكل جوهري على المخاطر الكلية والمنتظمة للأسهم، خال فترة حدوث التقلبات في أسعار الصرف مقارنة بالفترات السابقة واللاحقة للتغيرات<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني، مرجع سبق ذكره، ص 130.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

### المبحث الثاني: الدراسات السابقة

في هذا المبحث سوف نتطرق لكل من الدراسات السابقة باللغة العربية واللغة الأجنبية المشابهة لدراستنا الحالية، والقيام بدراسة كل من أوجه الاختلاف والتشبه بينها وبين الدراسات السابقة من حيث معالجة مواضيعها وهذا بغية الوصول إلى النتائج المرجوة، حيث قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب وهي متمثلة في مطلب لدراسات باللغة العربية ومطلب لدراسات باللغة الأجنبية، ومطلب الأخير لتعليق حول الدراسات السابقة

### المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

في هذا المطلب سوف نقوم بالتطرق إلى بعض من الدراسات السابقة التي تم إعدادها باللغة العربية التي لها علاقة بدراستنا إي المشابهة لها سواء في المتغير التابع وهو الأسهم أو المتغير المستقل هو المتغيرات الإقتصادية.

الدراسة الأولى: خالد قاسم، عيبير عبد الخالق، 2023<sup>1</sup>

الجدول رقم I-1: يوضح دراسة خالد قاسم، عيبير عبد الخالق، 2023

الدراسة/السنة	خالد قاسم، عيبير عبد الخالق، 2023
عنوان الدراسة	أثر متغيرات الإقتصادية الكلية على عوائد الأسهم
نوع ومكان	مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم، مصر
إشكالية الدراسة	ما أثر لمتغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الاسهم في البورصة المصرية؟
أهداف الدراسة	التعرف على مدي قوة العلاقة وتقييم تأثير متغيرات الاقتصادية (المتتمثلة في التضخم التغير في أسعار الفائدة، التغير في سعر الصرف الاستثمار الاجنبي الغير مباشر) على عوائد الأسهم ببورصة الأوراق المالية المصرية المتمثلة في مؤشر EGX100
منهج الدراسة	تم الاعتماد في البحث على المنهج الوصفي التحليلي، بإستعمال وبرنامج تحليلي إحصائي إيفوز طبق على بورصة مصر للفترة من 2011 إلى 2022.

<sup>1</sup> خالد قاسم، عيبير عبد الخالق، أثر متغيرات الإقتصادية الكلية على عوائد الأسهم، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم، المجلد 60، العدد 6، مصر، 2023.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

نتائج الدراسة	<p>- يوجد علاقة غير معنوية بين معدل التضخم وقيمة مؤشر أسعار الاسهم بالبورصة المصرية EGX100 ، وانه وجد علاقة معنوية بين سعر الفائدة وقيمة مؤشر أسعار الاسهم بالبورصة المصرية EGX100؛</p> <p>- وجود علاقة غير معنوية بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر وقيمة مؤشر أسعار الاسهم بالبورصة المصرية EGX100 .</p>
---------------	--

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معلومات دراسة خالد قاسم، عيبر عبد الخالق، 2023  
الدراسة الثانية: جميل النجار، واخرون، 2022<sup>1</sup>

الجدول رقم I-2: يوضح دراسة جميل النجار، واخرون، 2022

الدراسة/السنة	جميل النجار، واخرون، 2022
عنوان الدراسة	قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي دليل من فلسطين
نوع ومكان	مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، فلسطين
إشكالية الدراسة	ما تأثير معدل التضخم على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين؟
أهداف الدراسة	هدفت هذه الدراسة الى بيان مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم، ومعدل الفائدة السائد في السوق) على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين
منهج الدراسة	اعتمد الباحث على منهجية الانحدار الذاتي للإطار الزمني الموزع وتمثل الحدود المكانية في بورصة فلسطين خلال سنة 2008/2018
نتائج الدراسة	<p>- وجود أثر سلبي للتضخم على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين؛</p> <p>- هناك تكامل مشترك وتوازن طويل الأجل بين التضخم وعوائد مؤشرات بورصة فلسطين خلال الفترة 2008-2018.</p>

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معلومات دراسة جميل النجار، واخرون، 2022

<sup>1</sup>جميل النجار، واخرون، قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي دليل من فلسطين، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد 31، العدد 1، فلسطين، 2022.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

الدراسة الثالثة: بسبع عبد القادر، 2017<sup>1</sup>

الجدول رقم I-3: يوضح دراسة بسبع عبد القادر، 2017

الدراسة/السنة	بسبع عبد القادر، 2017
عنوان الدراسة	قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH
نوع ومكان	مجلة دراسات وأبحاث، الجزائر
إشكالية الدراسة	كيف تتأثر أسعار وعوائد الأسهم بتقلبات أسعار الصرف في الدول محل الدراسة؟
أهداف الدراسة	هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف وتقلبات عوائد أسواق الأسهم في ثلاثة دول متقدمة (المملكة المتحدة، اليابان، وكندا)، وذلك باستخدام نموذج GARCH المناسب في حالة سلسلة البيانات المالية التي تعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي في بواقي التقدير بالطرق العادية
منهج الدراسة	تتبع الدراسة المنهج الوصفي بإستعمال نموذج GARCH حيث اعتمدت الدراسة على الأسلوب الكمي القياسي، Time séries Analysis باستخدام تحليل السلاسل الزمنية من خلال بناء نموذج اقتصادي قياسي بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS وهذا بواسطة البيانات اليومية لأسعار الاغلاق لمؤشرات أسعار الأسهم وأسعار الصرف للفترة الممتدة من جانفي 2001 إلى غاية سبتمبر 2016، وتم استخدام عدة اختبارات قياسية واحصائية لمعرفة مدى ملائمة النماذج المقدره

<sup>1</sup> بسبع عبد القادر، قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH، مجلة دراسات وأبحاث، المجلد، العدد 26، الجزائر، 2017.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

نتائج الدراسة	<p>- ارتفاع حساسية أسعار وعوائد أسواق الأسهم لتغيرات أسعار الصرف، ومعنوية هذا التأثير تجعل منها، أي أسعار الصرف، تلعب دورا كبيرا في تحديد ديناميكية عوائد اسواق الأسهم والأسواق المالية بشكل عام.</p> <p>- أن ارتباط تقلبات أسواق الأسهم بتغيرات أسعار الصرف، وأن هناك اتجاهات مختلفة لهذه العلاقة في الحالات المدروسة، حيث وجدت تأثير معنوي ايجابي لتقلبات أسعار صرف الجنيه الاسترليني والين الياباني على تقلبات عوائد الأسهم في المملكة المتحدة واليابان</p>
---------------	--

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معلومات دراسة بسبع عبد القادر، 2017

الدراسة الرابعة: لارا عرموش، 2014/2013<sup>1</sup>

الجدول رقم I-4: يوضح دراسة لارا عرموش، 2014/2013

الدراسة/السنة	لارا عرموش، 2014/2013
عنوان الدراسة	تأثير معدل التضخم على عوائد الأسهم
نوع ومكان	مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية الإقتصاد، جامعة القدس، سوريا
إشكالية الدراسة	هل توجد علاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم وماهي طبيعة هذه العلاقة؟
أهداف الدراسة	هدفت هذه الدراسة الى البحث عن الآثار المحتملة لمعدل التضخم على أسواق رأس المال
منهج الدراسة	تم الاعتماد في البحث على المنهج الوصفي واستخدم في جانب التطبيق معادلات الإنحدار بواسطة برنامج ايفوز، أما بالنسبة لمجتمع الدراسة فتمثل في مجموعة من البورصات لدول عربية للفترة 2009-2013،
نتائج الدراسة	عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في سورية والعراق ومصر، يوجد علاقة العكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم.

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معلومات دراسة لارا عرموش، 2014/2013

<sup>1</sup> لارا عرموش، تأثير معدل التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة مقدمة تدخل ضمن متطلبات نيل

شهادة ماجستير، كلية الإقتصاد، جامعة القدس، سوريا، 2014/2013.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

### المطلب الثاني: دراسات باللغة الأجنبية

في هذا المطلب سوف نعرض لمجموعة من الدراسات السابقة التي تم إعدادها باللغة الأجنبية والتي تشترك بموضوع دراستنا سواء بالمتغير التابع أو المستقل أو المتغيرين معا.

الدراسة الأولى: <sup>1</sup>Doaa El-Diftar,2023

#### الجدول رقم I-5: يوضح دراسة Doaa El-Diftar,2023

الدراسة/السنة	2023,Doaa El-Diftar
عنوان الدراسة	تأثير أسعار الصرف على أداء أسواق الأسهم في الدول السبع الناشئة
نوع ومكان	مقال علمي في مجلة <b>Journal of Capital Markets Studies</b>
إشكالية الدراسة	ماهي العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف وعوائد سوق الأوراق المالية للدول الناشئة السبع؟
أهداف الدراسة	هدفت هذه الدراسة لمعرفة كيفية تأثير تقلبات أسعار الصرف على أسواق رأس المال المختلفة، فضلا عن توضيح الفجوة في الأدبيات المتعلقة بالأسواق الناشئة. ودراسة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف وعوائد سوق الأوراق المالية للدول الناشئة السبع ذات الأداء الاقتصادي الأعلى
منهج الدراسة	يتم استخدام المنهج الوصفي في إجراء الدراسة، أما في الجانب التطبيقي تم استخدام نموذج GARCH على بورصة 7 دول: البرازيل، الصين، الهند، إندونيسيا، المكسيك، روسيا، وتركيا؛ أنا فترة الدراسة فتمثلت في ثلاث سنوات من 2019 إلى 2022
نتائج الدراسة	توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات لجميع الدول، تكشف عن وجود علاقة إيجابية كبيرة على المدى الطويل بين أسعار الصرف وعوائد سوق الأوراق المالية في جميع البلدان باستثناء إندونيسيا، والتي أظهرت أن إدراج سعر الصرف في النموذج GARCH يمثل تغيراً طفيفاً في تقلب عوائد الأسهم وله تأثيراً سلبياً كبيراً.

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معلومات دراسة Doaa El-Diftar,2023

<sup>1</sup>The impact of exchange rates on stock market performance of , Doaa El-Diftar<sup>1</sup> 2023., USA, Issue 2, Journal of Capital Markets Studies, Volume7,the Emerging 7

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

الدراسة الثانية: Yu Hsing, 2011<sup>1</sup>

الجدول رقم I-6: يوضح دراسة 2011, Yu Hsing

2011, Yu Hsing	الدراسة/السنة
آثار متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق الأوراق المالية في بلغاريا	عنوان الدراسة
Journal of Economics and Business	نوع ومكان
ماهو أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق الأوراق المالية في بلغاريا؟	إشكالية الدراسة
هدفت هذه الدراسة للقيام بدراسة أثر كل من المتغيرات الإقتصادية بواسطة مجموعة من المعادلات لقياس الإنحدار بواسطة نموذج GARCH على سوق الأوراق المالية والاسهم بعموم في السوق المالية البلغارية أي بورصة بلغاريا	أهداف الدراسة
المنهج الوصفي التحليلي بإستعمال نموذج GARCH في السوق المالي البلغاري	منهج الدراسة
إرتبط مؤشر سوق الأسهم ارتباطاً إيجابياً بالنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي ونسبة M2/GDP ومؤشر سوق الأسهم الأمريكية حيث يتأثر سلباً بنسبة العجز الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الفائدة الحقيقي المحلي، وسعر صرف BGN/USD، ومعدل التضخم المتوقع وعائد السندات الحكومية في منطقة اليورو. وبالتالي، لتعزيز سوق الأوراق المالية القوية، من المتوقع أن تسعى السلطات أو تحافظ على النمو الإقتصادي، والانضباط المالي، والزيادة المعتدلة في المعروض النقدي، وارتفاع قيمة العملة، وسعر فائدة منخفض نسبياً أو متوقع	نتائج الدراسة

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معلومات دراسة 2011, Yu Hsing

الدراسة الثالثة: S.U.R. Aliyu, 2008<sup>2</sup>

IMPACTS OF MACROECONOMIC VARIABLES ON THE STOCK MARKET IN , Yu Hsing<sup>1</sup>  
2011., Journal of Economics and Business, Volume XIV, No 2, USA ,BULGARIA  
S.U.R.Aliyu1, Does inflation has an impact on Stock Returns and Volatility <sup>2</sup>  
,Evidence from Nigeria and Ghana, Department of Economics at Bayero University,  
Kano Nigeria, 2008

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

الجدول رقم I-7: يوضح دراسة S.U.R. Aliyu,2008

2008, S. U. R. Aliyu	الدراسة/السنة
أثر التضخم على عوائد الأسهم وتقلباتها	عنوان الدراسة
Journal of Economics and Sustainable Development	نوع ومكان
ماهو أثر التضخم على عوائد الأسهم في بورصة غانا ونيجيريا؟	إشكالية الدراسة
هدفت هذه الدراسة لتقييم أثر التضخم على عوائد الأسهم في سوق كل من البلدين نيجيريا وغانا، باستخدام بيانات السلسلة زمنية شهرية للأسعار الأسهم ومعدلات التضخم لمدة ثلاث أشهر في نيجيريا وغانا.	أهداف الدراسة
يتم استخدام المنهج الوصفي، بإستعمال نموذج الإنحدار GARCH	منهج الدراسة
تبين نتائج الدراسة: - أن تضخم هو واحد من المقومات الأساسية للتقلبات سوق الأسهم في السوقين؛ - يوجد علاقة عكسية ضعيفة ذات دلالة إحصائية بين معدلات التضخم وعوائد أسهم بورصة نيجيريا؛ - يوجد علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية بين معدلات التضخم وعوائد أسهم بورصة غانا.	نتائج الدراسة

المصدر: من إعداد الطلبة ناء على معلومات دراسة S.U.R. Aliyu,2008

### المطلب الثالث: تعليق حول الدراسات السابقة

من خلال هذا المطلب الأخير سوف نقوم بدراسة أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا الحالية والدراسات السابقة التي تم التطرق لها في المطلب الأول والثاني من هذا المبحث.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

الجدول رقم I-8: أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا الحالية والدراسات السابقة

الدراسة	أوجه التشابه	أوجه الاختلاف
دراسة خالد قاسم، عبير عبد الخالق، 2023	تشابهه في متغير المستقل والتابع وهما المتغيرات الإقتصادية والأسهم منهج الدراسة: الاعتماد على المنهج الوصفي	تم تطبيق الدراسة على بورصة مصر، أما في الدراسة الحالية فهو في بورصة عمان. نوع الدراسة مقالة أما دراستنا فهي بحث جامعي (مذكرة ماستر).
دراسة جميل النجار، واخرون، 2022	المتغير المستقل: المتغيرات الإقتصادية منهج الدراسة: الاعتماد على المنهج الوصفي	المتغير التابع: والذي تمثل في هذه الدراسة في عوائد مؤشرات السوق المالي أما دراستنا فتمثل في الأسهم. تم تطبيق الدراسة على بورصة فلسطين أما في الدراسة الحالية في بورصة عمان. نوع الدراسة مقالة أما دراستنا فهي بحث جامعي (مذكرة ماستر).
دراسة بسيع عبد القادر، 2017	المتغير المستقل: أسعار الصرف وهي من بين المتغيرات الإقتصادية التي قمنا بدراستها المتغير التابع: الأسهم منهج الدراسة: المنهج الوصفي	تم تطبيق الدراسة على بورصة كندا واليابان وأمريكا أما في الدراسة الحالية فطبقت على بورصة عمان الأردن. نوع الدراسة مقالة أما دراستنا فهي بحث جامعي (مذكرة ماستر).
دراسة لارا عرموش، 2014/2013	المتغير المستقل: التضخم وهي من بين المتغيرات الإقتصادية التي قمنا بدراستها. المتغير التابع: الأسهم منهج الدراسة: المنهج الوصفي. نوع الدراسة: بحث جامعي.	تم تطبيق الدراسة على مجموعة من البورصات العربية، أما الدراسة الحالية في بورصة عمان الأردن.

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

<p>تم تطبيق الدراسة على 7 بورصة لدول ناشئة أما الدراسة الحالية فطبقت على بورصة عمان لغة الدراسة إنجليزية أما الدراسة الحالية باللغة العربية نوع الدراسة مقالة أما دراستنا فهي بحث جامعي (مذكرة ماستر)</p>	<p>المتغير المستقل: أسعار الصرف وهي من بين المتغيرات الاقتصادية التي قمنا بدراستها. المتغير التابع: الأسهم. منهج الدراسة: المنهج الوصفي.</p>	<p><b>دراسة-Doaa El-Diftar, 2023</b></p>
<p>تم تطبيق الدراسة على بورصة بلغاريا أما الدراسة الحالية على بورصة عمان. لغة الدراسة إنجليزية أما الدراسة الحالية باللغة العربية. نوع الدراسة مقالة أما دراستنا فهي بحث جامعي (مذكرة ماستر)</p>	<p>المتغير المستقل: المتغيرات الاقتصادية منهج الدراسة: المنهج الوصفي</p>	<p><b>دراسة Yu 2011, Hsing</b></p>
<p>تم تطبيق الدراسة على بورصة غانا ونيجيريا، أما الدراسة الحالية بورصة عمان. لغة الدراسة إنجليزية أما الدراسة الحالية باللغة العربية نوع الدراسة مقالة أما دراستنا فهي بحث جامعي (مذكرة ماستر)</p>	<p>المتغير المستقل: التضخم وهي من بين المتغيرات الاقتصادية التي قمنا بدراستها. المتغير التابع: الأسهم. منهج الدراسة: المنهج الوصفي.</p>	<p><b>S.U.R. Aliyu, 2008</b></p>

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معلومات الدراسات السابقة

## الفصل الأول: الإطار النظري لمتغيرات الإقتصادية والسوق المالي (الأسهم)

### خلاصة الفصل

من خلال ما تطرقنا له في هذا الفصل من الأساسيات النظرية الخاصة بكل من الأسهم والتي تمثلت في سوق الأوراق المالية وكيفية القيام بتداول فيه بإضافة على مؤشر سعر الأسهم، وأيضا المفاهيم الأساسية المتعلقة بالمتغير المستقل والمتمثلة في المتغيرات الإقتصادية حيث تطرقنا فقط لمتغير التضخم من تعريفاته وأنواعه وأثارها وغيرها من عناصره وأيضا سعر الصرف وفي الأخير قمنا بدراسة العلاقة التي تكمن بين كل من التضخم وسعر الصرف والأسهم فالتضخم وسعر الصرف هما من أهم العوامل الأساسية التي تؤثر على أداء الأسهم ، وهذا من خلال فهم كيفية تأثير هذه المتغيرات على المستثمرين والأسواق في اتخاذ أفضل القرارات الإستثمارية والقيام بإدارة المخاطر بشكل فعال أكثر.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية  
على الأسهم في بورصة عمان الأردن

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

#### تمهيد

تبحث هذه الدراسة في أثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم دراسة حالة بورصة عمان للفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2022، حيث قمنا بتخصيص هذا الفصل من أجل التطرق فيه إلى عرض كل من تعريفات الخاصة ببورصة عمان بإضافة إلى القيام بالدراسة القياسية لدراسة أثر كل من التضخم وأسعار الصرف على الأسهم بواسطة معادلة الإنحدار الخطي وأخيرا فقد تم إجراء اختبارات والنماذج الإحصائية المناسبة لكل فرضية من فرضيات الدراسة لمعرفة مدى صحته. وبناءا على ما تقدم، فيمكن تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين وهما:

المبحث الأول: تقديم عام حول سوق الأوراق المالية الأردنية (بورصة عمان).

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في بورصة الأردن خلال

الفترة 2000-2022

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

#### المبحث الأول: تقديم عام حول سوق الأوراق المالية الأردنية (بورصة عمان)

من خلال هذا المبحث سوف نقوم بالتطرق لتعريف مجتمع الدراسة والمتمثل في سوق أوراق المالية الأردني والمتمثل في بورصة عمان.

#### المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الأردنية (بورصة عمان)<sup>1</sup>

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات، ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعي الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation (IFC) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً اقتصادية تغطيها وتليتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة 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

<sup>1</sup> <https://portal.jordan.gov.jo/08/07/2024,00:02>

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1، حيث كان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، حيث تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

### المطلب الثاني: مهام بورصة عمان

تتمثل أهم مهام التي تقوم بها بورصة عمان في: <sup>1</sup>

- تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.
- تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بورصة عمان بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

- تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد أسواق المال العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية والمنظمة الدولية للهيئات الأوراق المالية.

### المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية

بموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 في مادته الثالثة، يتم التداول في بورصة عمان

بالأدوات المالية التالية طيلة أيام الأسبوع ما عدا يومي الجمعة والسبت ويتم التداول بما يلي:<sup>1</sup>

- 1- **الأسهم العادية:** وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن أربع سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاماً تسلسلية.
- 2- **إسناد القرض:** وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وتصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس سنوات وتتعهّد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقاً لشروط الإصدار.
- 3- **سندات المقارضة:** وهي أداة من أدوات التمويل وفقاً لقواعد التمويل الإسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد سلفاً وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر.
- 4- **أدوات الدين العام:** وهي عبارة عن أذونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور، ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة وسندات الخزينة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتنصّ على حق حاملها في استيفاء

<sup>1</sup> بن يمينة كمال، عطية حليلة، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات -دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 1، الجزائر، 2017، ص 254.

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

---

قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة، أما السندات الخزينة فهي السندات المسجلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

## المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم

### في بورصة الأردن خلال الفترة 2000-2022

في هذا المبحث سوف نقوم بالدراسة القياسية لأثر التضخم وسعر الصرف على الأسهم للفترة من

2000 إلى غاية 2022 لسوق المالي الأردني

المطلب الأول: دراسة استقرارية سلسلة التضخم LINF وأسعار الصرف LEX والأسهم

LST

أولاً: تجميع البيانات الإحصائية:

تم جمع البيانات من مصادرها الموثقة والجدول أدناه يوضح هذه البيانات.

الجدول رقم II-1 : بيانات الدراسة القياسية خلال الفترة 2000-2022

السنوات	inf	ex	st
2000	-0.41387	0.709	4.71E+08
2001	0.773909	0.708983	9.43E+08
2002	0.92451	0.709	1.34E+09
2003	2.147263	0.709	2.62E+09
2004	3.09508	0.709	5.35E+09
2005	2.006474	0.709	2.38E+10
2006	10.64945	0.709	1.96E+10
2007	5.048918	0.709	1.74E+10
2008	23.62468	0.709667	2.72E+10
2009	3.161596	0.71	1.29E+10
2010	8.077456	0.71	8.6E+09

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

2011	5.910511	0.71	3.9E+09
2012	4.606815	0.71	2.73E+09
2013	6.143624	0.71	3.43E+09
2014	3.445324	0.71	3.09E+09
2015	2.169752	0.71	3.55E+09
2016	1.362007	0.71	2.58E+09
2017	1.78355	0.71	2.33E+09
2018	2.273045	0.71	2.36E+09
2019	0.843928	0.71	1.68E+09
2020	-0.70817	0.71	1.47E+09
2021	2.203606	0.71	2.7E+09
2022	2.600534	0.71	2.54E+09

المصدر: -WORLD BANK-DATABANK-

. <https://databank.worldbank.org>

ثانيا: دراسة الإحصائية الوصفية للبيانات:

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

الجدول رقم II-2: إحصاء وصفي للبيانات

	ST	INF	EX
Mean	7.02E+09	4.246187	0.709602
Median	3.09E+09	2.273045	0.710000
Maximum	2.72E+10	23.62468	0.710000
Minimum	4.71E+08	0.413870	0.708983
Std. Dev.	8.11E+09	5.173846	0.000491
Skewness	1.401287	2.704252	-0.437887
Kurtosis	3.531961	10.54297	1.234646
Jarque-Bera	7.120232	75.37972	3.398021
Probability	0.028436	0.000000	0.182864
Sum	1.47E+11	89.16993	14.90165
Sum Sq. Dev.	1.32E+21	535.3736	4.83E-06
Observations	21	21	21

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **views10**

#### التحليل:

- بلغ متوسط إجمالي الأسهم في العينة محل الدراسة في الفترة من 2000 إلى 2020 قيمة 7.02 بوسيط قيمته 3.09 والقيمة العليا لمتوسط إجمالي الأسهم 2.72 والقيمة الدنيا 4.71 وقيمة الانحراف المعياري للأسهم 8.11 فيما بلغ معامل الالتواء قيمة موجبة 1.401287 تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي لليمين بمعامل تفرطح 3.531961.
- بلغ متوسط التضخم في العينة محل الدراسة في الفترة من 2000 إلى 2022 قيمة 24.4 بوسيط قيمته 2.27 والقيمة العليا لمتوسط التضخم 23.62 والقيمة الدنيا 0.4138 وقيمة الانحراف المعياري للتضخم 5.17 فيما بلغ معامل الالتواء قيمة موجبة 7.2 تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي لليمين بمعامل تفرطح 10.54.
- بلغ متوسط أسعار الصرف في العينة محل الدراسة في الفترة من 2000 إلى 2022 قيمة 7096.0 بوسيط قيمته 0.71 والقيمة العليا لمتوسط أسعار الصرف 0.71 والقيمة الدنيا

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

0.7089 وقيمة الانحراف المعياري لأسعار الصرف معدوم فيما بلغ معامل الالتواء قيمة سالبة

4378.0 تدل على أن منحني التوزيع التكراري ملتوي ليسار بمعامل تفرطح 1.2346.

- تم استخدام اختبار "Jarque- Bera" من خلال حزمة البرنامج الإحصائي الاقتصادي "EViews" وتكون قاعدة القرار لقبول الفرضية العدمية بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 0.05.

- ويبين جدول رقم (2) أن جميع المتغيرات محل الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث جاءت القيمة الاحتمالية (0.000/0.028436) على الترتيب أقل من 0.05 ماعدا متغير أسعار الصرف يتبع توزيع طبيعي حيث جاءت القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 (0.182864).

ثالثا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية:

عرض مختلف اختبارات ديكي فلور الموسع لمتغيرات الدراسة خلال الفترة المراد دراستها، وهذا في كل من المستوى والفرق الأول، ومخرجات برنامج eviews10 توضح ذلك:

الجدول رقم II-3: نتائج اختبار ADF لمتغيرات الدراسة في المستوى والفرق الأول.

					السلاسل
عند الفرق الأول		عند المستوى			الزمنية
Prob	t-statistic	Prob	t-statistic		
0.000	-9.433981	0.8394	0.577878	none	LSt
0.000	-9.725656	0.4244	-2.309353	Trend & intercept	
0.000	-9.428727	0.2716	-2.035178	intercept	
0.003	-	0.1634	-1.348851	none	LEX
2	2.987644				
0.000	-	0.973	-1.184734	Trend & intercept	
	9.569792				

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

0.000	-	0.6829	-1.174027	intercept	
	9.573949				
0.000	-	0.3905	-0.746103	none	LINF
	8.046907				
0.000	-	0.5180	2.136860-	Trend & intercept	
	8.151717				
0.000	-	0.3068	-1.949390	intercept	
	8.035783				

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **views10**

التحليل:

- من خلال الجدول رقم (1) توصلت إلى أن السلاسل (LST.LEX.LINF) غير معنوية عند مستوى 5% مما يدل على أنها غير مستقرة عند المستوى وهذه الأنواع من السلاسل تستقر عند إجراء الفروقات لها، بعد قيامنا بإجراء الفروق الأولى للسلاسل السابقة الغير المستقرة نلاحظ معنويتها عند مستوى 5% مما يدل على أنها مستقرة عند الفرق الأول.

**المطلب الثاني: تقدير نموذج VECM باستخدام برنامج Eview10**

**01: اختبار التكامل المشترك (جوهانسون)**

يهدف هذا الاختبار إلى التحقق من وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة بشرط أن تكون متغيرات الدراسة مستقرة من نفس الدرجة (نلاحظ انه من خلال دراستنا لاستقرارية السلاسل الخاصة بمتغيرات الدراسة أنها مستقرة كلها عند الفرق الأول).

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

الجدول رقم II-4 : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون.

#### Johansen Cointegration Test

Date: 10/07/24 Time: 13:29  
Sample (adjusted): 2003 2022  
Included observations: 20 after adjustments  
Trend assumption: Linear deterministic trend  
Series: DST DEX DINF  
Lags interval (in first differences): 1 to 1

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.769898	39.13651	29.79707	0.0032
At most 1	0.246957	9.751831	15.49471	0.3003
At most 2 *	0.184504	4.079168	3.841466	0.0434

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **eviews10**

- يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لاختبار الأثر والتي تقدر ب 39.13651 أكبر من القيمة الجدولة 29.79 عند مستوى معنوية 5% فيما يخص الفرضية الاولى وجود علاقة تكامل مشترك .
- القيمة المحسوبة لاختبار الأثر والتي تقدر ب 9.75 أقل من القيمة الجدولة 15.49 عند مستوى معنوية 5% فيما يخص الفرضية الثانية عدم وجود علاقة تكامل مشترك .

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

• القيمة المحسوبة لاختبار الأثر والتي تقدر ب 4.079168 أكبر من

القيمة الجدولة 3.8414 عند مستوى معنوية 5% فيما يخص

الفرضية الثالثة وجود علاقة تكامل مشترك .

وعليه نستنتج أنه توجد علاقتين تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة حسب إختبار الأثر .

02: تحديد درجة التأخير للنموذج:

الجدول رقم 5-II : نتائج درجة التأخير الخاصة للنموذج.

VAR Lag Order Selection Criteria  
Endogenous variables: DST DIN F DEX  
Exogenous variables: C  
Date: 10/07/24 Time: 13:41  
Sample: 2000 2022  
Included observations: 19

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-376.4597	NA	4.46e+13	39.94313	40.09225	39.96837
1	-345.2963	49.20534	4.41e+12	37.61014	38.20663	37.71109
2	-333.6179	14.75174	3.64e+12	37.32820	38.37205	37.50486
3	-303.8174	28.23202*	5.20e+11*	35.13868*	36.62990*	35.39105*

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

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن درجة التأخير الأنسب للنموذج هي 3 .

03: نتائج اختبار السببية (غرانجر)

يستخدم هذا الاختبار لفحص وجود علاقة سببية بين متغيرات الخاصة بالدراسة ويعتمد بشكل رئيسي على اختبار فيشر  $f$ .

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

الجدول رقم II-6: نتائج اختبار السببية غرانجر.

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 10/07/24 Time: 13:47

Sample: 2000 2022

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DEX does not Granger Cause DST	20	3.92950	0.0424
DST does not Granger Cause DEX		0.61276	0.5549
DINF does not Granger Cause DST	20	0.73728	0.4950
DST does not Granger Cause DINF		1.59934	0.2346
DINF does not Granger Cause DEX	20	0.39413	0.6810
DEX does not Granger Cause DINF		3.81458	0.0458

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

- يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر أقل من 0.05 للعلاقة المتجهة من المتغيرة DST الى المتغيرة DEX وهذا معناه أن DST يسبب Dex .
- يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر أكبر من 0.05 للعلاقة المتجهة من المتغيرة DST الى المتغيرة DINF وهذا معناه أن DST لا يسبب DINF .
- يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر أكبر من 0.05 للعلاقة المتجهة من المتغيرة DEX الى المتغيرة DINF وهذا معناه أن DEX لا يسبب DINF .

04: تقدير نموذج تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة ومعرفة اتجاه التأثير فيما بينهما من خلال اختبار السببية يمكن تقدير نموذج VECM .

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

الجدول رقم 7-II: معادلة تصحيح الخطأ.

Vector Error Correction Estimates			
Vector Error Correction Estimates			
Date: 10/07/24 Time: 14:11			
Sample (adjusted): 2004 2022			
Included observations: 19 after adjustments			
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]			
Cointegrating Eq:	CointEq1		
DST(-1)	1.000000		
DEX(-1)	-9.78E+14 (1.1E+14) [-9.14722]		
DINF(-1)	4.79E+10 (1.3E+10) [ 3.68780]		
C	4.82E+10		
Error Correction:	D(DST)	D(DEX)	D(DINF)
CointEq1	0.010162 (0.01336)	8.23E-16 (9.7E-17)	1.96E-11 (4.8E-12)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معامل تصحيح الخطأ موجب ومعنوي  $\text{cointEq1}=0.010162$  عند مستوى معنوية 5% وهذا يعني أن 0.010162 من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها تلقائياً عبر الزمن لبلوغ التوازن في الأجل الطويل .

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

الجدول رقم II-8 : معاملات الأجل القصير.

D(DST(-1))	-0.771547 (0.29991) [-2.57257]	-7.15E-15 (2.2E-15) [-3.27252]	2.08E-10 (1.1E-10) [ 1.92939]
D(DST(-2))	-0.492632 (0.34048) [-1.44687]	-1.84E-14 (2.5E-15) [-7.40679]	-2.73E-10 (1.2E-10) [-2.22958]
D(DEX(-1))	-2.81E+12 (2.1E+13) [-0.13200]	0.355312 (0.15487) [ 2.29420]	-15758.36 (7646.67) [-2.06081]
D(DEX(-2))	-1.91E+13 (2.8E+13) [-0.67231]	-0.368120 (0.20649) [-1.78275]	-6684.725 (10195.1) [-0.65568]
D(DINF(-1))	-6.15E+08 (9.9E+08) [-0.62166]	-3.16E-05 (7.2E-06) [-4.39160]	-1.720613 (0.35558) [-4.83889]
D(DINF(-2))	-57503428 (7.2E+08) [-0.08041]	-4.92E-06 (5.2E-06) [-0.94361]	-0.390321 (0.25718) [-1.51767]
C	-3207909. (1.5E+09) [-0.00212]	2.39E-06 (1.1E-05) [ 0.21676]	0.041310 (0.54455) [ 0.07586]

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه لدينا ثلاث معادلات مقدره وهو ما يوافق عدد المتغيرات الدراسة في مثالنا , نختار المعادلة التي تعبر عن هدف الدراسة وتوافق نتائج اختبار السببية أي نحدد المتغير التابع والمتمثل في DSt والمتغيرات المستقلة DEX/DINF في الدراسة .

الجدول رقم II-9 : تقييم النموذج إحصائياً.

R-squared	0.704719	0.962076	0.980382
Adj. R-squared	0.516812	0.937943	0.967899
Sum sq. resids	4.77E+20	2.53E-08	61.68309
S.E. equation	6.58E+09	4.80E-05	2.368027
F-statistic	3.750374	39.86485	78.53177
Log likelihood	-451.3201	167.1895	-38.14675
Akaike AIC	48.34948	-16.75679	4.857553
Schwarz SC	48.74714	-16.35913	5.255212
Mean dependent	-75652632	-8.79E-09	-0.043464
S.D. dependent	9.47E+09	0.000193	13.21674
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.86E+11	
Determinant resid covariance		3.61E+10	
Log likelihood		-311.8264	
Akaike information criterion		35.66594	
Schwarz criterion		37.00803	
Number of coefficients		27	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

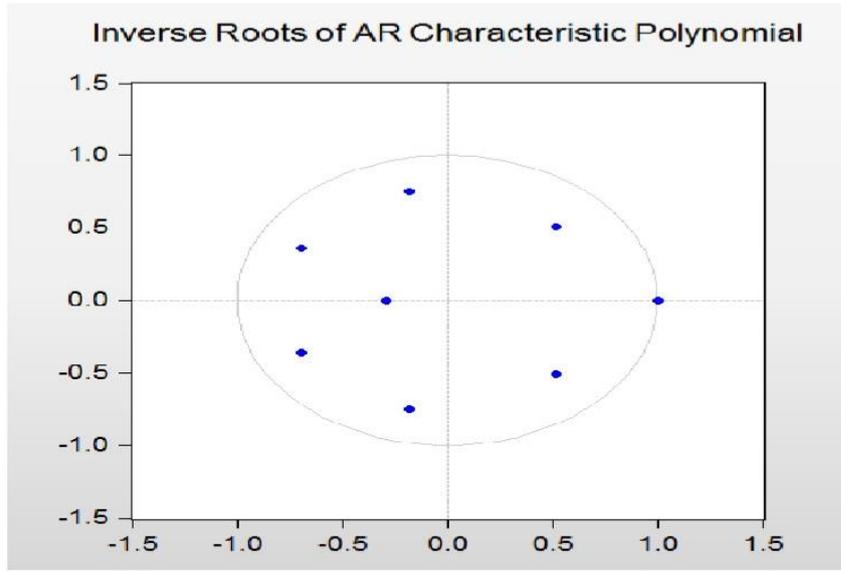
حيث نلاحظ من خلال النتائج المدونة في الجدول رقم 07 أن  $R\text{-squared}=0.704719$  أكبر من 0.5 وقريبة من 1 مما يدل على قوة النموذج ومعنويته .

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة عمان الأردن

المطلب الثالث : اختبار صلاحية النموذج:

01: اختبار جذر الوحدة :

الشكل رقم 1-II: نتائج اختبار جذر الوحدة



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **eviews10**

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن نموذج **VECM** المقدر يحقق شرط الاستقرار إذ أن جميع الجذور تقع داخل محيط دائرة واحدة .

02: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء :

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

#### الجدول رقم II-10 : نتائج اختبار LM TEST.

VEC Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 10/07/24 Time: 14:32

Sample: 2000 2022

Included observations: 19

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.836540	9	0.9218	0.383428	(9, 14.8)	0.9249
2	22.29470	9	0.0080	3.921056	(9, 14.8)	0.0101

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.836540	9	0.9218	0.383428	(9, 14.8)	0.9249
2	31.38734	18	0.0260	2.669612	(18, 9.0)	0.0678

\*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر المحسوبة وفي جميع درجات التأخير أكبر من 0.05 وعليه نقبل فرضية عدم القائلة بخلو النموذج المقدر VECM من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء .

**03:** إختبار عدم ثبات التباين :

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

الجدول رقم 11-II : نتائج اختبار عدم ثبات التباين.

VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)  
Date: 10/07/24 Time: 14:37  
Sample: 2000 2022  
Included observations: 19

Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
87.64856	84	0.3712

Individual components:					
Dependent	R-squared	F(14,4)	Prob.	Chi-sq(14)	Prob.
res1*res1	0.933181	3.990227	0.0955	17.73044	0.2193
res2*res2	0.908963	2.852721	0.1607	17.27029	0.2421
res3*res3	0.748607	0.850812	0.6364	14.22354	0.4332
res2*res1	0.935090	4.115956	0.0908	17.76670	0.2176
res3*res1	0.954433	5.984636	0.0484	18.13423	0.2007
res3*res2	0.915852	3.109677	0.1412	17.40119	0.2354

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الاحتمال المقابل لإحصائية **CHI-SQ** أكبر من 0.05 وعليه نرفض مشكل عدم التجانس وبالتالي نقبل فرضية ثبات التباين لحدود الخطأ في النموذج المقدر .

04: اختبار التوزيع الطبيعي :

الجدول رقم 12-II : نتائج اختبار التوزيع الطبيعي.

VEC Residual Normality Tests  
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)  
Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal  
Date: 10/07/24 Time: 14:42  
Sample: 2000 2022  
Included observations: 19

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	1.003195	3.186934	1	0.0742
2	0.590184	0.993720	1	0.3188
3	0.369887	0.433252	1	0.5104
Joint		4.613905	3	0.2024

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	6.887006	11.96114	1	0.0005
2	3.380116	0.114387	1	0.7352
3	2.982083	0.000254	1	0.9873
Joint		12.07578	3	0.0071

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	15.14808	2	0.0005
2	1.108107	2	0.5746
3	0.433506	2	0.8051
Joint	16.68969	6	0.0105

\*Approximate p-values do not account for coefficient estimation

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

نلاحظ ان إحصائية Jaque Bera تساوي 16.68 وهي أكبر من نظيرتها الحرجة عند مستوى معنوية 5% كما أن Probability الخاصة ب Jaque Bera تساوي 0.0105 وهي أقل من 0.05 فإننا نقبل فرضية العدم أي أنا سلسلة البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي .

### الجدول رقم 13-II: نتائج اختبار W.LD TEST .

Wald Test:			
System: {%system}			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	13.02257	3	0.0046

Null Hypothesis: C(1)=C(2)=C(3)=0			
Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(1)	0.010162	0.013364	
C(2)	-0.771547	0.299913	
C(3)	-2.81E+12	2.13E+13	

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS10**

يلاحظ خلال الجدول أعلاه أن قيمة الاحتمال لإحصائية CHI-Square هي أقل من 0.05 (0.0046) وعليه لا يمكن ان تنعدم المعالم للمتغيرات المستقلة في معادلة المتغير التابع في المدى القصير .

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم في بورصة

### عمان الأردن

---

#### خلاصة الفصل

من خلال هذا المبحث باشرنا في دراسة قياسية لأثر المحددات الاقتصادية على الأسهم في بورصة الأردن خلال الفترة 2000/2022 وذلك باستخدام الأساليب الكمية لاسيما الاقتصاد القياسي بهدف التعرف على بعض المتغيرات التي يمكن ان تؤثر في سوق الأسهم.

ومن خلال التحليل القياسي تمكنا من الوصول إلى أفضل وجهة نظرنا بحيث أن التضخم يؤثر بصفة إيجابية على الأسهم بينما سعر الصرف لا يؤثر في سوق الأسهم خلال فترة الدراسة .

الخاتمة

من خلال دراستنا لموضوع أثر المتغيرات الاقتصادية على الأسهم والذي قمنا بتطبيقه على بيانات السوق المالي الأردني (بورصة عمان) للفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2022، حيث قمنا بها من خلال الفصلين السابقين النظري والتطبيقي لدراستنا، حيث قمنا بالتطرق في الفصل الأول وهو الفصل النظري لمجموعة من العناصر التعريفية الخاصة بكل من الأسواق المالية والبورصات بإضافة لتعريفات المتعلقة بالمتغير المستقل لدراستنا وهو المتغيرات الاقتصادية، أما في الفصل التطبيقي قمنا بدراسة العلاقة و نموذج الانحدار الخطي بين كل من متغير سعر الصرف ومعدل التضخم مع الأسهم، حيث قمنا بجمع المعلومات المالية من بورصة عمان وهي معلومات متعلقة بكل من، الأسهم وعوائدها بإضافة لمعلومات المتعلقة بمتغير التضخم، أما بالنسبة للمعلومات الخاصة بسعر الصرف فقد تحصلنا عليه من خلال البنك الوطني الأردني.

### أولاً: إختبار الفرضيات

**الفرضية الأولى:** تنص الفرضية الأولى على أنه تتمثل المتغيرات الاقتصادية في مختلف العوامل الرئيسية التي تحدد صحة الاقتصاد وأدائه ونجد منها: معدلات النمو الاقتصادي، معدلات التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وقد تم إثبات صحة هذه الفرضية، من خلال ما تطرقنا له في الجانب النظري من دراستنا هذا من خلال ما وجدناه في مختلف المراجع المتمثل في الكتب والمذكرات الجامعية وأيضا المقالات المنشورة في مجلات والمراجع الأجنبية.

**الفرضية الثانية:** تنص هذه الفرضية على أن أسعار الصرف تعتبر هي الأكثر تأثيراً في سوق الأسهم في بورصة الأردن، تعتبر خاطئة وذلك من خلال ما قمنا به في تقدير نموذج ان التضخم هو الأكثر تأثيراً في سوق الأسهم خلال فترة الدراسة.

**الفرضية الثالثة:** نصت هذه الفرضية على أن هناك نموذج قياسي يقيس أثر المحددات الاقتصادية على سوق الأسهم في بورصة الاردن تعتبر صحيحة من خلال معامل التحديد  $R^2$  والذي وصلت قيمته إلى 0.6647 واختبار فيشر (19.82) سمحو بالوصول الى النموذج المعنوي والأمثل الذي يقيس أثر المحددات الاقتصادية على الاسهم في بورصة الأردن.

### ثانيا: نتائج الدراسة

- 3- أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات المستقلة والتابعة مستقرة ومتكاملة عند الفرق الأول؛
- 4- يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى إنخفاض في أسعار الأسهم؛
- 5- أظهرت نتائج تقدير نموذج الخطي المتعدد خلال فترة الدراسة بأن المتغيرات المفسرة التضخم معنوي وموجب عند مستوى معنوية 5% مما يدل على أن التضخم يؤثر بصفة إيجابية على الأسهم بينما أسعار الصرف غير معنوية مما يدل على أنها لا تؤثر في سوق الأسهم؛
- 6- يؤثر التضخم في تكاليف الشركات فهو يؤدي إلى زيادتها وبالتالي تتأثر أرباحها وتقييماتها في الأسواق؛
- 7- أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن المعنوية الكلية للنموذج باستخدام احصائية فيشر ومعامل التحديد أن هناك علاقة خطية معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مما يدل على أن النموذج ككل معنوي ومناسب للدراسة؛
- 8- أظهرت الاختبارات التشخيصية لنموذج إنحدار الخطي المتعدد (بالتوزيع الطبيعي، اختبار LM، اختبار ARCH) أنه خالي من المشاكل القياسية.

### ثالثا: الاقتراحات والتوصيات

- من خلال النتائج المتواصل إليها من خلال دراستنا لهذا الموضوع نقترح بعض التوصيات:
- على الشركات المشكلة لسوق المالي لعمان ألا تقوم بعملية توزيع أرباحها وهذا من أجل تركيز عملها على بناء سياسة توزيع الأرباح وزيادة نسبة توزيع الأرباح؛
- العمل على التحكم في مختلف العوامل التي تؤثر على الأسهم وهذا من أجل ضمان نجاح الإستثمار.

### رابعا: أفاق الدراسة

بعد الدراسة النظرية والتطبيقية لموضوع أثر المتغيرات الإقتصادية على الأسهم في سوق الأوراق المالية الأردنية (بورصة عمان)، وبعد إستخلاص النتائج، نرى أنه مازالت هناك بعض النقاط يمكن التطرق لها وتكون أساسا لدراسات لاحقة منها:

- أثر تغير معدل الفائدة على سوق الأوراق المالية.
- دور الأسواق المالية في زيادة الإستثمار ومعدلات النمو الإقتصادية.

# قائمة المراجع

• الكتب:

1. سوزي علي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005
2. أنس البكري ووليد صافي، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
3. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
4. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية لطبع ونشر وتوزيع، الجزائر، 2001.
5. محمد عبد الجواد وعلي ابراهيم، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
6. ناظم محمد ومحمد موسى، مدخل علم الاقتصاد، ط3، دار زيران للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
7. حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف، وعلاقته بالموازنة العامة للدولة، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1987.

• البحوث الجامعية

8. حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
9. يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، مذكرة ماجستير في تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة شلف، الجزائر، 2012.
10. لارا عرموش، تأثير معدل التضخم في عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014.

11. تواتي سهام، سياسات محاربة التضخم في الجزائر، أطروحة دكتوراه في تخصص اقتصاد كلي مطبق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2022
- المقالات العلمية
12. بن يمينة كمال، عطية حليلة، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات - دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 1، الجزائر، 2017.
13. هاني مروان زينة، تداول الأوراق المالية ونظامها القانوني، مجلة جامعة البعث، المجلد 45، العدد 5، 2023.
14. دريش زهرة وآخرون، دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2019.
15. محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2004. وسام حسين علي، أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 10، جامعة الأنبار، العراق، 2013.
16. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني، أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية، المجلة العربية، مجلد 41، العدد 1، مصر، 2021.
17. خالد قاسم، عبير عبد الخالق، أثر متغيرات الإقتصادية الكلية على عوائد الأسهم، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم، المجلد 60، العدد 6، مصر، 2023.
18. جميل النجار، وآخرون، قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي دليل من فلسطين، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد 31، العدد 1، فلسطين، 2022.
19. بسيع عبد القادر، قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH، مجلة دراسات وأبحاث، المجلد، العدد 26، الجزائر، 2017.

20. <https://portal.jordan.gov.jo/>،08/07/2024,00 :02

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

21. Doaa El-Diftar, **The impact of exchange rates on stock market performance of the Emerging 7**, *Journal of Capital Markets Studies*, Volume7, Issue 2, USA,2023.
22. Yu Hsing, **IMPACTS OF MACROECONOMIC VARIABLES ON THE STOCK MARKET IN BULGARIA**, *Journal of Economics and Business*, Volume XIV, No 2, USA ,2011.
23. S.U.R. Aliyu1, **does inflation has an impact on Stock Returns and Volatility**, Evidence from Nigeria and Ghana, Department of Economics at Bayero University, Kano Nigeria, 2008
24. AVOYO ; P, **Finance Appliquée**, PARIS, DUNOD, 1993.

الملاحق

