

تواريخ البحث تاريخ تقديم البحث : 2023/7/18 تاريخ قبول البحث : 2023/8/13 تاريخ رفع البحث على الموقع: 2023/12/15	تحليل أثر العوامل الكلية على أداء مؤشر سوق العراق للأوراق المالية وفق منهجية ARDL
	الباحث : علي محمد السهلاني أ.د. حسين جواد كاظم
	كلية الادارة والاقتصاد - قسم العلوم المالية والمصرفية جامعة البصرة ¹

المستخلص :

يحتل سوق الأوراق المالية سواء في بلدان العالم المتطورة او النامية مركزا مهما في النظام الاقتصادي بسبب الحاجة الماسة له من اجل تحريك عجلة الاقتصاد والمساهمة في التنمية اذا ما تم توظيف الأموال على وفق خطط معدة مسبقا من قبل الجهات المعنية بمتابعة هذه المشروعات ومواكبة احدث ما وصل اليه العالم. وللأهمية الفائقة التي يولها السوق المالي في كل دولة اصبح من الواضح للمحللين الماليين وعلماء الاقتصاد الكلي وواضعي السياسات ان النمو الاقتصادي لاي بلد يعتمد الى حد كبير على تطوير قطاعه المالي وان سوق الاسهم ليس سوى مرآة توفر صورة للسبب الاساسي للوضع الاقتصادي والتأثير يمتد من الاقتصاد الى سوق الاوراق المالية وليس العكس (Galbraith، 1955) لذلك وفقاً لوجهة نظر Galbraith مثل العديد من الاقتصاديين تعتبر اسواق الاسهم مؤشرا رائداً للاقتصاد يعكس مستوى الانشطة الاقتصادية في الدولة.

ونحاول من خلال هذه الدراسة الربط بين العوامل الاقتصادية الكلية مثل الناتج النفطي وسعر الفائدة وعرض النقد وسعر الصرف معدل التضخم كمتغيرات مستقلة مع التغيرات في عوائد المحفظة سوق الأوراق المالية ممثلة بمؤشر سوق العراق للأوراق المالية للوقوف على التحديد الدقيق للأهمية المعنوية التي تؤثر بها هذه العوامل في التنبؤ بعائد مؤشر السوق وبالتالي تكون اداة مهمة بيد صانعي السياسة والمحللين الأساسيين للتحوط من الازمات المالية وإدارة المخاطر بشكل عام.

الكلمات الدالة: العوامل الكلية ، نموذج ARDL ، مؤشر السوق ، التضخم ، معدل الفائدة ، سعر الصرف ، عرض النقد ، النفط الخام .

¹ بحث مستل من رسالة ماجستير (الخدمات المصرفية الالكترونية وأثرها على ربحية المصارف دراسة عينة من المصارف العراقية للمدة 2011-2021)

The Analysis of Impact of Macro Factors on The Performance of The Iraq Stock Exchange Index According to ARDL Methodology

Researcher Ali Mohammed Al-Sahlani

Prof. Dr. Hussein Jawad Kadhum

Administration & Economics College , Department of Banking & finance

University of Basrah

Abstract :

It has become clear to policy makers and individual investors that the financial market is the mirror reflection of economic activity, so knowing and understanding the factors that determine the fluctuations of this market, whether at the level of micro or macro factors, has become crucial for making financing and investment decisions and assessing the economic situation. Based on this importance, the study aimed to try to determine the role played by macro factors represented by crude oil exports, interest rate, money supply(M2), exchange rate and inflation rate in determining the return of the financial market portfolio in Iraq represented by the Iraq Stock Exchange index. The study adopted the econometrics analysis using the time series method according to the ARDL methodology for the period 2005-2021. The study concluded that the aggregate factors explained 42% of the changes in the dependent variable (Iraq Stock Exchange Index). The results of the last model were more consistent with the economic theory, as the variables: oil exports, money supply and exchange rate showed a positive impact on the financial market index compared to the negative impact of the interest rate and inflation rate variables.

Keywords: macro factors, ARDL, stock market index, inflation, interest rate, foreign exchange, m2, crude oil.

مشكلة الدراسة

انطلاقاً من الدور الحاسم للمؤشرات الاقتصادية الكلية في تحديد التقلبات في السوق المالي يقوم البحث على اثاره التساؤل التالي كمشكلة للبحث.

" ماهي المؤشرات الكلية الأكثر تحديدا لإداء السوق المالي ممثلاً بعائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية؟"

أهمية الدراسة

تكمن أهمية تناول مواضيع شاملة لمنظومة من العلاقات الاقتصادية (على المستوى الاقتصادي الكلي) كما هو الحال في موضوع الدراسة بجملة من النقاط التي يمكن ايجاز أهمها في الآتي:

- 1- يمكن توظيف المؤشرات الاقتصادية الكلية كأدوات لتقييم النشاط الاقتصادي الإجمالي ومؤشرات للإنذار المبكر للتنبؤ بالأزمات المالية والاقتصادية.
- 2- ان التشخيص الدقيق للعوامل التي تحدد مسار مؤشر السوق المالي (والذي بدوره يعكس واقع النشاط الاقتصادي) سيكون عاملاً حاسماً في الاستقرار الاقتصادي كهدف لا غنى عنه لتحقيق الرفاهية الاقتصادية وبالتالي الرفاهية الاجتماعية.
- 3- تكمن أهمية مثل هذه الدراسات لصناع السياسة والمستثمرين الفرديين على حد سواء، كونها تتناول مواضيع على مستوى الاقتصاد الكلي وبالتالي فإنها توفر الية مهمة للتوقعات والتحوط وإدارة المخاطر.
- 4- ان دراسة العوامل الكلية في ظل منظومة واحدة متكاملة تمكن من التحديد الدقيق للقيم العادلة للأصول المالية الامر الذي يعزز من كفاءة السوق المالي وبالتالي مستوى العقلانية في اتخاذ القرارات المالية قياساً بدراساتها بشكل منفصل.
- 5- تتناول هذه الدراسة عناصر التحليل الأساسي (العوامل الكلية) وهي احدى اهم مداخل دراسة وتحليل وتقييم الأسواق المالية.

اهداف الدراسة

في ضوء العنوان والمشكلة المطروحة تهدف الدراسة الى تحقيق مجموعة من الأهداف التالية:

- 1- محاولة الإحاطة بالصياغات النظرية لنمط العلاقة على مستوى الاقتصاد الكلي من جهة وأداء السوق المالي من جهة أخرى.
- 2- تحديد أي العوامل الاقتصادية الكلية (والمتمثلة بمتغيرات الصادرات النفطية وسعر الفائدة وسعر الصرف وعرض النقد ومعدل التضخم) الأكثر تأثيراً على أداء السوق المالي في الواقع العملي.

فرضية الدراسة

في ظل الإشكاليات التي تم طرحها انفا تقوم الدراسة على اختبار الفرضية الرئيسة التالية:
أولاً: الفرضية الرئيسية الأولى: " لا يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء مؤشر سوق العراق للأوراق المالية"

وتتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- 1- لا يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لمتغير معدل التضخم على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة
- 2- لا يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لمتغير معدل الفائدة على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة
- 3- لا يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لمتغير سعر الصرف على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة
- 4- لا يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لمتغير صادرات النفط الخام على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة
- 5- لا يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية لمتغير عرض النقد M2 على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة

منهجية نموذج الدراسة

تقوم منهجية الدراسة على تحليل وقياس أثر المؤشرات الكلية ممثلة بالمتغيرات: صادرات النفط الخام وعرض النقد ومعدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة على أداء سوق العراق للأوراق المالية ممثلاً بمؤشر سوق العراق للأوراق المالية كمؤشر نائب وفق المنهجية التالية:

تضمن المتغيرات المنتخبة (الكلية) ضمن نموذج انحدار خطي متعدد كمتغيرات مستقلة من جهة ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية كمتغير تابع من جهة أخرى باستخدام انموذج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ للوقوف على مجموعة المتغيرات الأكثر تأثيراً في تحديد أداء السوق والمدة الزمنية اللازمة للتعديل (تصحيح الخطأ) من خلال معادلة الاجل الطويل

عينة الدراسة

تشتمل عينة الدراسة على بيانات مؤشر السوق العام (مؤشر سوق العراق للأوراق المالية) والبيانات الخاصة بالمتغيرات الكلية في الاقتصاد العراقي

الحدود الزمنية للدراسة

تمتد الحدود الزمنية للدراسة للمدة من 2005 الى 2021 وهي اقصى مدة استطاع الباحث الحصول على بياناتها كما انها تمثل الحد الفاصل لنمط وفلسفة اقتصادية جديدة اتبعها العراق بعد العام 2003 والتي شهدت الكثير من التحولات والاحداث الاقتصادية.

مراجعة الأدبيات

هناك العديد من الدراسات أظهرت ان عوامل الاقتصاد الكلي تؤثر على السوق المالي وهذا التأثير والتذبذب يكون محدد ضمن ظروف معينة ويتأثر بتغيرات عوامل الاقتصاد الكلي مثل كمية النقد المعروض داخل الاقتصاد والنتائج المحلي الإجمالي ومعدلات سعر الفائدة والصراف والتضخم الخ ، لكن في المقابل انقسم الباحثين بين التأثير السلبي والتأثير الايجابي لهذه العوامل على السوق . فقد اكد كل من Adam , Talla , Jareño , Sarwar على التأثير السلبي لعامل الميزان التجاري وسعر الصراف والتضخم وانخفاض قيمة العملة وسعر الفائدة خلافا لمؤشر أسعار المستهلك والاستثمارات الأجنبية المباشرة ومعدل اذونات الخزينة ومؤشر النفط الخام والتضخم ومؤشر الصناعة وعرض النقد وتصدير البضائع ، فهذه العوامل تؤثر بشكل إيجابي على السوق المالي حيث استخدم Anokye طريقة التكامل المشترك في معادلات متعددة وطريقة يوهانسن ، اما دراستي Talla التي أجريت في بورصة ستوكهولم و Negrut و Jareño في أمريكا استخدمت نموذج الانحدار الخطي المتعدد بأسلوب OLS واختبار جذر الوحدة وكذلك اختبار سببية جرانجر ولم يتم العثور على اي علاقة سببية بين العوامل الكلية والسوق المالي باستثناء التضخم و كانت له علاقة سببية أحادية الاتجاه مع أسعار الأسهم ، (Talla,2013) و (Jareño,2016) و (Sarwar et al,2014) (Anokye, 2008). وكذلك Yartey و Kratzer كانو من مؤيدي ان بعض المتغيرات الكلية تؤثر على البعض الآخر فقد اجرى Yartey دراسته على بيانات 42 اقتصاد دولة نامية اما Kratzer فأجراها في النمسا واستخدم أسلوب تحليل لوحة البيانات و أسلوب السلاسل الزمنية واختبار سببية جرانجر ، واكدوا على ان مستوى الدخل والنتائج المحلي الإجمالي والنمو وتدفقات رؤوس الأموال الخاصة وسيولة السوق المالي والتضخم والبطالة هي التي تحدد تطور وتقدم السوق المالي في الدول النامية او قد تكون احد الأسباب المباشرة في تراجع هذه الأسواق ، و ان المخاطر السياسية والقانونية والتنظيمية ومخاطر الجودة لها تأثير أيضا في تطور الأسواق المالية وعند وقوعها تلجأ المؤسسات الى التمويل الخارجي ، واكد Yartey على ان وضع الحلول بالمرتبة الأولى للمخاطر السياسية مقارنة بالمشاكل الأخرى يسهم بشكل كبير في زيادة تطور وتقدم هذه الأسواق في الدول النامية (Yartey -2008) (Kratzer-2021) . وكذلك دراسة كل من Benaković و Posedel و Singh و Mehta و Varsha التي حللت التغيير بالعوامل الكلية وعوائد الأسهم وبشكل ادق فيما يتعلق بالعلاقة بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية معتمدين على 14 سهما في السوق المالي الكرواتي بالنسبة ل Posedel و Benaković و عوائد الأسهم الشهرية لـ 50 شركة مدرجة في تايوان بالنسبة Singh و Mehta و Varsha ، وتوصلوا الى ان جميع العوامل المختارة وهي التضخم والإنتاج الصناعي وأسعار الفائدة ومؤشر السوق وأسعار النفط ترتبط بعلاقة ذات دلالة إحصائية مع عوائد الأسهم وتؤثر عليها إيجابا باستثناء التضخم فقد كان له تأثير سلبي و ان العامل الأكثر تأثيرا واهمية على أسعار الاسهم هو مؤشر السوق وهنا استخدموا أسلوب تحليل السلاسل الزمنية (Benaković& Posedel,2010) (Singh et al, 2011) . وقد اختار Sirucek اهم عوامل للاقتصاد في الولايات المتحدة تمثلت بالتضخم وأسعار الفائدة وعرض النقد ومؤشر أسعار المنتج ومؤشر الإنتاج الصناعي وأسعار النفط والبطالة بهدف معرفة مدى تأثيرها على مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر S&P 500 ، وكان للتضخم والبطالة تأثير سلبي على هذه المؤشرات اما أسعار الفائدة وعرض النقد ومؤشر أسعار المنتج ومؤشر الإنتاج الصناعي وأسعار النفط فقد كان لها تأثير إيجابي (Sirucek,2012) . وقد طبق HSING

نموذج GARCH لتحليل هذه العلاقة حيث وجد ان مؤشر سوق الأسهم التشيكية والألمانية والأمريكية يرتبط بشكل إيجابي بالنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي وسعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم وعائد السندات ، واكد على ان ارتفاع النمو الاقتصادي والانضباط المالي ورفع قيمة العملة وانخفاض معدل التضخم تؤدي الى زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية (HSING.2011) . و ذكر Özlen ان لسعر الصرف والفائدة دورا حاسما في التخفيف من آثار الازمات المالية الخطرة التي يتعرض لها السوق المالي وهذا يعتمد على صانعي السياسات والمسؤولين عن إدارة الاقتصاد في هذه الدراسة استخدم الباحث نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL (Özlen& Ergun,2012) . اما Djamaluddin فقد كان له رأي مختلف عن الباحثين حيث ذكر ان العوامل الجزئية والكلية ليس لها تأثير كبير على عوائد الأسهم في الأسواق المالية الاندونيسية وهنا فقد اعتمد على البيانات المالية ل 46 مؤسسة مدرجة في السوق المالي واستخدم طريقة المربعات الصغرى الجزئية PLS (Djamaluddin,2017) . وكذلك وضع Rjoub و Civcir من خلال دراستهم في تركيا ان أسعار الأسهم المصرفية تتفاعل بشكل سلمي مع الازمات الاقتصادية وبالتالي يتوجب على المستثمرين الانتباه الى المعلومات المصرفية المحددة في قراراتهم ، فالمتغيرات الجزئية تسهم وبشكل كبير في تسعير اسهم المصارف حيث ترتبط جودة الأصول و الإدارة والارباح والحجم وعرض النقد وسعر الفائدة ارتباطا وثيقا بأسعار اسهم المصارف ، بالإضافة الى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين حجم المصرف وجودة الأصول وبين عرض النقد واسعار الأسهم المصرفية ، تم استخدام أسلوب تحليل بيانات اللوحة الثابتة واختبار السببية للمدة من الربع الثالث من عام 1995 الى الربع الرابع من عام 2015 (Rjoub et al-2017).

الجانب النظري للدراسة

المطلب الاول: اثر التغير في اسعار النفط على أداء السوق المالي

تعد اسعار النفط من أكثر المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على النشاط الاقتصادي وخاصة الدول التي يكون اقتصادها ريعي. بدأت هذه الاهمية تظهر بشكل واضح بسبب التطورات الاقتصادية والتقدم التكنولوجي بالإضافة الى تطور الطاقة التي تلعب دوراً كبيراً في تحريك عجلة الاقتصاد الامر الذي ينعكس تأثيره على السوق المالي وفي عالم اليوم أصبح النفط له دوراً أساسياً في الاقتصاد لكل من الدول المصدرة او المستوردة على حد سواء مع اختلاف هذا التأثير لكل منهما.

وهناك مجموعة من المفاهيم لسعر النفط لا تختلف من حيث الجوهر. فهو يمثل قيمة السلعة النفطية او المادة معبراً عنها بالقيمة النقدية. حيث ان مستوى وقيمة سعر النفط يتأثر ويخضع بصورة متباينة لقوى العوامل الاقتصادية والسياسية والطبيعية للسوق السائد سواء في طلبه او عرضه او الاثنين معاً. اي ان سعر النفط هو القيمة النقدية التي تدفع لوحدة واحدة من النفط خلال فترة زمنية معينة ومحددة. وبشكل أكثر تحديدا يعرف إبراهيم سعر النفط على انه قيمة البرميل النفط الواحد المقوم بالدولار الامريكي والمكون من (42) غالون (ابراهيم، 2016، 64).

وتترك المتغيرات في اسواق النفط العالمية اثارها الواضحة على الاصول المالية في الاسواق العالمية ولقد اثبتت الدراسات ان هناك تأثيرات مترتبة عن التغيرات في اسعار النفط على اسعار الاصول المالية وان الاختلاف في اسعار النفط ارتفاعاً او انخفاضاً يتم تحديدها عادة من خلال العرض والطلب العالمي، بالإضافة الى الانتاج المحلي للدول

المنتجة وكذلك الكوارث الطبيعية والازمات والظروف الاقتصادية التصريحات والقرارات السياسية والنمو السكاني والتقدم التكنولوجي والمضاربات والطاقة البديلة. حيث ان ارتفاع وانخفاض اسعار النفط يكون له اثارا ايجابية وسلبية على السوق المالي. وكما هو الحال مع بقية المتغيرات الكلية هنالك علاقة طردية وعكسية بين ارتفاع (انخفاض) اسعار النفط واسعار الاصول المالية في البلدان المنتجة (المصدرة للنفط) والبلدان المستوردة (المستهلكة للنفط).

حيث تنعكس الزيادة في اسعار النفط في ارتفاع عوائد الدولة المنتجة للنفط الامر الذي ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي وتطوير البنى التحتية ودعم المزيد من الاستثمارات والذي ينعكس بدوره ايجابا على اصولها المالية في السوق المالي (اسماعيل، 2016: 66). وكذلك يؤدي ارتفاع المستوى العام لأسعار النفط اثرا ايجابيا على البلدان المصدرة لان جزء من هذه الارباح ستعوضهم عن خسارتهم الناتجة عن نقص او تقليص طلب شركائهم التجاريين بسبب الكساد الاقتصادي للبلدان المستوردة نتيجة ارتفاع اسعار النفط والتي تدفع بهم الى استيراد كميات اقل. ومن جهة أخرى يعمل ارتفاع اسعار النفط الى زيادة دخول الافراد والذي يؤدي بدوره الى زيادة في الانفاق الاستهلاكي والاستثماري ينتج عنه زيادة في الانتاج فيزيد من ارباح أسهم الشركات نتيجة لارتفاع قيمة اصولهم المالية.

كما قد يترك ارتفاع اسعار النفط في الدول المصدرة للنفط اثارا سلبية أيضا. فالتغيرات الكبيرة في اسعار النفط بسبب الزيادات المفاجئة بالأسعار قد تؤدي الى حالة من عدم اليقين، الامر الذي يقلل من حوافز الاستثمار والذي يؤثر على الناتج المحلي وبالتالي ينعكس بصورة سلبية على قيمة الاصول المالية واداء السوق المالي بشكل عام (منال، 2017: 160).

اما بالنسبة للدول المستوردة للنفط فان ارتفاع في اسعار النفط سيكون له تأثير على النشاط الاقتصادي الذي بدوره سينعكس على ارباح الشركات التي يدخل النفط في تكلفتها التشغيلية سواء بصورة مباشرة او غير مباشرة فارتفاع اسعار النفط يؤدي الى تقليل ارباح الشركة من جهة ومن جهة اخرى يؤدي انخفاض في اسعار النفط للبلدان المستوردة الذي يدخل النفط في عناصرها الاولية الى انخفاض تكلفتها صادراتها مما يزيد من الطلب على منتجاتها وزيادة القدرة التنافسية وزيادة ارباحها وارتفاع قيمة اصولها المالية ، وكما يترك انخفاض في اسعار النفط للبلد المستورد الى نمو والانتعاش في الاقتصاد مما يؤثر ايجابياً على الاصول المالية (الهيبي، 2011: 5). كما يؤدي ارتفاع اسعار النفط الى التذبذب وعدم الاستقرار وتباطي النمو في دورة النشاط الاقتصادي الذي يخلف الكساد والركود وزيادة نسبة التضخم مما ينعكس على الاصول المالية في السوق المالي حيث ان هناك علاقة عكسية بين اسعار النفط واسعار الاسهم في الدول المستوردة وارتفاع اسعار النفط في الدول المستهلكة يكون ذات عئ ثقيل على مصادرها التشغيلية وزيادة في نفقاتها الاستيرادية في ان واحد مما يسبب في رفع تكلفتها الانتاجية وزيادة معدلات التضخم مما ينعكس على انخفاض قيمة الاصول المالية في السوق المالي (التميمي، 2011: 40).

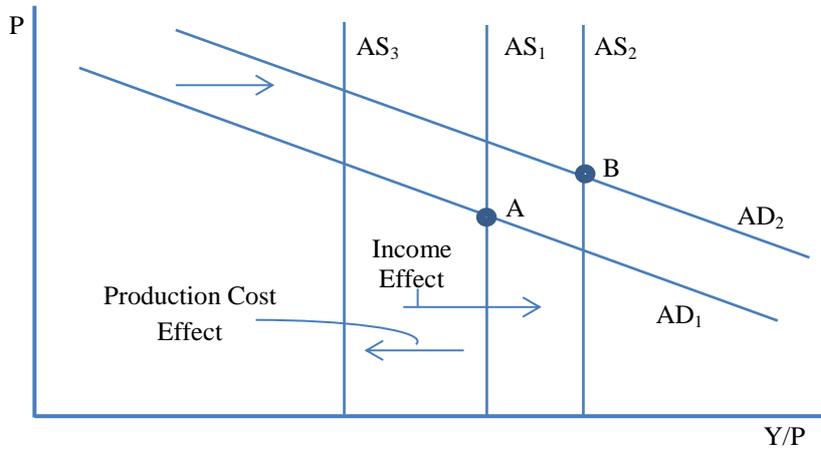
ويمكن تلخيص الكلام أعلاه في الشكل رقم (1) والذي وضح الاثار المترتبة على تغير أسعار النفط في الدول المصدرة والمستوردة للنفط.

ان الشكل (1) يوضح اثر ارتفاع اسعار النفط في البلدان المصدرة ويبين هذا من خلال الاثر الايجابي للدخل على الناتج فسوف يؤدي الى اعتدال منحى العرض الكلي (AS) نحو الجهة اليمنى وهذا بتأثير الدخل (Income Effect) مما

يسبب زيادة في الاسعار P بمعنى ان الارتفاع في اسعار النفط يمكن بانتقال الثروة من الدول المستورد (المستهلكة للنفط الى الدول المصدرة (المنتجة للنفط) مما يترك اثر ايجابي على الناتج داخل الدول المصدرة للنفط ، وان نسبة هذا الاثر تعتمد على مدى الاستخدام الامثل للدولة المصدرة لهذا الدخل الزائد. فاذا استخدمت هذه الزيادة في شراء السلع والخدمات التي تدخل في الانتاج فأنها ستولد زيادة في الثروة الوطنية الكلية مما سينعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي ، والذي سيدفع بالحكومة الى القيام بتقويم البنى التحتية وزيادة الاستثمارات التي تزيد من عوائد الاسهم فيؤدي الى ارتفاع قيمة الاصول المالية . و التفسير اعلاه من أدبيات الاقتصاد الكلاسيكي من حيث تأثير ارتفاع اسعار النفط على الدول المنتجة للنفط ، وهو يتجاهل كون النفط واحد من اهم مدخلات في العملية الانتاجية . حيث تشير زيادة في اسعار النفط الى تقليص في استخدامه مما يؤدي الى انخفاض الناتج المحلي (Y) ويسمى هذا بتأثير تكلفة الانتاج Production Cost مما يؤدي الى تغيير (AS) باتجاه اليسار يعول تصحيح في منحني (AS) على اثر تكاليف الدخل والانتاج والشكل فرض الاقتصاد قام بتصدير كمية من النفط الذي يكون فيها تأثير تكلفة الانتاج اقل من الدخل وهذا التنقل في منحنى الطلب الكلي (AD) جنباً مع جنب مع انتقال العرض الكلي الذي يتيح للاقتصاد بتحقيق تعادل مستحدث في النقطة B يصاحبه رفاهية اعلى (منال ، 2017 : 159) .

شكل (1)

الاثار المترتبة على تغير أسعار النفط في الدور المصدرة والمستوردة للنفط



كما يؤدي انخفاض اسعار النفط اثاراً سلبية على البلدان المصدرة للنفط ، لأنه غالباً ما تكون هذه البلدان ريعية فيؤدي الى تقليل وانخفاض ايراداتها التي تعتمد عليها في تمويل نفقاتها واستثماراتها مما ينتج عنها تأثير اقتصادي سلبي على الشركات فيؤدي الى انخفاض في تداول وربحية اسهم الشركات التي تؤدي الى انخفاض قيمة الاصول المالية ، ويؤدي انخفاض في اسعار النفط للبلد المصدري الى انخفاض قيمة العملة المحلية مما يؤدي الى عجز الميزانية ينتج عنه تخفيض الاستثمارات وتقليل مشاريع التنمية بسبب الديون الدولية وانخفاض النمو الاقتصادي مما ينعكس على الاصول المالية واداء السوق المالي (Pesaran,2016:21) .

المطلب الثاني: - أثر التغيير في سعر الفائدة على أداء السوق المالي

يعد سعر الفائدة أحد أهم متغيرات الاقتصاد الكلي التي تؤثر في النشاط الاقتصادي بشكل مباشر وغير مباشر من خلال ارتباطه بقرارات المستثمرين خصوصاً في السوق.

إن المتعاملون في سوق الأوراق المالية يقومون بتنويع استثماراتهم من أجل تدعيم قدراتهم وكفاءتهم على التعامل مع التغيرات المحتملة في أسعار الفائدة. ويقوم البنك المركزي عادة بتحديد سعر الفائدة، ومن المعروف أن تحليل ومراقبة أسعار الفائدة من أهم الخطوات في تحليل الاساسي للأسهم في السوق المالي والاقتصاد ككل.

عادة ما تؤدي التقلبات في أسعار الفائدة إلى عزوف المستثمرين أو المتعاملين في الأسواق المالية على الاستثمار حيث إن هنالك علاقة عكسية بين السوق المالي الكفوء وتقلبات أسعار الفائدة (الجنابي، 2018: 171) كلما انخفضت تقلبات أسعار الفائدة كان الأداء المالي وبالتالي السوق المالي أكثر فاعلية وكفاءة.

إن الانخفاض في أسعار الفائدة يدفع بالأفراد إلى المزيد من الاقتراض وهذا بدوره يؤدي إلى المزيد من الانفاق مما يزيد من مبيعات الشركات وزيادة المبيعات تؤدي إلى ارتفاع بمستوى الأرباح. كما أن سهولة اقتراض الأموال بسبب انخفاض سعر الفائدة لفترة طويلة ربما يؤدي إلى فقاعة اقتصادية والتي كلما تضخمت كان انهيارها أشد وأصعب أثراً (يوسف، 2008: 35)

إن ارتفاع أسعار الفائدة والعائد الذي يحصل عليه المستثمر من ودائعه المصرفية يشجع المستثمرين على بيع عدد من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة لأن أرباحهم في المصارف وبفوائد مرتفعة أفضل من تحمل مخاطر عند الاستثمار بالأسهم بعبارة أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بالمستثمرين إلى تغيير محافظهم الاستثمارية إلى محافظ تتلاءم مع معدلات الفائدة الخالية من المخاطر والتي تستطيع المحافظ تحقيقها وذلك يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال والمستثمرين من السوق المالي إلى استثمارات أخرى

إن عدد كبير من المستثمرين في الأسهم يقومون بالاقتراض من المصارف التجارية أو شركات الوساطة من أجل تمويل شراء الأسهم وعند ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع تكلفة الاقتراض وبالتالي يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض فتتخفف الأموال المخصصة لشراء الأسهم الأمر الذي يقود إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها (عطية، 2012: 15)

من ناحية أخرى إن العلاقة بين أسعار الفائدة والسوق المالي مرتبطة بالعلاقة بين معدل العائد المطلوب على الاستثمار ومضاعف الربحية. فعندما يلعب معدل الفائدة السائد في السوق دوراً في تحديد معدل العائد المطلوب من استثمار معين يعني بالتبعية انخفاض مضاعف الربحية وارتفاع أسعار الفائدة في السوق فإذا كان معدل الفائدة السائد في السوق أكبر من معدل الفائدة المتوقع على الاستثمار فإن اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم يكون قرار غير صائب .

مما سبق نلاحظ ان العلاقة بين اسعار الفائدة والاصول المالية علاقة عكسية فارتفاع اسعار الفائدة على السندات يؤدي الى انخفاض اسعارها في السوق المالي ويرتفع بالتالي العائد على السندات فتصبح مطابقة لأسعار السندات والتي تقدر بسعر قيمة اعلى (امانة, 2021: 212) بينما تنخفض اسعار الاسهم بارتفاع اسعار الفائدة المصرفية كون البديل الاستثماري (الودائع المصرفية) اصبح اكثر جاذبية

المطلب الثالث: - اثر التغير في عرض النقد على أداء السوق المالي

يعد عرض النقد أحد متغيرات الاقتصاد الكلي المهمة التي تؤثر في النشاط الاقتصادي بصوره عامة وعلى السوق المالي بصورة خاصة، واي تغير في عرض النقد من قبل الحكومة متمثلة بالبنك المركزي سيؤثر ايجابياً او سلبياً على الاصول المالية في السوق المالي .

فسرت العديد من الدراسات كيفية تأثير عرض النقد على اسعار الاوراق المالي في اطار السوق الكفؤة ونموذج المحفظة المالية والتي تشير الى ان المستثمرين يحتفظون بثروتهم على شكل اصول حقيقية (سلع معمرة) او اصول مالية (اسهم وسندات) فضلاً عن النقود . ففي حالة التوسع سيرى المستثمرين ان حصة النقود ضمن ثروتهم قد زادت بشكل كبير الى الحد الذي يدفع بهم الى اعادة ترتيب محفظتهم من خلال تقليل حصة النقود عن طريق شراء المزيد من الاصول المالية، الامر الذي يؤدي الى زيادة اسعار هذه الاصول . بمعنى ان اي تغيير في عرض النقد يؤدي الى خلق اثر في الثروة والذي يقود الى خلل بالتوازن القائم بالمحفظة المالية للمستثمرين اثناء قيامهم بإعادة ترتيب الاصول المكونة منها. حيث ان الانخفاض والارتفاع الغير متوقع بمعدل نمو عرض النقد ينتج عنه تغيير في وضع النقود مع باقي الاصول في محفظة المستثمر وبالتالي يقوم المستثمر بتعديل حجم الاصول المكونة للمحفظة المقيمة بالنقود وهذا التعديل يؤدي الى توازن جديد يحدث فيه تغيير في مستوى اسعار الاصول المختلفة مما يجعل التغيير في عرض النقود تأثير على هذه الاسواق بالقدر الذي يربط ويشجع الجمهور على بيع او شراء الاصول المالية وفق الادوات النوعية والكمية المتبعة للتحكم في عرض النقد (يسيع , 2015: 154) .

ويمكن تصوير العلاقة بين عرض النقد واسعار الاصول المالية من خلال سياسات البنك المركزي من حيث طلب الاخير من المصارف التجارية نسبة من الاموال كاحتياطي لديه ، اذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الائتمان عند الافراد فانه يؤدي الى انخفاض نسبة الاحتياطي لديه مما يزيد من الاموال السائلة لدى البنوك الامر الذي يؤدي الى انخفاض تكلفة الاقتراض بمعنى ان انخفاض في اسعار الفائدة سيحث الافراد على الاستثمار في السوق المالي وهذا بدوره يؤدي الى ارتفاع اسعار الاصول المالية اما اذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو تخفيض الائتمان عند الافراد فانه سيؤدي الى ارتفاع نسبة الاحتياطي لديه مما يقلل من الاموال السائلة لدى البنوك الامر الذي يزيد من تكلفة الاقتراض بمعنى ان زيادة اسعار الفائدة يؤدي الى عزوف الافراد عن الاستثمار في السوق المالي (فرحي وبن قدور ، 2015: 134) .

وحسب المنطق الاقتصادي تؤدي زيادة عرض النقد الى ارتفاع قيمة الاسهم حيث انه الزيادة في المعروض النقدي تؤدي الى زيادة الانفاق الاستهلاكي والاستثماري مما يعني زيادة الناتج المحلي الاجمالي وزيادة الطلب يؤدي الى زيادة ارباح الشركات مما يشجع على شراء الاسهم وبالتالي زيادة حجم التداول مما يترتب عليها ارتفاع في اسعار الاسهم (الدعوي، 2013: 286)

ويعزز من هذه نمط هذه العلاقة راي نظرية كمية النقود لفريدمان وفيشر حيث انه اي تغيير في كمية النقود يؤدي حتما الى تغيير في نفس الاتجاه والنسبة في المستوى العام للأسعار، اي انه اي تغيير في اسعار الاسهم هو متغير تابع للتغير في كمية النقود (مصطفى وعفر، 2000: 115).

كذلك يرى كل من شوارتز و فريدمان ان هنالك علاقة ايجابية بين عرض النقد واسعار الاوراق المالية فزيادة عرض النقد سيؤدي الى انخفاض اسعار الفائدة مما يدفع المستثمر الى الاستثمار وزيادة الطلب على الانتاج وتقليل البطالة الذي سيؤدي الى خلق دخول وزيادة الطلب الذي سيعكس على زيادة الطلب على المنتجات مما يزيد من ارباح الشركات الذي ينعكس بدوره على ارتفاع اسعار الاوراق المالية وزيادة القيمة السوقية (القادر ، 2015 : 88). في حين يرى الاقتصادي كيران Keran ان العلاقة بين عرض النقد واسعار الاوراق المالية

علاقة سلبية حيث ان زيادة عرض النقد يكون له اثر سلبي يتمثل في احتمال حدوث التضخم الذي يؤدي الى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرين مما يؤدي الى انخفاض في مستوى اسعار الاصل

المطلب الرابع: أثر التغير في سعر الصرف على اداء السوق المالي

يعتبر سعر الصرف اداة ربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات بالإضافة الى انه يعتبر وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وتكلفة المواد المستوردة وعلى ربحية الصناعات التصديرية ويعرف سعر الصرف بانه سعر عملة بلد معين نسبة الى بلد اخر (Barbara ، 2013 : 5) كما يعرف ايضاً على انه عدد من وحدات العملة المحلية التي يستطيع المقيم في دولة ما شراءها مقابل وحدة واحدة من العملة الاجنبية (46 : 2007 ، Cato) وأخيراً يعرف Willem سعر الصرف على انه عدد الوحدات من عملة معينة يمكن مبادلتها او شرائها مقابل وحدة واحدة من عملة اخرى (102 : 2002 ، Willem).

تعد اسواق الصرف الاجنبي احد اهم ركائز النشاط الاقتصادي لأي بلد لتلبية متطلبات الاعمال التجارية وينتج عن التغير في سعر الصرف للعملة المحلية تأثير على القدرة الشرائية للعملة المحلية في الخارج والعملات الاجنبية في الداخل بمعنى حدوث تغيير في المستوى العام للأسعار للسلع المحلية في الخارج واسعار السلع الاجنبية في داخل البلد ومن ثم حدوث تغيير بين العرض والطلب على السلع المحلية والاجنبية والتي تؤدي بالنهاية الى التأثير على ارباح الشركات والقدرة التنافسية مما يؤثر على اداء السوق المالي وتبين بعض الدراسات ان هنالك علاقة بين سعر الصرف والاصول المالية سواء بصورة مباشرة او غير مباشرة . فعندما تنخفض سعر العملة المحلية للبلد سيؤدي الى زيادة الطلب على صادرات البلد وزيادة القدرة التنافسية للشركات.

ان ارتفاع قيمة العملة المحلية للبلد المصدر سوف يؤدي الى فقدان قدرة التنافسية مما سيؤدي الى انخفاض الطلب على صادراته الامر الذي يؤدي الى انخفاض حجم المبيعات والتي ستعكس على ارباح الشركات اما سيؤدي في النهاية الى انخفاض قيمة اسهمها (Makhiha, 2019:115)

وكما ذكرنا سابقا فإن آلية انتقال تأثير التغير في سعر الصرف على السوق المالي تتم من خلال قناتين

1 - القناة المباشرة: - يؤدي انخفاض قيمة العملة المحلية الى قيام المستثمرين المحليين بالتخلص من مدخراتهم التي يحتفظون بها من العملة المحلية والتوجه نحو الاستثمار بالسوق المالي (الاسهم والسندات) وتؤدي زيادة الطلب الى ارتفاع اسعار الاصول في هذه السوق من جهة ومن جهة أخرى يؤدي ارتفاع سعر الصرف الاجنبي مع ثبات العوامل الاخرى الى جعل اسعار الاصول المالية أرخص نسبياً من جانب المستثمرين الامر الذي يدفعهم الى زيادة طلبهم على هذه الاصول ويؤدي بالتبعية الى ارتفاع اسعارها.

2- القناة غير المباشرة (المنهج التقليدي): - يفسر هذا المنهج ان الانخفاض في قيمة العملة المحلية يؤدي الى زيادة الصادرات وهذا يقود الى زيادة في ارباح الشركة مما يزيد من اسعار الاسهم خلال فترة زمنية قصيرة. ميكانيكية الانتقال وفق المنهج اعلاه هو زيادة القدرة التنافسية للشركة من خلال ارتفاع في صادراتها الامر الذي يؤدي الى تغيير في قيمة الاصول المالية مع احتمالية حدوث تراكم في ارباح الشركة سينعكس على اسعار اسهمها. وان اول من فسر هذه هو سولنك عام 1987 اذ وجد ان ارتفاع في القيمة الحقيقية للعملة يشكل عامل ضعف للشركات المحلية لأنه سوف يؤدي الى التقليل من قدرتها التصديرية بينما يعمل انخفاض القيمة الحقيقية للعملة المحلية على ارتفاع قدرتها التنافسية التصديرية على المدى القصير (العازي، 2017: 56).

المطلب الخامس: أثر التغيرات في معدل التضخم على أداء السوق المالي

يعد التضخم من الظواهر الاقتصادية الأكثر شيوعاً وانتشاراً في معظم اقتصاديات العالم خصوصاً في الوقت الحاضر. حيث عانت الكثير من الدول من ظاهرة التضخم والذي بدوره ينعكس على تدهور القيمة العملة الوطنية يصاحبه سوء في توزيع الثروة والدخل وتدهور في القيم الاجتماعية للبلد بالإضافة لما يسببه التضخم من اثار سلبية على الاقتصاد بشكل عام والاسواق المالية بشكل خاص، الامر الذي دفع بالحكومات الى السعي الحثيث ايجاد الحلول المناسبة لمعالجة هذه الظاهرة.

اولاً: مفهوم التضخم Inflation concept

تعددت المفاهيم والتعريفات لهذا المصطلح في الادبيات الاقتصادية وذلك من خلال العديد من الكتابات التي تناولت هذه الظاهرة فقد عرفه أنصار النظرية النقدية على انه " كل زيادة في كمية النقد المتداول التي تؤدي الى ارتفاع في المستوى العام للأسعار. بمعنى انه كلما زادت كمية النقود المتداولة في السوق بمعدل أكبر من نمو الناتج القومي الحقيقي كلما زادت الاسعار وبالتالي تحدث ظاهرة التضخم (امنة، 2021: 193).

اما اصحاب نظرية الدخل والانفاق فقد عرفوا التضخم على انه الارتفاع في المستوى العام للأسعار والتي ينتج عنها فجوة بين السلع وحجم الانفاق المتاح. (عناية، 2003: 32)

ويعرف من قبل انصار النظرية الكينزية على انه الزيادة الحاصلة في حجم الانفاق الكلي بمعدل يزيد على العرض الكلي للسلع والخدمات مما يؤدي الى زيادة في الطلب الذي ينعكس في زيادة معدل التضخم (الجنابي، 2009: 287) وتكاد تتفق النظريات الاقتصادية على ان التضخم عبارة عن زياده مستمرة في المستوى العام للأسعار نتيجة لرفع التكلفة او سحب الطلب

يحظى موضوع التضخم بأهمية كبيرة بين محلي الاسواق المالية لكونه أحد العوامل الخارجية المهمة التي لها دور مهم في التأثير على السوق المالي. فيؤثر التضخم على حجم العرض النقدي باتجاه الزيادة الامر الذي يخفض من قيمة العملة المحلية مما يدفع اصحاب رؤوس الاموال الى المضاربة في تلك الاسواق من خلال تداول الاصول المالية التي تحقق عوائد مرتفعة، بسبب زيادة ارباح الشركات المصدرة لها ومن المتوقع ان تكون هناك علاقة عكسية او طردية بين التضخم واسعار الاصول المالية .

بالنسبة للعلاقة الايجابية او الطردية بين التضخم واسعار الاصول المالية ، يلعب التضخم دوراً مهماً في التمييز بين العائد الحقيقي والعائد النقدي. حيث يرى فيشر ان العوائد الاسمية للاسهم ترتفع بنفس نسبة ارتفاع معدل التضخم المتوقع ومن ثم سيعوض المستثمر خسارته الناجمة عن تضخم القوة الشرائية لثروته (ذلك لأنه معدل العائد الاسمي يتكون من معدل عائد حقيقي مضاف له المعدل المتوقع للتضخم) فاذا كانت نسبة التضخم مرتفعة فأن العائد النقدي للاسهم لا بد ان يكون مرتفع بدرجة كافية ليعوض الانخفاض في القوة الشرائية التي يخشاها المستثمرون . كما يميل المستثمرون عند ارتفاع معدلات التضخم الى بيع الاصول المالية (كالسندات التي تعد استثمارات ذات دخل ثابت ويتجه نحو الاستثمار في الاصول التي تحقق له عوائد تتجاوز معدلات التضخم ، والسبب في ذلك يعود الى انها تعكس القيمة الحقيقية الراس المال المستثمر في هذا الاصول والذي يتغير تبعاً للتغير في معدلات التضخم) وتشير بعض الدراسات المتقدمة ان الاسهم العادية هي افضل للاستثمار في اوقات التضخم لانها تستجيب للزيادة في مستويات التضخم وهذا ما يدعون لتسميتها (مواجهة التضخم) وعادة ما يفضل المستثمرون في اوقات التضخم الى الاستثمار في الاسهم العادية والتي تزايد قيمتها الاسمية مع تزايد معدلات الاسعار قياساً باستثمارات الدخل الثابت (السندات) (امنة , 2021 : 210)

وطبقاً ليفيشر يمكن استخدام سوق الأسهم كأداة لتحوط من التضخم ليس بسبب ارتفاع المستوى العام للأسعار في الاوقات التضخمية فقط وانما بسبب ارتفاع الارباح الموزعة الخاصة بها.

بينما ترى نظرية التوقعات العقلانية ان هنالك علاقة ايجابية بين التضخم واسعار الاسهم لكون التحول الى سياسة نقدية توسعية تجعل من المستثمرين يتنبؤون بمعدل مرتفع للتضخم يؤدي مباشرة الى ارتفاع المستوى العام للأسعار،

لأن ارتفاع معدل التضخم يؤدي الى ضعف القوة الشرائية للنقود الأمر الذي يدفع بالمستثمرين الى حماية مدخراتهم من مخاوف انخفاض قوتها الشرائية باستثمار اموالهم في الاسهم فترتفع اسعارها.

وهناك تفسيرات اخرى لنمط العلاقة الإيجابية تستند الى المخزون السلعي للشركات اذ يؤدي ارتفاع الاسعار الى امكانية بيع المخزون بأسعار عالية مقارنة بأسعار التكلفة مما ينعكس على توزيعات الارباح ومن ثم على اسعار الاسهم (عبد القادر، 2015: 156)

ومن جهة اخرى يرى Lifer ان هنالك نوع من الاسهم يعتبر وسيلة للتحوط من ظاهرة التضخم اذ تزداد اسعار الاسهم كلما زاد التضخم بنسبة اكبر من النسبة التي زاد بها الاخير ، ودليله في ذلك ان هنالك العديد من الشركات التجارية والصناعية يلعب المخزون السلعي فيها دور هام في تحديد نسبة حجم الارباح ومن ثم ارتفاع الاسعار (كمؤشر للتضخم) ، بمعنى امكانية بيع المخزون السلعي بأسعار مرتفعة مقارنة بأسعار الشراء مما يؤدي الى زيادة في مستوى أرباحها وبالتالي عوائد اسهمها بشكل كبير. ولكن هذا مقرون فقط في بداية ظاهرة التضخم (محمد ، حفيظ ، 2016 :14)

كما قد يكون للتضخم اثارا عكسية على اسعار الاصول المالية في السوق المالي نتيجة لانخفاض القيمة الحقيقية للأرباح المستقبلية (Ratneswary, 2010: 61).

كذلك تأثيره على عائد الاصول ذات الدخل الثابت (السندات) حيث يؤدي المستوى المرتفع من التضخم غير المتوقع unexpected inflation (الفرق بين التضخم المتوقع والتضخم الفعلي) الى المزيد من السياسة النقدية التقييدية، وهو ما يؤدي الى انخفاض في اسعار الاسهم الناتج عن انخفاض التدفقات النقدية للشركات نتيجة تراجع الطلب على منتجاتها. حيث يؤثر التضخم بشكل سلبي على اسعار الاسهم ويؤثر بشكل ايجابي على سعر الفائدة وهذا ما يسمى بفرضية التضخم المتوقع inflation expectation hypothesis ومضمونها تنخفض اسعار الاسهم بسبب علاوة التضخم المتضمنة ارتفاع في اسعار الفائدة الاسمية مما يؤدي الى انخفاض في الارباح الصافية بعد استقطاع الضريبة وهذا ما فسرتة فرضية فاما عام 1981 (بسبع . 2019: 108).

ففي عام 1977 اظهرت دراسة قام بها فاما وشوات العلاقة العكسية بين التضخم والعوائد الحقيقية للاسهم معلا هذه العلاقة الى ان انخفاض مستوى النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية سلبية (بفعل التضخم) تؤدي الى انخفاض مستوى عوائد الاسهم وفق ما يسمى علاقة التأثير البديل (مسجت ، 2020: 14).

كما يؤدي ارتفاع معدلات التضخم ببعض الدول الى اتخاذ سياسات عديدة منها فرض الضرائب على الشركات التجارية والصناعية والتي تؤدي الى انخفاض عوائد هذه الشركات المصدرة للأسهم والارباح ومن ثم انخفاض القيمة السوقية لأسهمها وبالتالي انخفاض الطلب على هذه الاسهم التي ينتج عنها انخفاض في اداء السوق المالي.

واخيراً تؤدي المستويات العليا من التضخم الى قيام البنك المركزي باتباع سياسة نقدية انكماشية تؤدي الى انخفاض الطلب على السلع والخدمات التي تنتجها الشركات والتي تنعكس في انخفاض التدفقات النقدية (اي انخفاض عوائد الشركات) مما يؤدي الى انخفاض حجم التداول بالأسهم ومن ثم انخفاض في قيمتها السوقية وأسعارها (علي، 2013: 79).

الجانب العملي للدراسة

اولاً: عرض وتحليل النتائج القياسية لنموذج انحدار العوامل الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق المالي

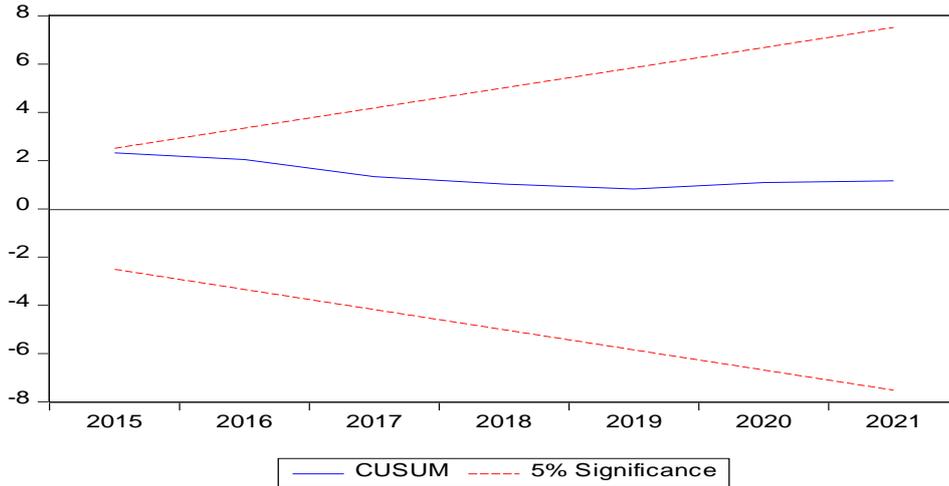
المطلب الأول: نتائج اختبار الاستقرار الهيكلية لمعاملات نموذج ARDL

للتأكد من استقراره النموذج المعتمد (ARDL)، تم استخدام اختبار (CUSUM) وكانت النتائج موضحة في الشكل (2).

ويتضح من الشكل (2) أنّ الخط البياني للاختبار يقع داخل الحدود الحرجة (الحد الأعلى والحد الأدنى) عند اعتماد مستوى معنوية (5%)، ممّا يتضح أنّ المجاميع التراكمية تتمحور حول وسطها الحسابي خلال مدة البحث وهذا يعطي دلائل على سلامة ودقة أنموذج ARDL وهو مؤشر على إمكانية اعتماد الأنموذج للتنبؤ. ويمكن استعمال نموذج ARDL حيث يعد هذه النموذج من أكثر النماذج الملائمة لطبيعة البيانات تحت الدراسة وعليه يتم ايجاد تقدير معاملات النموذج ومن ثم الكشف عن جودة النموذج وكذلك خلوه من المشاكل القياسية والموضحة في الجدول (1).

الشكل (1)

اختبار الاستقرار الهيكلية لنموذج انحدار العوامل الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق المالي



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.9

الجدول (5)

نتائج تقدير معلمات الأجل القصير والأجل الطويل ومعلمة تصحيح الخطأ (ECM) لنموذج انحدار العوامل الاقتصادية الكلية على مؤشر السوق المالي

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	95.325	88.325	1.524	0.154
Y (-1)	0.214	0.062	3.545	0.048
X11	1.524	0.9524	3.487	0.039
X11(-1)	5.215	2.647	0.3854	0.658
X12	-6.478	2.424	-1.837	0.154
X12(-1)	-2.154	1.524	2.077	0.087
X13	0.547	0.0854	0.954	0.544
X13(-1)	10.315	8.654	3.514	0.006
X14	13.547	10.654	4.674	0.001
X14(-1)	21.854	13.551	1.065	0.245
X15	-63.652	45.955	0.747	0.521
X15(-1)	-11.5785	6.854	1.325	0.985
CointEq(-1)	-0.143	0.324	5.887	0.000
$Y - (3.087*X11 + 89.745*X12 + 1.047*X13 + 0.152*X15 - 47.624*X15 + 314.417)$				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X11	3.087	0.654	3.854	0.004
X12	-89.745	12.542	4.314	0.000
X13	1.047	0.415	2.795	0.023
X14	0.152	0.0854	3.584	0.38
X15	-47.624	23.547	3.496	0.032
C	314.417	174.954	4.157	.0048
R-squared	0.43	F-statistic	22.53	0.000
Jarque-beara	1.578	Prob	0.187	
Heteroskedasticity Test: ARCH	F-statistic	1.387	Prob. F (1,62)	0.684
	Obs*R-squared	4.5478	Prob. Chi-Square (1)	0.478
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	F-statistic	1.588	Prob. F (1,58)	0.474
	Obs*R-squared	3.633	Prob. Chi-Square (1)	0.384
Ramsey RESET Test				
Test	Value	df	Probability	
t-statistic	1.028	13	0.354	
F-statistic	1.487	(1, 13)	0.354	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.9.

نلاحظ من خلال اختبارات التشخيص للنموذج في الجدول والتي توضح ان النموذج لا يعاني من المشاكل القياسية اذ نلاحظ الاتي:

1- اختبار عدم تجانس التباين: يظهر من الجدول () أنّ النموذج المستخدم لا يعاني من مشكلة عدم تجانس التباين من خلال نتائج الاختبار ويوضح ان قيمة (F-statistic) المحسوبة بلغت (1.387) وهي قيمة غير معنوية عند مستوى معنوية (5%) مما يعني قبول الفرضية الصفرية (H_0) التي تنص بثبات تباين حدّ الخطأ العشوائي.

2- اختبار مشكلة الارتباط الذاتي: نلاحظ من خلال قيمة اختبار Breusch-Godfrey اذ بلغت قيمة (F-statistic) بلغت (1.588) وكذلك بلغت القيمة الاحتمالية لإحصائه مربع كاي (0.384) وكلاهما أكبر من قيمة مستوى الدلالة (5%)، وهذا يعني نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي بين البواقي، وهذا يعني ان النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

3- اختبار التعدد الخطي: ايضا اتضح خلو النموذج من مشكلة التعدد الخطي من خلال اختبار كلاين حيث تم مقارنه معامل الارتباط البسيط بين المتغيرات تحت الدراسة مع الجذر التربيعي لمعامل التحديد وظهرت النتائج ان قيمة الجذر التربيعي لمعامل التحديد كانت أكبر من معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج.

4- اختبار Jarque-beara: ان البواقي تتوزع توزيع طبيعي كون قيمة مستوى المعنوية بلغت 1.578.

بعد التأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية نلاحظ ان ان هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع (MI) والمتغيرات المستقلة وهذا ما اكدته معلمة تصحيح الخطأ (-1) CointEq البالغة (-0.143) وهي قيمه سالبة ومعنوية بنفس الوقت عند مستوى معنوية (1%)، وهذا يعني أنّ (0.143) من أخطاء الأجل القصير قد تم تصحيحها تلقائياً عبر الزمن من اجل بلوغ التوازن في الأجل الطويل، أي إنّ (MI) يتطلب حوالي (0.143) من الزمن لبلوغ قيمته التوازنية في الأجل الطويل. وكذلك استطاع النموذج تفسير ما مقدار (45%) من قيمة مؤشر السوق (MI) اذا بلغت قيمة معامل التحديد (0.45) اما المتبقي فتفسره متغيرات اخرى.

ويلاحظ أنّ متغير صادرات النفط له دور مهم ايجابي في (MI)، حيث اظهر معامل وجود أثر ايجابي ومعنوي في الأجل الطويل على المتغير المعتمد (MI) عند مستوى احتمالية (5%)، أي ان الزيادة في متغير صادرات النفط في الأجل الطويل بمقدار وحده واحدة تؤدي الى زيادة (MI) بمقدار (3.087) مع ثبات العوامل الأخرى.

ويلاحظ أيضا أنّ متغير سعر الفائدة (X12) له دور مهم سلبي في (MI)، حيث اظهر معامل متغير (X12) الى وجود أثر سلبي ومعنوي في الأجل الطويل بينه وبين المتغير (MI) عند مستوى احتمالية (5%)، أي ان الزيادة في متغير (X12) في الأجل الطويل بمقدار وحده واحدة تؤدي الى نقصان (MI) بمقدار (89.745) ، مع ثبات العوامل الأخرى.

ويلاحظ أنّ متغير عرض النقد (X13) له دور مهم ايجابي في (MI)، حيث اظهر معامل الى وجود أثر ايجابي ومعنوي في الأجل الطويل بينه وبين المتغير (MI) عند مستوى احتمالية (5%)، أي ان الزيادة في متغير عرض النقد في الأجل الطويل بمقدار وحده واحدة تؤدي الى زيادة (MI) بمقدار (1.047) مع ثبات العوامل الأخرى.

كذلك نلاحظ أنّ متغير سعر الصرف (X14) له دور مهم ايجابي في (MI)، حيث اظهر معامل متغير (X14) الى وجود أثر ايجابي ومعنوي في الأجل الطويل بينه وبين المتغير (MI) عند مستوى احتمالية (5%)، أي ان الزيادة في متغير سعر الصرف في الأجل الطويل بمقدار وحده واحدة تؤدي الى زيادة (MI) بمقدار (0.152) مع ثبات العوامل الأخرى.

كذلك نلاحظ أنّ متغير معدل التضخم (X15) له دور مهم سلبي في (MI) حيث اظهر معامل متغير (معدل التضخم) الى وجود أثر سلبي ومعنوي في الأجل الطويل بينه وبين المتغير (MI) عند مستوى احتمالية (5%)، أي ان الزيادة في متغير معدل التضخم في الأجل الطويل بمقدار وحده واحدة تؤدي الى نقصان (MI) بمقدار (47.62) مع ثبات العوامل الأخرى.

المصادر

الرسائل والاطاريح الجامعية

- 1- Kratzer, C . (2021). **Impact of macroeconomic variables on stock prices in Austria**(Master of Business Administration). PRIVATE UNIVERSITY .
- 2- Talla, J . T . (2013). **Impact of Macroeconomic Variables on the Stock Market Prices of the Stockholm Stock Exchange (OMXS30)**(Master s Thesis within International Financial Analysis). JÖNKÖPING UNIVERSITY

الدوريات والبحوث :

- 1- Adam, A. M ., & Tweneboah, G . (2008). **Macroeconomic Factors and Stock Market Movement: Evidence from Ghana**. *Munich Personal RePEc Archive*. 1-26 .
- 2- Benaković, D., & Posede, P. (2010) . **Do macroeconomic factors matter for stock returns? Evidence from estimating a multifactor model on the Croatian market**. *Business Systems Research Journal*. 1(1-2): 2-13 .
- 3- Djamaluddin, S., Rahmawati, D., & CMA3, H . (2017). **The Influence of Fundamental Factors Micro and Macro to Return Expected Through The Intervening Corporate Value in The Listed Real Estate Sector in Bei Periode 2011-2014**. *International Journal of Business and Management Invention*. 6(2): 14-22 .
- 4- HSING, Y. (2011). **Effects of Macroeconomic Variables on the Stock Market: The Case of the Czech Republic**. *Theoretical and Applied Economics*, 7(560): 53-64 .
- 5- Jareño, F., Negrut, L . (2016). **US Stock Market And Macroeconomic Factors**. *The Journal of Applied Business Research*, 32(1): 325-340 .
- 6- Özlen, S., & Ergun, S . (2012). **Macroeconomic Factors and Stock Returns**. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(9): 315-343 .
- 7- Rjoub, H., & Cıvır, I . (2017). **MICRO AND MACROECONOMIC DETERMINANTS OF STOCK PRICES : THE CASE OF TURKISH BANKING SECTOR** . *Romanian Journal of Economic Forecasting*, (1):150-166 .

- 8- Sarwar, A . Aftab, M . H ., Khan, R . A., & Qureshi, H . A . (2014). **IMPACT OF MACROECONOMIC FACTORS ON THE STOCK**. *ResearchGate* . 2595-2601 .
- 9- Sirucek, M . (2012) . **Macroeconomic variables and stock market: US review**. *Munich Personal RePEc Archive* . 1-10 .
- 10- Singh, S . Mehta, S., & Varsha, M . s.(2011). **Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan**. *Journal of Economics and International Finance* . 2(4):217-227 .
- 11- Yartey, C . A . (2008). **The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different ?** . *International Monetary Fund*. 8(32): 2-31 .