



## Tikrit Journal of Administration and Economics Sciences

مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)



### Testing some determinants of the performance of Arab financial markets

Researcher: Abdul Aziz Saad A. Al-Shawi

College of Administration and Economics

University of Mosul

[abdulaziz.bap226@student.uomosul.edu](mailto:abdulaziz.bap226@student.uomosul.edu)

Assist. Prof. Dr. Namir Amir Al-Saegh

College of Administration and Economics

University of Mosul

[nameer\\_alsaegh@yahoo.com](mailto:nameer_alsaegh@yahoo.com)

#### Abstract:

The research is based on the assumption that there is a significant and one-way effect of the explanatory and illustrative macro variables of the economy in the main and subsidiary indicators of the performance of the financial market, which includes prices, volumes and trading within a standard model that shows (exchange rate, inflation, GDP, interest rate, oil price) In the performance of Arab financial markets (market value, number of shares traded, turnover ratio) with the relative weight of each index and its components as dependent variables (approved) and for a sample consisting of seven Arab countries (UAE, Bahrain, Tunisia, Saudi Arabia, Qatar, Kuwait, Egypt) for the period (2011-2019).

To achieve this, the correlation between the studied variables was measured and the Chi-square test was used to detect the presence of anomalies in the data for the sample countries and the Shapiro-Wilk test was used to detect the normal distribution of the study variables, and the weighted least squares method (WLS) was used. The results revealed that the exchange rate variable had its opposite effect in all the approved study models, while the gross domestic product reflected its positive effect in most models, and the volume indicator is one of the most important pivotal indicators in studying the overall performance of the financial markets as it is based on the highest sub-contents, as well as Regarding the correlations with the rest of the indicators, and in light of the results, the researchers recommended the necessity of great interest on the part of investors to follow exchange rate fluctuations in order to make efficient and effective decisions and to understand the relationship more accurately between price movement and economic variables within the Arab financial markets because exchange rates are one of the investment tools that are discussed as one Options crowding out investments.

**Keywords:** performance indicators of Arab financial markets, interest rate, inflation.

## اختبار بعض محددات أداء الأسواق المالية العربية

أ.م.د. نمير أمير الصانغ  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة الموصل

الباحث: عبدالعزيز سعد عبدالعزيز الشاوي  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة الموصل

### المستخلص:

يستند البحث على افتراض هنالك أثر معنوي وذو اتجاه واحد من المتغيرات التفسيرية والتوضيحية الكلية للاقتصاد في المؤشرات الرئيسية والفرعية لأداء السوق المالي والتي تضم الأسعار والحجوم والتداول ضمن أنموذج قياسي يوضح كل من (سعر الصرف، التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة، سعر النفط) في أداء الأسواق المالية العربية (القيمة السوقية، عدد الأسهم المتداولة، معدل دوران الاسهم) مع الوزن النسبي لكل مؤشر ومكوناته كمتغيرات تابعة (معتمدة) ولعينة تتكون من سبع دول عربية (الامارات، البحرين، تونس، السعودية، قطر، الكويت، مصر) للفترة (2011-2019). ولتحقيق ذلك تم قياس علاقة الارتباط بين المتغيرات المدروسة واستخدام اختبار مربع كاي (Chi-square) للكشف عن وجود القيم الشاذة في البيانات لدول العينة واستخدام اختبار (Shapiro-Wilk) للكشف عن التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة، وتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS)، وأفصحت النتائج أن متغير سعر الصرف جاء تأثيره العكسي في نماذج الدراسة المعتمدة جميعها، في حين عكس الناتج المحلي الإجمالي تأثيره الإيجابي في أغلب النماذج، ويعد مؤشر الحجم من أهم المؤشرات المحورية في دراسة الأداء الكلي للأسواق المالية كونه يركز على أعلى مضامين فرعية، فضلاً عن الترابطات مع بقية المؤشرات وعلى ضوء النتائج أوصى الباحثان بضرورة الاهتمام الكبير من قبل المستثمرين بمتابعة تقلبات أسعار الصرف لكي يتم صنع واتخاذ قرارات كفوءة وفعالة واستيعاب العلاقة بشكل أدق بين حركة الأسعار والمتغيرات الاقتصادية داخل الأسواق المالية العربية كون أسعار الصرف تعتبر أحد أدوات الاستثمار والتي تناقش كأحد الخيارات المزاحمة للاستثمارات.

**الكلمات المفتاحية:** مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية، سعر الفائدة، التضخم.  
**المقدمة**

يأخذ الحديث عن الأسواق المالية منحاً آخر بوصفه جزءاً هاماً من الأنظمة المالية للدول النامية والمتقدمة على حد سواء وعلى الرغم من أن الأسواق المالية هذه تعمل ومنذ تأسيسها كوسيط مالي إلا أنها لا تزال تعاني من عدم تحقيق أهدافها المرسومة للإسهام في النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية والمستدامة منها على وجه التحديد، ولا شك أن التداخل بين الأداء والأدوار والوظائف وفرض مهام جديدة على الأسواق المالية ضمن البيئة المالية المتجددة مما أدى إلى وجود تأثير متبادل لها في محيطها وفي مؤشرات البلد الكلية، فضلاً عن وجود أثر قوي لهذه المؤشرات في أدائها الذي يشمل السعر والحجم والتداول وبمكوناتها الفرعية. كما تأتي هذه الدراسة لاستكمال الجهود العلمية والاسهامات الأكاديمية في دراسة اختبار بعض المحددات لأداء الأسواق المالية العربية لاستكشاف أثر هذه المحددات واتجاهاتها الحديثة، وما يميز دراستنا الحالية أنها أخذت السوق ككل ولعينة مختارة من الدول العربية المدرجة في التقرير الاقتصادي العربي الموحد وبجميع مؤشرات، وكذلك تم أخذ سنوات متسلسلة تقريباً ومتناسقة، فيما يخص المتغيرات المستقلة فقد تم الاستعانة بالمتغيرات التي لها تأثير مباشر في السوق ومؤشرات، كما تم أخذ المتغيرات

المعتمدة وهي بعض مؤشرات أداء السوق من (حجم وسعر وتداول) وما تشمل من مؤشرات فرعية. أما فيما يخص الجانب القياسي فقد تم تطبيق اختبار (panel data regression). ويقسم البحث الى سبعة أقسام وهي (منهجية البحث، مؤشرات أداء أسواق المال العربية، وصف متغيرات الدراسة، تحليل علاقة الأثر للقيمة السوقية، تحليل علاقة الأثر لعدد الأسهم المتداولة، تحليل علاقة الأثر لمعدل دوران السهم، الاستنتاجات والتوصيات).

#### أولاً. منهجية البحث:

**مشكلة البحث:** ترتبط الأسواق المالية مع بقية أجزاء النظام المالي ارتباطاً عضوياً إذ إنها تسهل عمل وخلق الأدوات المالية التقليدية والحديثة للمؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية وتعد أحد أدوات تنفيذ الدولة لسياستها النقدية ومن هنا فهي تمارس ادائها ضمن مجموعة من المؤشرات الخارجية للاقتصاد الكلي التي قد تكون ذو بعدين سالب أو موجب أو غير محسوم العلاقة والتوجه، لذا فإن مشكلة البحث تقدم على السؤال التالي: ماهي أهم المؤشرات (الكلية) للاقتصاد التي تؤثر أداء الأسواق المالية العربية، وما هو حجم واتجاه هذا التأثير؟

**أهمية البحث:** فضلاً عن هذا فإن مضامين مؤشرات أداء هذه الأسواق يمكن ان تكون متغيرات تفسيرية للسلوك المالي الخاص بالشركات والقطاعات المدرجة في هذا السوق وحسب الهيكل والوزن النسبي للسوق.

**فرضية البحث:** بالاعتماد على ما ورد في المشكلة البحثية يمكن افتراض انه يوجد أثر معنوي للمتغيرات التفسيرية والتي تتمثل بـ (سعر الصرف، سعر الفائدة، التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، سعر النفط) في أداء الأسواق المالية العربية عينة الدراسة ضمن مؤشرات الأسعار والحجم والتداول خلال مدة البحث.

**أهداف البحث:** تسلط الدراسة الضوء على:

١. التركيز على اهم مؤشرات أداء السوق المالي للدول العربية.
  ٢. اكتشاف أثر بعض المتغيرات الكلية في بعض مؤشرات أداء الأسواق الكلية.
- ثانياً. مؤشرات أداء أسواق المال العربية:** وهي مؤشرات مركبة أدرجها صندوق النقد العربي والتي كثيراً ما توصف بأنها مقاييس لأداء الأسواق المالية العربية (مشرقي والشهاب، ٢٠١٤: ٩-٥١)، وتقاس الأداء الكلي للبورصات العربية مجتمعة خلال العام والفائدة منها وكذلك المقارنة مع الأسواق المالية الأخرى. وتنقسم هذه المؤشرات الى ثلاثة اقسام وهي:
١. **مؤشرات الحجم:** وهو أحد مؤشرات أداء أسواق المال العربية والذي يضم العديد من المؤشرات الفرعية للأسواق ويقاس مدى التغيرات الحاصلة فيها من ادراج أسهم لشركات جديدة داخلية في السوق أو خارجه من السوق، ويحتوي مؤشر الحجم على مؤشرات فرعية عديدة وتتضمن كل من: (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٣: ١٥٢-١٥٥). (عبد القادر وفيصل، ٢٠١٧: ١١٨-١٣٩)
    - أ. **القيمة السوقية:** مؤشر كلي على مجموع المبالغ السوقية (بمليارات الدولارات) لكل بورصة عربية مدرجة للسنة السابقة والسنة التي تليها والتغيرات التي حصلت بينهما وكذلك الفرق بينهما سواء أكانت سالبة أم موجبة وكذلك مجموع المبالغ الكلية لجميع البورصات مجتمعة ومجموع التغيرات الحاصلة فيها وكذلك يقيس الأداء الكلي للسوق والمقارنة بين الدول (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٤: ١٥٦) (عبد الله وخيرة، ٢٠١٦: ٢٨٧-٣٠٠).
    - ب. **القيمة السوقية الى الناتج المحلي الإجمالي:** وهو مؤشر يحتوي على التغير الحاصل في القيمة السوقية لكل سوق للدول العربية منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للدلالة ذاتها وهو مؤشر

للقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة جميعها في السوق مقسومًا على الناتج المحلي الإجمالي للدولة الواحدة. (عبد الله وخيرة، ٢٠١٦: ٢٨٧-٣٠٠) وكذلك يستخدم هذا المؤشر لتحديد ما إذا كان السوق الإجمالي لكل دولة مقيم بأقل من قيمته الحقيقية أو مبالغ في قيمته مقارنة بالمتوسط التاريخي ومجموع هذه المتغيرات لأسواق الدول العربية جميعها: (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٢٠: ١٥٤).

**ج. متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة:** وهو مؤشر لمتوسط القيمة لكل شركة للأسواق العربية والتذبذب الحاصل وفقاً للسوق، إذ يتم حساب هذه القيمة من خلال ضرب أسهم الشركة في السعر الحالي للسهم في السوق. وكذلك يحتوي المؤشر على مجموع متوسط القيم السوقية لجميع شركات الأسواق العربية مجتمعة (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٢: ١٥٣).

**د. القيمة السوقية إلى إجمالي الموجودات المصرفية:** ويعكس القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق العربية ونسبة الربح الموزع على هذه الشركات المدرجة لكل سوق على حدا ومجموع هذه النسب إلى إجمالي الموجودات المصرفية لكل سوق عربي: (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٥: ١٨٠).

**هـ. عدد شركات الوساطة:** وهو مؤشر يضم على عدد شركات الوساطة لكل سوق من الأسواق العربية ومجموع هذه الشركات، إذ تقوم هذه الشركات بدور الوسيط في السوق بين الشركات وتحصل بالمقابل على عائد ونسب من الأرباح لقاء عملها: (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٢٠: ١٥٥).

**٢. مؤشرات الأسعار:** يحتوي على المستوى العام لأسعار الأسواق العربية ككل من ارتفاع وانخفاض وأعلى وأدنى الأسعار المتداولة في الأسواق العربية (عبد القادر وفيصل، ٢٠١٧: ١١٨-١٣٩) ويحتوي مؤشر الأسعار إلى مؤشرات فرعية وهي: (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٧: ١٣٤).

**أ. مؤشرات الأسعار المحلية:** مؤشر مركب يحتوي على متوسط حسابي على نسبة تغير مؤشرات الاسواق المالية العربية المحلية (بالنقاط) للأسواق العربية للسنة الحالية والسنة التي سبقتها وكذلك المقارنة بينهم ومجموع هذه النقاط لجميع أسواق الدول العربية (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٢: ١٥٤).

**ب. أعلى مستوى خلال العام:** وهو مؤشر يحتوي على أعلى مستوى للأداء السعري لكل سوق خلال العام ومقارنتها بين الأسواق لبيان الأداء ومجموع هذه النقاط مجتمعة من خلال المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٢٠: ١٤٨).

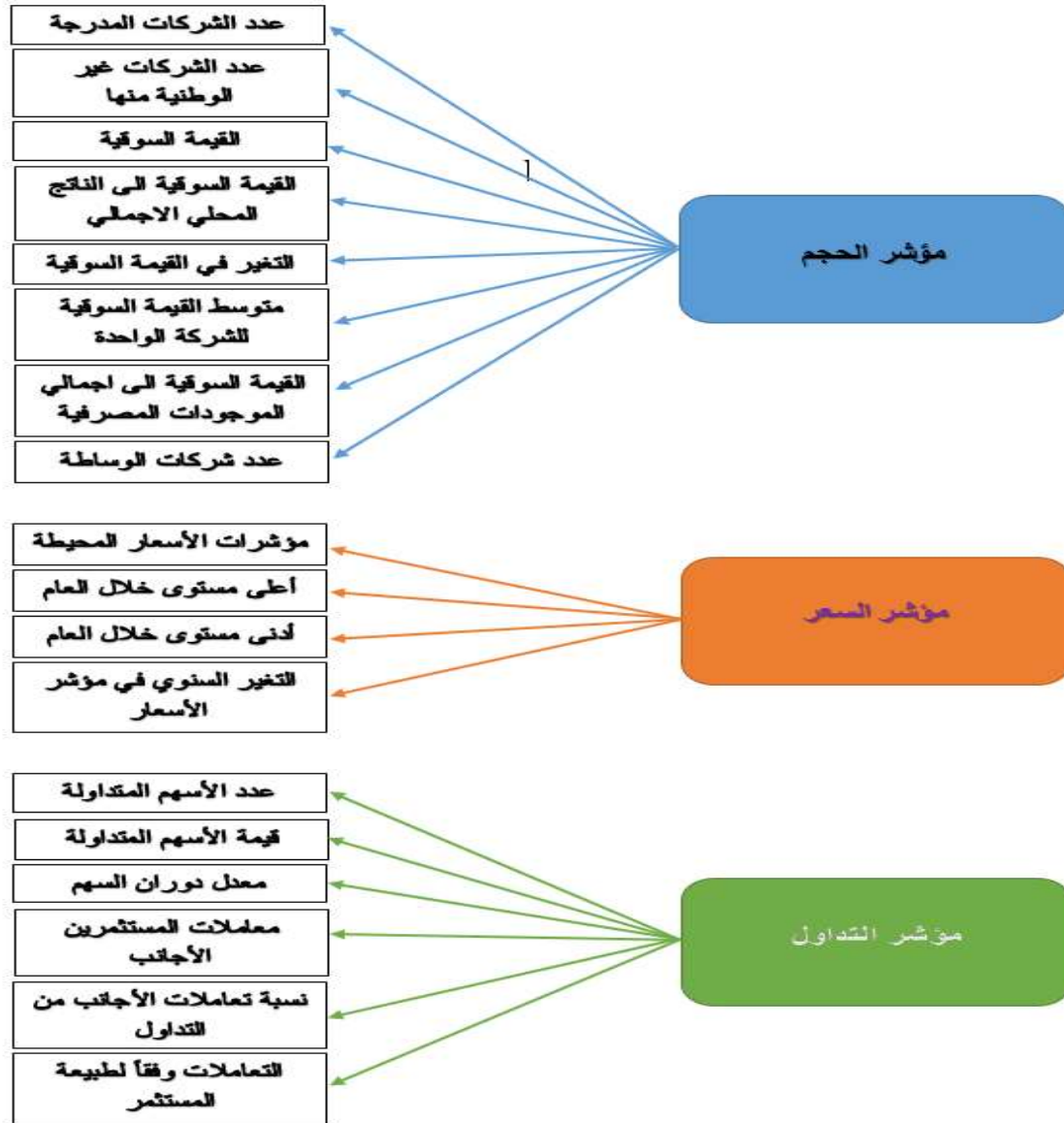
**ج. أدنى مستوى خلال العام:** يهتم بتتبع أدنى مستوى للأداء السعري لكل سوق خلال العام ومقارنتها بين الأسواق لبيان الأداء ومجموع هذه النقاط مجتمعة عبر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، أي يركز على آليات العرض والطلب (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٢٠: ١٤٨).

**٣. مؤشرات التداول:** يحتوي هذا المؤشر على مجموعة مركبة من المؤشرات والتي تقيس الأداء العام للتداول لأسواق المال العربية ويضم مؤشر التداول مؤشرات فرعية وهي:

**أ. عدد الأسهم المتداولة:** عبارة عن العدد الإجمالي للأسهم التي تم تداولها بيعاً وشراءً للسنة السابقة والسنة التي تليها لكل سوق ومجموع الأسهم المتداولة مجتمعة والفرق بينهم: (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٧: ١٣٥) (الزغبى وارقبيات، ٢٠٢٠: ١٧٧-١٩٠).

**ب. معدل دوران الأسهم:** وهو مؤشر يحتوي على مجموع التداولات الخاصة لكل سوق على حدا ومجمعة للسنة السابقة والسنة التي تليها والمقارنة بينهم، علماً أن معدل الدوران هو قيمة الأوراق المالية المتداولة مقسوماً على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة بنهاية السنة (محموظ، ٢٠١٦: ٨٠-٩٤). (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٨: ١٤٨).

- ج. معاملات المستثمرين الأجانب: يجمع هذا المؤشر معدلات لقيمة تعاملات المستثمرين الأجانب في الأسواق العربية من بيع وشراء والفرق بينهم وصافي هذه التعاملات مجتمعة خلال العام. (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٦: ٢١٦).
- د. نسبة تعاملات الأجانب من التداول: وهو مؤشر يحتوي على نسبة تعاملات الأجانب من التداول في الأسواق العربية (بما يشمل مواطني الدول العربية الأخرى) خلال العام (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٦: ٢١٥-٢١٦).
- هـ. التعاملات وفقاً لطبيعة المستثمر: أي نسب تعاملات المستثمرين في الأسواق العربية وفقاً لطبيعتهم سواء أكانوا أفراد أم مؤسسات حكومية أم غير حكومية. (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٨: ١٤٩).
- وفيما يأتي شكل يوضح تفصيلاً مؤشرات أداء أسواق المال العربية والمدرجة في التقرير الاقتصادي العربي الموحد.



الشكل (١): مؤشرات أداء أسواق المال العربية  
من اعداد الباحثان بالاعتماد على التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة ٢٠٢٠.

ثالثاً. وصف متغيرات الدراسة: اشتملت الدراسة على أحد عشر متغيراً، ست متغيرات معتمدة (تابعة) وخمسة متغيرات مفسرة (مستقلة)، وكما هو موضحة في الجدول أدناه:

الجدول (١): وصف المتغيرات التابعة (المعتمدة) والمستقلة (المفسرة)

| ت | رمز المتغير | اسم المتغير            | توصيفه        |
|---|-------------|------------------------|---------------|
| 1 | Y1          | القيمة السوقية         | متغير معتمد   |
| 2 | Y2          | عدد الأسهم المتداولة   |               |
| 3 | Y3          | معدل دوران السهم       |               |
| 4 | X1          | سعر الصرف              |               |
| 5 | X2          | التضخم                 |               |
| 6 | X3          | الناتج المحلي الاجمالي |               |
| 7 | X4          | سعر الفائدة            | متغيرات مفسرة |
| 8 | X5          | سعر النفط              |               |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على التقرير الاقتصادي العربي الموحد والبنك الدولي.

١. دراسة أثر المتغيرات المفسرة في المتغير المعتمد والمتمثل بالقيمة السوقية:

الكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ **Heteroskedasticity**:

الجدول (٢): اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

|        |                      |          |                            |
|--------|----------------------|----------|----------------------------|
| 0.0000 | Prob. F (5,59)       | 9.632892 | <b>F-statistic</b>         |
| 0.0000 | Prob. Chi-Square (5) | 29.21388 | <b>Obs*R-squared</b>       |
| 0.0070 | Prob. Chi-Square (5) | 15.94264 | <b>Scaled explained SS</b> |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

من ملاحظة نتائج الجدول الاخير نجد ان القيمة الاحتمالية ((Prob. Chi-Square (5)) لهذا الاختبار هي (0.000) وهي اقل من (0.05)، لذا سنرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة والتي تشير الى وجود مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ.

الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء **Autocorrelation problem**:

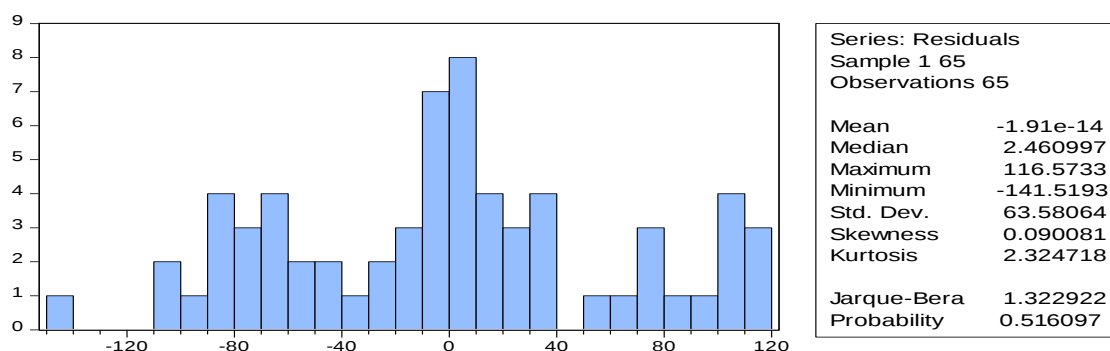
الجدول (٣): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي

|        |                      |          |               |
|--------|----------------------|----------|---------------|
| 0.0000 | Prob. F (2,57)       | 82.18759 | F-statistic   |
| 0.0000 | Prob. Chi-Square (2) | 48.26371 | Obs*R-squared |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

من ملاحظة نتائج الجدول الاخير نجد ان القيمة الاحتمالية ((Prob. Chi-Square (2)) لهذا الاختبار كانت مساوية الى (0.000) وهي اقل من (0.05)، لذا سنرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء.

٢. اختبار التوزيع الاحتمالي لمتغير الخطأ العشوائي:



الشكل (٢): اختبار التوزيع الاحتمالي لمتغير الخطأ العشوائي

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية برنامج (EViews).  
 من ملاحظة القيمة الاحتمالية المرافقة نتائج اختبار (Jarque-Bera Test) نجد انها قد بلغت (0.516) وهي أكبر من (0.05)، وهذا دليل على ان متغير الاخطاء يتبع التوزيع الطبيعي.  
 رابعاً. تحليل علاقة الأثر للقيمة السوقية: سيتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (Weighted Least Squares) عوضاً طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Squares) في التقدير وذلك لوجود مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ Heteroskedasticity كذلك وجود الارتباط الذاتي بين الاخطاء (Serial Correlation)، والنتائج هي كما موضحة في الجدول ادناه:

$$Y_1 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \dots + e$$

الجدول (٤): قياس أثر المتغيرات التوضيحية في القيمة السوقية

| Prob.               | t-Statistic             | Std. Error            | Coefficient        | Variable               |
|---------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------|------------------------|
| 0.6173              | -0.502354               | 44.69107              | -22.45074          | C                      |
| 0.0048              | -2.927904               | 3.999869              | -11.71123          | سعر الصرف              |
| 0.2252              | 1.225576                | 4.301489              | 5.271803           | التضخم                 |
| 0.0000              | 13.26268                | 5.33E-11              | 7.07E-10           | الناتج المحلي الاجمالي |
| 0.0497              | 47526 <sup>٩</sup> 1.   | 74694 <sup>١</sup> 1. | 2.355029           | سعر الفائدة            |
| 0.1445              | -1.478820               | 0.500653              | -0.740376          | سعر النفط              |
| Weighted Statistics |                         |                       |                    |                        |
| 154.1509            | Mean dependent var      | 0.817085              | R-squared          |                        |
| 233.1379            | S.D. dependent var      | 0.801584              | Adjusted R-squared |                        |
| 11.71444            | Akaike info criterion   | 80.99599              | S.E. of regression |                        |
| 11.91515            | Schwarz criterion       | 387060.7              | Sum squared resid  |                        |
| 11.79364            | Hannan-Quinn criter.    | -374.7194             | Log likelihood     |                        |
| 0.396593            | Durbin-Watson stat      | 52.71080              | F-statistic        |                        |
| 193.0456            | Weighted mean dep.      | 0.000000              | Prob(F-statistic)  |                        |
| 0.000000            | Prob (Wald F-statistic) | 39.50084              | Wald F-statistic   |                        |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

تشير نتائج الجدول الاخير الى الاتي:

في ضوء اختبار جدول تحليل التباين (ANOVA) إن النموذج المدروس (القيمة السوقية) معنوي وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية لاختبار (Prob.(F-statistic)) والتي بلغت (0.000) وهي أقل من (0.05)، وهناك أثر عكسي ومعنوي للمتغير (سعر الصرف) في المتغير المعتمد (القيمة السوقية) وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار التي ظهرت مساوية الى (-11.71123)، وهذا الاثر معنوي بدلالة القيم الاحتمالية (P-value) التي ظهرت مساوية الى (0.0048) وهي أقل من (0.05) ويفسر ان التقلبات في سعر الصرف والتغيرات فيه تتناسب عكسيا بين متغير القيمة السوقية كأسعار الأسهم الذين يتناسبون بشكل طردي اساسا لكون بعض أسعار الصرف تعد أدوات للمحفظة وتنافس أسعار الأسهم، كما انه هناك أثر طردي ومعنوي لكل من المتغيرين (الناتج المحلي الاجمالي) و(سعر الفائدة) في المتغير المعتمد (القيمة السوقية) وذلك بدلالة قيم معاملات الانحدار التي ظهرت مساوية الى (7.07E-10) و(2.355029) على التوالي، وهذا الاثر معنوي بدلالة القيم الاحتمالية (P-value) التي ظهرت مساوية الى (0.000) و(0.0497) على التوالي وهما أقل من (0.05) ويفسر ذلك بوصف إن سعر الفائدة العائد على راس المال الخاص بالتوظيفات المصرفية وغير المصرفية ومن المفترض ان يكون التناسب عكسيا وهو مخالف للنظرية الاقتصادية، فضلا عن مستويات (GDP) والنمو فيها مما يزيد من الدخل وارتفاع مستويات الطلب على الأدوات المالية القديمة واستيعاب السوق المالي لأدوات جديدة وبالتحديد حالة كون السوق Bull Market هائجة، وكذلك لا يوجد أثر معنوي للمتغيرين (التضخم) و(سعر النفط) في المتغير المعتمد (القيمة السوقية) وذلك بدلالة القيم الاحتمالية التي ظهرت مساوية الى (0.2252) و(0.1445) على التوالي وهما أكبر من (0.05)، ومن ملاحظة قيمة معامل التحديد (R-squared) يمكننا القول ان (81%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد سببه المتغيرات المفسرة، اما النسبة المتبقية وهي (19%) سببها متغيرات لم تضمن في أنموذج القيمة السوقية.

١. دراسة أثر المتغيرات المفسرة في المتغير المعتمد والمتمثل بعدد الاسهم المتداولة:

#### الكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ Heteroskedasticity:

الجدول (٥): اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

|        |                      |          |                     |
|--------|----------------------|----------|---------------------|
| 0.7393 | Prob. F (5,59)       | 0.547804 | F-statistic         |
| 0.7179 | Prob. Chi-Square (5) | 2.883690 | Obs*R-squared       |
| 0.1730 | Prob. Chi-Square (5) | 7.708861 | Scaled explained SS |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).  
من ملاحظة نتائج الجدول الاخير نجد ان القيمة الاحتمالية (Prob. Chi-Square (5)) لهذا الاختبار هي (0.7179) وهي أكبر من (0.05)، لذا سنقبل فرضية العدم والتي تشير الى عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ.

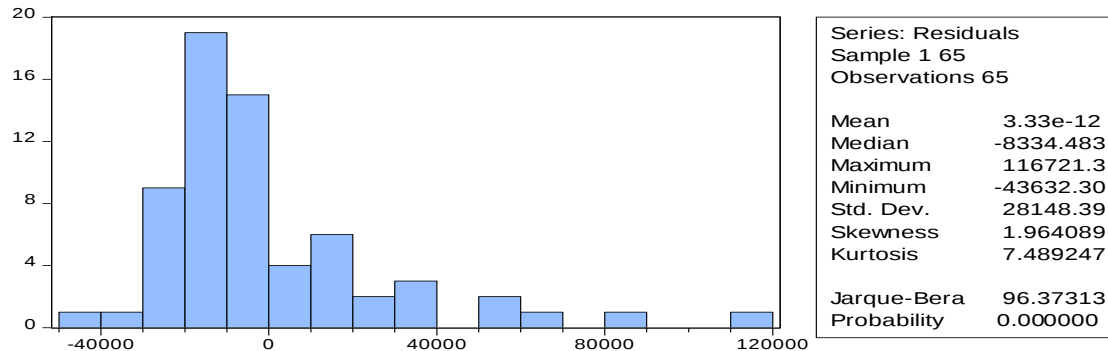
#### الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation problem:

الجدول (٦): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي

|        |                      |          |               |
|--------|----------------------|----------|---------------|
| 0.0000 | Prob. F (2,57)       | 31.16549 | F-statistic   |
| 0.0000 | Prob. Chi-Square (2) | 33.95190 | Obs*R-squared |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).  
في ضوء نتائج الجدول الاخير نجد ان القيمة الاحتمالية (Prob. Chi-Square (2)) لهذا الاختبار كانت مساوية الى (0.000) وهي أقل من (0.05)، لذا سنرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

## ٢. اختبار التوزيع الاحتمالي لمتغير الخطأ العشوائي:



الشكل (٣): اختبار التوزيع الاحتمالي لمتغير الخطأ العشوائي

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

من ملاحظة القيمة الاحتمالية المرافقة نتائج اختبار (Jarque-Bera Test) نجد انها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05)، وهذا دليل على ان متغير الاخطاء لا يتبع التوزيع الطبيعي. خامساً. تحليل علاقة الأثر لعدد الأسهم المتداولة: سيتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (Weighted Least Squares) عوضاً طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Squares) في التقدير وذلك لوجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء (Serial Correlation)، كذلك الاخطاء لا تتبع التوزيع الطبيعي، والنتائج هي كما موضحة في الجدول ادناه:

$$Y_2 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \dots + e$$

الجدول (٧): قياس أثر المتغيرات التوضيحية في عدد الاسهم المتداولة

| Prob.               | t-Statistic             | Std. Error | Coefficient        | Variable               |
|---------------------|-------------------------|------------|--------------------|------------------------|
| 0.9072              | -0.117096               | 12743.24   | -1492.180          | C                      |
| 0.0060              | -2.848416               | 2973.771   | -8470.539          | سعر الصرف              |
| 0.0032              | 3.075342                | 1301.446   | 4002.391           | التضخم                 |
| 0.0000              | 5.407546                | 3.20E-08   | 1.73E-07           | الناتج المحلي الاجمالي |
| 0.5338              | 0.625829                | 265.7472   | 166.3122           | سعر الفائدة            |
| 0.8540              | 0.184786                | 158.0816   | 29.21132           | سعر النفط              |
| Weighted Statistics |                         |            |                    |                        |
| 27662.70            | Mean dependent var      | 0.462982   | R-squared          |                        |
| 36651.74            | S.D. dependent var      | 0.417472   | Adjusted R-squared |                        |
| 23.25849            | Akaike info criterion   | 26014.89   | S.E. of regression |                        |
| 23.45920            | Schwarz criterion       | 3.99E+10   | Sum squared resid  |                        |
| 23.33769            | Hannan-Quinn criter.    | -749.9010  | Log likelihood     |                        |
| 0.959774            | Durbin-Watson stat      | 10.17321   | F-statistic        |                        |
| 25868.95            | Weighted mean dep.      | 0.000000   | Prob(F-statistic)  |                        |
| 0.000002            | Prob (Wald F-statistic) | 8.926206   | Wald F-statistic   |                        |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

تشير نتائج الجدول الاخير الى الاتي:

في ضوء اختبار جدول تحليل التباين (ANOVA) تبين ان النموذج المدروس (عدد الأسهم المتداولة) معنوي وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية لاختبار ((Prob.(F-statistic) والتي بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05). وهناك أثر عكسي ومعنوي للمتغير (سعر الصرف) في المتغير المعتمد (عدد الأسهم المتداولة) وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار التي ظهرت مساوية الى (-8470.539)، وهذا الاثر معنوي بدلالة القيم الاحتمالية (P-value) التي ظهرت مساوية الى (0.0060) وهي اقل من (0.05) كون سعر الصرف وتغيراته احد الاستثمارات المحفظية التي تنافس الأدوات ومنها عدد الأسهم المتداولة، كما ان هناك أثر طردي ومعنوي لكل من المتغيرين (التضخم) و(الناتج المحلي الاجمالي) في المتغير المعتمد (عدد الأسهم المتداولة) وذلك بدلالة قيم معاملات الانحدار التي ظهرت مساوية الى (4002.391) و (1.73E-07) على التوالي، وهذا الاثر معنوي بدلالة القيم الاحتمالية (P-value) التي ظهرت مساوية الى (0.0032) و (0.000) على التوالي وهما اقل من (0.05) وهذا يؤشر ان النمو الاقتصادي المتصاعد للدول عينة البحث يؤدي الى ارتفاع في الميل الحدي للاستثمار في الأسواق المالية وتزايد الطلب عليها فضلا عن هذا فان معدلات التضخم المرتفعة تؤدي الى انخفاض قيمة النقد ولجوء المستثمرين الى حفظ أموالهم بأدوات استثمارية جديدة وتقليدية، كما لا يوجد اثر معنوي للمتغيرين (سعر الفائدة) و(سعر النفط) في المتغير المعتمد (عدد الأسهم المتداولة) وذلك بدلالة القيم الاحتمالية التي ظهرت مساوية الى (0.5338) و (0.840) على التوالي وهما اكبر من (0.05)، ومن ملاحظة قيمة معامل التحديد (R-squared) يمكن القول ان (46%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد سببه المتغيرات المفسرة، اما النسبة المتبقية وهي (54%) سببها متغيرات لم تضمن في انموذج عدد الأسهم المتداولة.

#### ١. دراسة أثر المتغيرات المفسرة في المتغير المعتمد والمتمثل معدل دوران الأسهم:

##### الكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ Heteroskedasticity:

الجدول (٨): اختبار عدم تجانس التباين

|        |                      |          |                            |
|--------|----------------------|----------|----------------------------|
| 0.0465 | Prob. F (5,59)       | 2.415602 | <b>F-statistic</b>         |
| 510.05 | Prob. Chi-Square (5) | 11.04520 | <b>Obs*R-squared</b>       |
| 0.0000 | Prob. Chi-Square (5) | 29.05380 | <b>Scaled explained SS</b> |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

في ضوء نتائج الجدول الاخير نجد ان القيمة الاحتمالية ((Prob. Chi-Square (5) لهذا الاختبار هي (510.05) وهي أكبر من (0.05)، لذا سنقبل فرضية والتي تشير الى وجود مشكلة عدم تجانس تباين الخطأ.

##### الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء Autocorrelation problem:

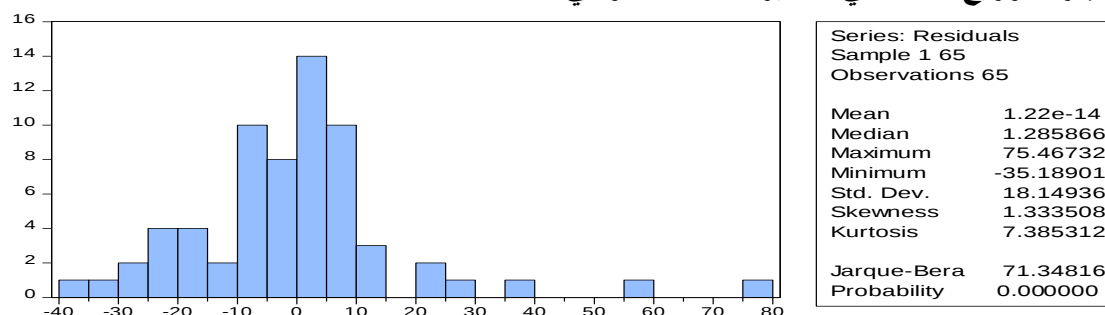
الجدول (٩): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي

|        |                      |          |                      |
|--------|----------------------|----------|----------------------|
| 0.0065 | Prob. F (2,57)       | 5.514117 | <b>F-statistic</b>   |
| 0.0052 | Prob. Chi-Square (2) | 10.53732 | <b>Obs*R-squared</b> |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

في ضوء نتائج الجدول الاخير نجد ان القيمة الاحتمالية (2) Prob. Chi-Square لهذا الاختبار كانت مساوية الى (0.0052) وهي اقل من (0.05)، لذا سنرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء.

٢. اختبار التوزيع الاحتمالي لمتغير الخطأ العشوائي:



الشكل (٤): اختبار التوزيع الاحتمالي لمتغير الخطأ العشوائي

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية برنامج (EViews). من ملاحظة القيمة الاحتمالية المرافقة نتائج اختبار (Jarque-Bera Test) نجد انها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05)، وهذا دليل على ان متغير الاخطاء لا يتبع التوزيع الطبيعي. سادساً. تحليل علاقة الأثر لمعدل دوران الأسهم: سيتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (Weighted Least Squares) عوضاً طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Squares) في التقدير وذلك لوجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الاخطاء (Serial Correlation)، كذلك الاخطاء لا تتبع التوزيع الطبيعي، والنتائج هي كما موضحة في الجدول ادناه:

$$Y_3 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \dots + e$$

الجدول (١٠): قياس أثر المتغيرات التوضيحية في معدل دوران الاسهم

| Prob.               | t-Statistic             | Std. Error | Coefficient        | Variable               |
|---------------------|-------------------------|------------|--------------------|------------------------|
| 0.2191              | -1.242222               | 4.776552   | -5.933539          | C                      |
| 0.0415              | -2.084525               | 1.062599   | -2.215013          | سعر الصرف              |
| 0.0049              | 2.921174                | 0.742287   | 2.168351           | التضخم                 |
| 0.0000              | 7.725344                | 1.52E-11   | 1.18E-10           | الناتج المحلي الاجمالي |
| 0.8993              | 0.127112                | 0.091877   | 0.011679           | سعر الفائدة            |
| 0.4160              | 0.819061                | 0.049105   | 0.040220           | سعر النفط              |
| Weighted Statistics |                         |            |                    |                        |
| 20.94279            | Mean dependent var      | 0.654343   | R-squared          |                        |
| 20.48653            | S.D. dependent var      | 0.625050   | Adjusted R-squared |                        |
| 8.151668            | Akaike info criterion   | 13.64008   | S.E. of regression |                        |
| 8.352380            | Schwarz criterion       | 10977.05   | Sum squared resid  |                        |
| 8.230862            | Hannan-Quinn criter.    | -258.9292  | Log likelihood     |                        |
| 1.298848            | Durbin-Watson stat      | 22.33790   | F-statistic        |                        |
| 16.04759            | Weighted mean dep.      | 0.000000   | Prob(F-statistic)  |                        |
| 0.000000            | Prob (Wald F-statistic) | 17.57998   | Wald F-statistic   |                        |

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (EViews).

تشير نتائج الجدول الأخير إلى الآتي:

في ضوء اختبار جدول تحليل التباين (ANOVA) أن النموذج المدروس (معدل دوران الأسهم) معنوي وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية لاختبار (Prob.(F-statistic)) والتي بلغت (0.000) وهي أقل من (0.05)، علماً أن معدل الدوران هو قيمة الأوراق المالية المتداولة مقسوماً على القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة بنهاية السنة، كما جاء في الاختبار أن هناك أثر عكسي ومعنوي للمتغير (سعر الصرف) في المتغير المعتمد (معدل دوران الأسهم) وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار التي ظهرت مساوية إلى (-2.215013)، وهذا الأثر معنوي بدلالة القيم الاحتمالية (P-value) التي ظهرت مساوية إلى (0.0415) وهي أقل من (0.05) أي أن التقلبات والمخاطر في أسعار الصرف للدول عينة البحث خلال هذه المدة أثرت وبشكل سلبي على قيمة الأوراق المالية المتداولة والقيمة السوقية لها وبالنتيجة معدل دوران أسهمها عينة البحث، كما أن هناك أثر طردي ومعنوي لكل من المتغيرين (التضخم) و(الناتج المحلي الإجمالي) في المتغير المعتمد (معدل دوران الأسهم) وذلك بدلالة قيم معاملات الانحدار التي ظهرت مساوية إلى (2.168351) و(1.18E-10) على التوالي، وهذا الأثر معنوي بدلالة القيم الاحتمالية (P-value) التي ظهرت مساوية إلى (0.0049) و(0.000) على التوالي وهما أقل من (0.05) حيث أن (GDP) جاء مطابقاً للنظرية المالية التي مفادها أن الزيادة في مستويات الناتج تؤدي إلى زيادة في الدخل وفي مستويات الفرص الاستثمارية الجديدة وبالنتيجة ارتفاع معدل دوران الأسهم، فضلاً على أن معدلات التضخم على الرغم من حدودها المسيطر عليها خلال مدة البحث إلا أن أثرها أيضاً طردياً على الرغم من أن العلاقة عكسية مع العوائد إلا أن معدل دوران الأسهم وما تتضمنه من قيمتها المتداولة والسوقية لم يظهرها الأثر السلبي فيها تجاه معدلات التضخم، كما أنه لا يوجد أثر معنوي للمتغيرين (سعر الفائدة) و(سعر النفط) في المتغير المعتمد (معدل دوران الأسهم) وذلك بدلالة القيم الاحتمالية التي ظهرت مساوية إلى (0.8993) و(0.4160) على التوالي وهما أكبر من (0.05)، ومن ملاحظة قيمة معامل التحديد (R-squared) يمكننا القول أن (65%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد سببه المتغيرات المفسرة، أما النسبة المتبقية وهي (35%) سببها متغيرات لم تضمن في معدل دوران الأسهم.

#### الاستنتاجات والتوصيات:

##### أولاً. الاستنتاجات:

١. يعد مؤشر الحجم من أهم المؤشرات المحورية في دراسة الأداء الكلي للأسواق المالية كونه يرتكز على أعلى مضامين فرعية، فضلاً عن الترابطات مع بقية المؤشرات.
٢. من الممكن أن تكون مؤشرات الأداء هذه متغيرات تفسيرية وتوضيحية في دراسات مستقبلية أخرى ومن جهة ثانية فإن التخلف الزمني يشير إلى الترابط الكبير في قيم المؤشر عبر دراستها لسنوات عديدة.
٣. تبين من الاختبارات والدراسة القياسية الإحصائية أن أعلى متغير مفسر له تأثير على جميع المتغيرات المعتمدة هو سعر الصرف كون تأثيره جاء عكسياً ومعنوياً كونه ظهر سالباً في نتائج الاختبارات جميعها. كما بينت نتائج البحث أن التضخم والناتج المحلي الإجمالي تأثيرهم معنوي وطردي لنماذج الاختبارات جميعها.

٤. أظهرت نتائج الاختبارات ان أفضل نموذج من حيث تأثير المتغيرات المفسرة في المتغيرات التابعة ومن خلال اختبارات ( $F, t, R^2$ ) في القيمة السوقية حيث بلغت نسبة التأثير (81%) مقارنة بالتأثيرات الأخرى حيث وصل أضعف نموذج لأقل نسبة تأثير هي (46%) وقد كانت مع نموذج عدد الأسهم المتداولة.

**ثانياً. التوصيات:** بناءً على الاستنتاجات التي تم التوصل إليها فإنه من الممكن تحديد بعض التوصيات وكما يأتي:

١. متابعة تقلبات أسعار الصرف من قبل المستثمرين كونها تعتبر أحد أدوات الاستثمار لكي يتم استخدام وتوجيه الأموال على الوجه الأصح وكذلك الاطلاع بشكل اوسع بين حركة الأسعار والمحددات الاقتصادية داخل الأسواق المالية كون أسعار الصرف تعد أحد أدوات المحفظة الاستثمارية والذي يؤدي بدوره الى اختيار البديل الاستثماري الأفضل.

٢. الاطلاع على معدلات التضخم وأسعار الفائدة ومتابعة التغيرات الحاصلة في السياسات النقدية للدول عينة البحث كون لها تأثيرات كبيرة في اقتصاديات الدول مما يظهر هذه التأثيرات في مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية، وبالنتيجة توجيه المستثمر المحلي والأجنبي بالشكل الصحيح.

#### المصادر

١. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٢، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٢. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٣، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٣. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٤، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٤. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٥، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٥. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٦، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٦. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٧، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٧. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٨، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٨. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠١٩، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
٩. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٢٠، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة <http://www.amf.org.ae>

١٠. الزغبى وأرقبيات، عبد الله محمد، أنوار نواف، ٢٠٢٠، أثر الإفصاح في مواقع التواصل الاجتماعي (فيسبوك) على حجم التداول للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، المجلة العربية للإدارة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مجلد ٤٠، العدد ٤، ١٧٧-١٩٠.

١١. عبد القادر وفيصل، رملوي، بشرول، ٢٠١٧، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الازمات المالية التنبؤ بحركة مؤشر داوجونز الصناعي باستخدام منهجية Box-Jenkins في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، العدد الثالث، Volume 2, Numéro 2, 118-139.
١٢. عبد الله وخيرة، علي عبد الله، بلحمري، ٢٠١٦، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية. ٣٠٠-٢٨٧.
١٣. محفوظ، بصيري، ٢٠١٦، المؤشرات الرئيسة لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠١٥)، مجلة معارف، جامعة البويرة، السنة الحادية عشر، العدد ٢١، ٨٠-٩٤.
١٤. مشرقي وشهاب، حسن، أيمن، ٢٠١٤، تحديد أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية على عائد مؤشر السوق المالي في الأسواق المالية الناشئة (حالة سوقي دمشق وعمّان الماليين). مجلة جامعة البعث المجلد ٦٣ العدد ١، ٩-٥١.