

## السياسة المالية وتأثيرها على أداء سوق عمان المالي

(دراسة تحليلية قياسية للفترة 1990-2015)

د. أحمد محمد فرحات\*

د. عمر فرج القيزاني\*\*

### المخلص:

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر متغيرات السياسة المالية (المتتمثلة في كل من: إصدار الأوراق المالية الحكومية  $X_1$  - إطفاء الأوراق المالية الحكومية  $X_2$  - الإنفاق الحكومي  $X_3$  - الضرائب  $X_4$  - الإيرادات الحكومية  $X_5$  - عجز الموازنة  $X_6$ ) على المؤشر العام لسوق عمان المالي  $Y$ .

وأسفرت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة متباينة القوة والاتجاه بين متغيرات السياسة المالية وبين المؤشر العام لسوق عمان المالي، وأن متغيرات السياسة المالية قد فسرت نحو (81%) من إجمالي التغيرات التي تطرأ على المؤشر العام لسوق عمان المالي.

وتوصلت الدراسة إلى نموذج مقترح لقياس أثر متغيرات السياسة المالية على المؤشر العام لسوق عمان المالي، وأن هذا النموذج يرتبط بقدرة تفسيرية وتنبؤية مرتفعة، بحيث يمكن الاعتماد عليه في مجال التنبؤ المستقبلي بقيم المؤشر العام لسوق عمان المالي وقد ظهر النموذج على الشكل التالي:

$$\hat{Y} = 1180.685 - 5.64E - 06X_1 + 6.017E - 06X_2 + 4.97E - 0.97E - 06X_3 - 4471.445X_4 + 6.353E - 06X_5 - 7.36E - 06X_6$$

\*- أستاذ مساعد بقسم التمويل والمصارف كلية الاقتصاد والتجارة - ترهونة - جامعة الزيتونة.

(dr.farhatly@yahoo.com)

\*\* - أستاذ مساعد بقسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد والتجارة - ترهونة - جامعة الزيتونة .

## أولاً: الإطار العام للدراسة

### 1- المقدمة:

تعد الأسواق المالية ذات أهمية كبيرة للاقتصاد القومي، حيث تساهم في تدفق المدخرات من وحدات الفائض إلى وحدات العجز المالي، بما يمكن من استثمارها في مشروعات التنمية المختلفة، ويتم ذلك من خلال قيام الأفراد أو المؤسسات بشراء الأوراق المالية التي يتم طرحها أو التداول عليها في السوق، مع استمرار المحافظة على عنصر السيولة لهذه الأوراق المالية، وكذلك تسعى الدول المختلفة -متقدمة أو نامية- إلى المحافظة على استقرار سوق الأوراق المالية والعمل على تنشيطها بصورة دورية.

ويقصد بتنشيط سوق الأوراق المالية أن تأخذ حجم الأوراق المالية المصدرة، وكذلك المتداولة اتجاهًا تصاعدياً من عام لآخر، مع ضرورة مراعاة التوازن في هيكل السوق من خلال تقليل معدل التركيز سواء في عدد الأوراق المالية المتداولة أو عدد المستثمرين المتعاملين في السوق، بما يساهم في زيادة مقدار حجم رؤوس الأموال المتدفقة إلى المشروعات الاستثمارية، ومن ثم رفع حجم التراكم الرأسمالي في الاقتصاد ومعدل النمو الاقتصادي.

وتعد سوق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تأثيراً بالتغيرات في المتغيرات الاقتصادية والاقتصادية القومي بصفة عامة، وتعد أدوات ومتغيرات السياسة المالية من أهم العوامل المؤثرة في نشاط سوق الأوراق المالية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. حيث ترى النظرية التقليدية لأسعار الأسهم (إحدى نظريتي أدب التمويل)، والتي تشير إلى أن السبب الأساسي في حركة أو تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الأسهم، وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر

على عوائد الشركات، ستؤثر لاحقاً على توزيعاتها، وبالتالي على أسعار أسهمها، وأن هذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، لذلك فإن كل العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم يمكن اعتبارها مؤثرة في أسعار الأسهم، ومن هذه النظرية يمكن استخلاص ما يعرف بطريقة التحليل الأساسي -والذي يشار إليه أحياناً بمنهج الاقتصاد الكلي- والتي تبحث في العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم من خارج السوق، انطلاقاً من طريقة التحليل الأساسي المنبثقة من النظرية التقليدية لأسعار الأسهم، يمكن القول بوجود أثر لمتغيرات السياسة المالية المتمثلة في (الإيرادات- عجز الموازنة- الضرائب- إطفاء الأوراق المالية الحكومية- إصدار الأوراق المالية الحكومية- الإنفاق الحكومي) على طلب وعرض الأوراق المالية ومن ثم على أسعارها. هذا وقد أعاد عدم الاستقرار المالي في أسواق المال الاهتمام بفهم الدور المحتمل في منع أو تقليل الآثار المدمرة للأزمات المالية على الاقتصاد، وفي الحقيقة يتطلب ذلك معرفة كافية بأثر قرارات ومتغيرات السياسة المالية على سوق الأوراق المالية، وهذا التأثير يختلف من سوق إلى آخر، حيث تزداد حدة التأثير عادة في الاقتصاديات المتقدمة ذات الأسواق الناضجة.

ولكن إلى أي مدى تؤثر متغيرات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن؟ وفي حالة وجود هذا التأثير، كيف يمكن للسياسة المالية أن تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تأثير صافي المتغيرات المالية المختلفة؟

## 2- أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحليل أثر متغيرات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن، ومعرفة مدى إمكانية أن تساهم السياسة المالية بما تملكه من أدوات مختلفة في تنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال محاولة قياس أثر

المتغيرات المالية المختلفة على مؤشر سوق الأوراق المالية (الرقم القياسي لأسعار الأسهم)، والخروج بنتائج تساعد المهتمين بالأسواق المالية بشكل عام وسوق عمان المالي للأوراق المالية بشكل خاص على اتخاذ القرارات المناسبة.

### 3- إشكالية الدراسة:

تباينت نتائج الدراسات التطبيقية فيما يتعلق بتأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق الأوراق المالية، حيث تم إثبات وجود هذا التأثير لعدد منها وغياب هذا التأثير لمتغيرات أخرى، ولعل جل الدراسات التي تناولت سوق عمان المالي قد ركزت على متغيرات السياسة النقدية، في حين غفلت عن متغيرات السياسة المالية، من هنا فإن هذه الدراسة تركز على دراسة أثر متغيرات الاقتصاد الكلي الممثلة لمتغيرات السياسة المالية على أداء سوق عمان المالي، وبالتالي فهي تسعى إلى معرفة ما إذا كان هناك تأثير معنوي لمتغيرات السياسة المالية على أداء سوق عمان المالي، أم لا، وفي حالة وجود مثل هذا التأثير، كيف يمكن للسياسة المالية أن تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك على اعتبار أن السياسة المالية أحد السياسات الاقتصادية الكلية التي تسعى في مجملها إلى الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي، ودعم القطاعات الاقتصادية المختلفة بما فيها سوق الأوراق المالية.

### 4- فروض الدراسة:

4-1 وجود علاقات ارتباط متباينة القوة والاتجاه، وذات دلالة معنوية بين متغيرات السياسة المالية (الإيرادات - عجز الموازنة - الضرائب - إطفاء الأوراق المالية الحكومية - إصدار الأوراق المالية الحكومية - الإنفاق الحكومي)، وبين مؤشر سوق الأوراق المالية (الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية).

4-2 في حالة التحقق من صدق الفرض الأول يمكن التوصل إلى نموذج يتصف بقدرات تفسيرية وتنبؤية يمكن الاعتماد بها.

#### 5- أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة كونها الأولى -حسب علم الباحثين- في تناولها لهذا الموضوع فيما يخص سوق عمان المالي، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى، تأتي أهمية الدراسة لما تحظي به دراسة أثر متغيرات السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية بأهمية كبيرة، خاصة من وجهة نظر صانعي السياسة المالية، حيث يعتبر امتلاك تقديرات حول مدى تأثير السياسة المالية على سوق الأوراق المالية من الجوانب شديدة الأهمية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة.

أما المبرر وراء اختيار سوق عمان المالي، فيكمن في درجة الإفصاح والشفافية العالية للبيانات التي يصدرها السوق، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى، فإن النتائج التي ستتوصل إليها الدراسة، يمكن أن تكون مرشداً للقائمين على سوق ليبيا لأوراق المالية حديث النشأة، وتوجه الباحث لدراسته مستقبلاً، عندما تكتمل البيانات التي يصدرها، وتكفي الفترات الزمنية الخاصة ببياناته لإجراء مثل هذه الدراسات، أما اختيار الفترة 1990-2015 فيرجع إلى كفاية هذه الفترة لإعطاء نتائج غير متحيزة من الناحية الإحصائية، بحيث يمكن الاعتماد عليها في عملية التنبؤ.

#### 6- الدراسات السابقة:

تعددت البحوث التي اختصت في تحليل العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بجانبها الأساسي على مستوى الاقتصاد الكلي أو الصناعة أو على مستوى أداء الشركة المصدرة للورقة المالية إلا إن البحوث التي تناولت دراسة تأثير السياسية المالية على أسعار الأسهم قليلة جداً ويمكن عرض وتلخيص تلك الدراسات في الآتي:

6-1 الدراسات الخاصة: وهي تختص بالدراسات التي لها علاقة مباشرة بالدراسة الحالية ومن أهمها:

دراسة (فرحات والقيزاني: 2014)

توظيف التحليل العاملي الاستكشافي في بناء نموذج مقترح للتنبؤ بمؤشر سوق رأس المال الأردني ولتقييم أدائه

هدفت هذه الدراسة إلى بناء نموذج للتنبؤ بمؤشر سوق رأس المال الأردني، وذلك باستخدام تقنية التحليل العاملي الاستكشافي، وتوصلت إلى بناء نموذج مقترح يقيس أثر متغيرات الاقتصاد القومي الأردني على المؤشر العام لسوق عمان الأردني، بحيث اشتمل النموذج على عاملين، ضم العامل الأول ( $F_1$ ) أغلب متغيرات السياسة المالية للدولة، في حين ضم العامل الثاني ( $F_2$ ) أغلب متغيرات السياسة النقدية، هذا النموذج يرتبط بقدرة تفسيرية وتنبؤية مرتفعة، وأنه يمكن الاعتماد عليه في مجال التنبؤ المستقبلي بقيم المؤشر العام لسوق رأس المال الأردني، وقد ظهر النموذج المذكور في صورته النهائية على الشكل التالي:

$$\hat{y} = 3017,885 + 1781,774F_1 + 936,466F_2$$

دراسة (الدعيمي 2008)

دور السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية  
هدفت الدراسة إلى معرفة أثر متغيرات السياسة النقدية المتمثلة في (عرض النقود- سعر الفائدة- سعر الصرف- الرقم القياسي لأسعار المستهلك) و متغيرات السياسة المالية المتمثلة في (الانفاق الحكومي- الإيرادات العامة- والعجز الحكومي- والدين المحلي الحكومي) على مؤشرات أداء السوق في كل من الولايات المتحدة ومصر وذلك للفترة 1990 إلى 2006.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

أولاً: نتائج تحليل أثر السياسة النقدية والمالية على مؤشرات أداء سوق نيويورك للأوراق المالية.

أشارت نتائج الدراسة إن هناك تأثير لمتغير الإيرادات العامة على مؤشرات أداء السوق، أما باقي المتغيرات المتمثلة في الانفاق الحكومي وحجم الدين المحلي والحكومي لم تؤثر على المؤشر لضعف معنويتها الإحصائية ولارتباطها الخطي مع متغير الإيرادات العامة.

أما بالنسبة لتأثير السياسة النقدية على مؤشرات أداء السوق نيويورك، فقد اثبتت النتائج تأثير كل من سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك على مؤشرات السوق، ولم يظهر تأثير سعر الصرف وعرض النقود لضعف معنويتها الإحصائية، ولارتباطها بعلاقة خطية مع متغير سعر الفائدة و متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، وأشارت الدراسة إن تأثير السياسة النقدية والمالية كان متقارب على سوق نيويورك للأوراق المالية.

ثانياً: نتائج تحليل أثر السياسة النقدية والمالية على مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية.

أشارت نتائج الدراسة إن متغيرات السياسة النقدية أشد تأثيراً من السياسة المالية على مؤشرات أداء السوق، و أكثر المتغيرات تأثيراً هو الرقم القياسي لأسعار المستهلك، يليه سعر الصرف، تم سعر الفائدة، ولم يظهر تأثير متغير المعروض النقدي، وذلك لارتباطه بعلاقة خطية مع متغيرات السياسة النقدية.

أما فيما يتعلق بتأثير السياسة المالية أشارت نتائج الدراسة تأثير متغير الإنفاق الحكومي والإيرادات الضريبية على مؤشر دوران السهم، أما متغير الدين

المحلي الحكومي العام لم يظهر أي تأثير لضعف معنويته الإحصائية، ولا ارتباطه بعلاقة خطية مع متغيرات السياسة المالية الأخرى.

#### دراسة (Travares 2001)

أثر السياسة المالية على عوائد الأسهم والسندات

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر الضرائب والأنفاق الحكومي على عوائد الأسهم والسندات الحكومية للولايات المتحدة، وخلصت الدراسة إلى حدوث تحول قياسي في مقبوضات الضرائب، بما أثر بشكل ملموس-من الناحية الإحصائية والاقتصادية- على انخفاض العوائد بنسبة تراوحت بين 4% إلى 9%، بما يشير إلى أن الضرائب ذات تأثير سلبي على الأسهم والسندات الحكومية، أما الأنفاق الحكومي، فكان ذو تأثير إيجابي على العوائد المتوقعة، إلا أن أثرها -من الناحية الإحصائية- على السندات المالية القصيرة الأجل كبيراً، هذا وفسرت متغيرات السياسة المالية التغير الذي حدث في عوائد الأسهم والسندات بنسبة تراوحت بين 3 و 4% وبنسبة تراوحت بين 8 و 10% من التغير في عوائد السندات المالية.

#### دراسة (Harvey&Huang1994)

هدفت الورقة إلى دراسة أثر عمليات بيع وشراء السندات الحكومية على الأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية، وخلصت الدراسة إلى أن عمليات الاحتياطي الفيدرالي ذات تأثير على سوق المال من خلال عملياته التي قد تصل إلى 20% من الحجم اليومي للتعاملات، وذلك في إطار المعلومات المرتبطة بالسياسة النقدية، وتمركز عمليات البنك فيما يعرف بنصف ساعة زمن الفيدرالي، حيث بإمكان الاحتياطي الفيدرالي استخدام عمليات السوق المفتوحة، وضع سعر فائدة أذون الخزانة في المستوى الذي يرغبه، بمعنى بإمكانه شراء وبيع أذون الخزانة للوصول إلى سعر

أذون الخزانة، ومن ثم سعر الفائدة المناسب لأذون الخزانة، وبالتالي فإن التغيرات التي تحدث في عائد أذون الخزانة ذات تأثير على أسعار الفائدة الثابتة الأخرى خاصة الفوائد قصيرة الأجل.

2-6 الدراسات العامة: دراسات لها علاقة بالدراسة ضمن مدخل التحليل الاساسي أي تقيس اثر متغيرات اخرى غير السياسة المالية على اسعار الاسهم:

دراسة (محمد 2010)

دور السياسة النقدية في تنشيط سوق الأوراق المالية

هدفت الدراسة إلى معرفة هل هناك تأثير معنوي لمتغيرات السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية في مصر خلال فترة الدراسة، وفي حالة وجود هذا التأثير، كيف يمكن للسياسة النقدية ان تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها في المتغيرات النقدية المختلفة؟

وقام الباحث بالتحليل الإحصائي لقياس تأثير متغيرات السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في مصر، وذلك من خلال تكوين بعض النماذج القياسية، والتي تم بناءها اعتماداً على الدراسات التطبيقية السابقة، بهدف التوصل إلى العوامل المعنوية لمتغيرات السياسة النقدية والمؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية، ومعرفة اتجاه العلاقة باستخدام بعض النماذج الإحصائية مثل نموذج الانحدار الخطي ونموذج ARMAX لقياس التأثير عبر فترات زمنية مختلفة.

وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج من أهمها وجود تأثير معنوي سلبي لكل من تغيرات أسعار الفائدة وسعر الصرف على مؤشر السوق، ولا تأثير معنوي لتغيرات معدل نمو السيولة المحلية على المؤشر.

## دراسة (خاطر 2010)

نموذج إحصائي لقياس قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بتغيرات الاقتصاد الكلي هدفت الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة والتأثير بين مؤشر البورصة المصرية والحالة الاقتصادية خلال الفترة 1-1-1998م إلى 30-6-2009م والوصول إلى نموذج انحدار له قوة تفسيرية عالية.

قامت الدراسة باستخدام نموذجين في الأول كان المعروض النقدي متغير مستقل والمؤشر العام متغير تابع، بينما استخدم النموذج الثاني المؤشر العام كمتغير مستقل والمعروض النقدي هو المتغير التابع، و توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى وجود علاقة طردية قوية بين المعروض النقدي ومؤشر البورصة، وإلى عدم قبول النموذج الأول لأنه غير دال إحصائياً وغير مقبول وغير منطقي، أما النموذج الثاني فهو نموذج جيد ذات قوة تفسيرية مرتفعة وصالحاً للتنبؤ أي التغير في المؤشر صالحاً للتنبؤ بالتغير الحاصل في المعروض النقدي

## دراسة (Buyuksalvarci 2010)

تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم دراسة على تركيا هدفت الدراسة إلى تحليل أثر متغيرات الاقتصاد الكلي (مؤشر أسعار المستهلك، سعر الفائدة، سعر الذهب، مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر النفط، سعر الصرف، عرض النقد) على مؤشر سوق الأوراق المالية التركي (مؤشر سوق اسطنبول للأوراق المالية ISE-100) ببيانات شهرية من عام 2003 إلى 2010 وذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد في إطار نظرية تسعير المراجعة.

ونتائج الدراسة تشير بأن (سعر الفائدة، مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر النفط، سعر الصرف) لهم تأثير سلبي على مؤشر (ISE-100)، بينما المعروض النقدي

يؤثر على مؤشر (ISE-100) إيجاباً، من الناحية الأخرى (سعر الذهب، التضخم) لا يظهر أي تأثير على مؤشر (ISE-100).

دراسة (Daferighe & Aje 2009)

تحليل أثر الناتج المحلي الإجمالي - التضخم - سعر الفائدة على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا

هدفت الدراسة لبحث تأثير الناتج المحلي الإجمالي (RGDB) وسعر الفائدة

(ENT) والتضخم (INF) على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا المتمثلة بقيمة مؤشر السوق (SMVE) للفترة 1997م إلى 2006م.

وتوصلت نتيجة الدراسة بأن المتغيرات الاقتصادية (المفسرة) استطاعت

تفسير 95.6% من التغيرات في أسعار الأسهم وكانت العلاقة على النحو التالي:

$$MVI = - 38294,23 - 118,532 INT - 137,08 INF + 124,262 RGDP$$

دراسة (Roselee & Fung 2009)

دراسة تأثير الحجم وعناصر الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم الماليزية

هدفت الدراسة بحث العلاقة بين عوائد الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي،

وحجم الشركات المختلفة في بورصة ماليزيا للفترة من يناير 1996 إلى يوليو 2007،

حيث استخدمت الدراسة نظرية موازنة الأسعار (APT)، بغرض دراسة العلاقة فيما

بين متغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة في (مؤشر أسعار المستهلك، مؤشر الإنتاج

الصناعي، عرض النقد، سعر الفائدة 3 أشهر و 6 أشهر، سعر النفط) وعوائد أسهم

120 شركة مدرجة في سوق كوالالمبور للأوراق المالية (KLCI)، حيث استخدمت

بيانات شهرية، بحيث صنفت الشركات 120 إلى أربع محافظ و 30 شركة في كل

محظة، وصنفت الشركات إلى أربع أحجام مختلفة (كبيرة، متوسطة، صغيرة،

متنوعة)، وتوصلت الدراسة بأن هناك 4 متغيرات اقتصادية كلية هامة فيما يخص بتأثيرها على عوائد الأسهم، هي على التوالي مؤشر أسعار المستهلك، سعر الفائدة 3 شهور، سعر الفائدة 6 شهور، سعر النفط، بحيث كانت علاقة مؤشر أسعار المستهلك بعوائد الأسهم إيجابية، أما علاقة كل من سعر الفائدة 3 شهور و6 شهور، وسعر النفط الخام بعوائد الأسهم فكانت سلبية.

دراسة (Rahman, et.al 2009)

محددات الاقتصاد الكلي لسوق الأسهم الماليزي

هدفت الدراسة تحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة في (المعروض النقدي، سعر الفائدة، سعر الصرف، الإنتاج الصناعي، الاحتياطات) ومؤشر سوق الأسهم الماليزية ببورصة كوالالمبور (KLCI) وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة من يناير 1986 إلى مارس 2008، واستخدمت الدراسة نماذج قياسية مختلفة، وتوصلت الدراسة إلى أن سوق الأسهم الماليزية ببورصة كوالالمبور ذو حساسية للتغيرات التي تحدث في متغيرات الاقتصاد الكلي، بحيث سجل متغيري الاحتياطات والإنتاج الصناعي تأثيراً إيجابياً أكبراً على مؤشر (KLCI)، مقارنة بمتغيرات السياسة النقدية المتمثلة في (المعروض النقدي، سعر الفائدة، سعر الصرف)، والتي كان لها تأثير سلبياً على مؤشر سوق الأسهم الماليزية.

دراسة (المغربي 2007)

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر متغيرات الاقتصاد الكلي (كعوامل مستقلة) على عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهماً في بورصة عمان للأوراق المالية (كعامل تابع) خلال الفترة الممتدة من عام 1990 ولغاية عام 2005.

وإستخدم الباحث الأساليب الإحصائية لتحليل النتائج، من خلال أسلوب الانحدار المتعدد، ومقياس ديرين-واتسون لفحص الارتباط الذاتي، ومعامل التحديد، واختبارات مستوى المعنوية (T) و (F)، بالإضافة إلى التحليلات الوصفية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية كمتغير تابع وبين المتغيرات المستقلة التالية: معدل التضخم ومعدل سعر الفائدة ومعدل العرض النقدي ومعدل الناتج المحلي الإجمالي.

### دراسة (مصطفى 2007)

تقييم العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم المصرية هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم في الاقتصاد المصري، باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة من فبراير 2003 حتى مارس 2007 وذلك لاختبار العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي (الناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج، المعروض النقدي مقياس بكمية وسائل الدفع الجارية، معدل التضخم مقياس بأسعار المستهلكين، سعر الفائدة الاسمي على الودائع بالعملة المحلية استحقاق ثلاثة شهور، نسبة الصادرات إلى الواردات) وأداء سوق الأسهم مقياس بعوائد مؤشر CASE30.

وتوصلت الدراسة إلى أن مؤشر الأسهم ليس له تأثير معنوي على متغيرات الاقتصاد الكلي، في حين أن الناتج المحلي الإجمالي له تأثير إيجابي معنوي على مؤشر الأسهم، أما باقي المتغيرات فليس لها تأثير معنوي على مؤشر الأسهم.

## دراسة (Gunsel &amp; Cukur 2007)

تأثير عناصر الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم سوق لندن

هدفت الدراسة إلى اختبار نموذج تسعير المراجعة باستخدام سبع متغيرات اقتصادية كلية (سعر الفائدة، علاوة الخطر، سعر الصرف، المعرض النقدي، التضخم، الإنتاج، حصة السهم من الأرباح) كمتغيرات مستقلة وعوائد 10 محافظ استثمارية لصناعات مختلفة تضم 87 شركة بالإضافة لمحفظة السوق المتمثلة في المؤشر العام للبورصة التي تضم 350 شركة كمتغيرات تابعة.

وتم قياس المتغيرات بنسب التغير وليس بالقيمة المطلقة لبيانات شهرية للفترة من 1980 إلى عام 1993، وباستخدام نموذج الانحدار الخطي اعتماداً على طريقة المربعات الصغرى (OLS) باعتبارها احد الطرق الهامة التي تتغلب على مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات.

وأشارت نتائج الدراسة بأن عناصر الاقتصاد الكلي لها تأثير هام في سوق الأوراق المالية البريطاني، وتراوحت نسبة تفسيرها لعوائد الأسهم ما بين 94%-28%، ويختلف تأثير كل متغير من صناعة إلى أخرى، فقد يؤثر على صناعة سلباً وصناعة أخرى يؤثر عليها إيجاباً، ماعدا حصة السهم من الأرباح له تأثير سلبي عند مستوى معنوية 1% لكل الصناعات.

## دراسة (Saryal 2007)

هل التضخم له تأثير على عدم ثبات سوق الأوراق المالية دليل من تركيا وكندا

استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط لتقدير وتحديد عدم ثبات سوق الأسهم، مستخدمة بيانات شهرية لكل من تركيا وكندا للفترة 1986-2005، وخلصت نتائج الدراسة إلى أن التضخم ذو تأثير موجب على سوق الأسهم وذو قوة

تنبؤية كبيرة في سوق الأسهم في تركيا، إلا أن تأثير التضخم على سوق الأسهم أضعف وذو أهمية في كندا، وتوصلت الدراسة إلى أنه كلما ازداد معدل التضخم ازداد عدم الثبات في سوق الأسهم، أي أن المعدلات المرتفعة للتضخم ترفع من درجة المخاطرة في سوق الأسهم، ونقترح الدراسة استخدام التضخم كمتغير تنبؤي لدراسة تحركات أسعار الأسهم.

### دراسة الموعد (2005)

العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية هدفت الدراسة إلى محاولة التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان، وذلك خلال الفترة ما بين عام 1998-2003 والتي شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في أسعار الأسهم، وذلك من خلال الكشف عن وجود علاقة محتملة بين التغير في سعر السهم (المتغير التابع) والتغيرات في كل من (معدل دوران السهم، ربحية السهم، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، سعر الفائدة على الودائع لأجل سنة، معدل التضخم) المتغيرات المستقلة.

وكانت نتيجة التحليل تؤيد أن معدل دوران السهم يؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية، وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة، كما وجد الباحث أن سعر الفائدة يؤثر على سعر السهم بصورة عكسية وقوية، وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة، في حين لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية من جهة وبين سعر السهم من جهة أخرى، كما لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين معدل التضخم وسعر السهم، كما توصل الباحث إلى أن التغير في المتغيرات المستقلة السابقة مجتمعة لا تفسر سوى 9,5% من التغير في سعر السهم السوقي.

## دراسة الزغبي (2004)

العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي ومعدل التضخم في الأردن للفترة 1978-2001، وقد استخدمت الدراسة طريقة جرانجر السببية، لاختبار نوعية العلاقة بين المتغيرين واتجاهها، ودلت نتائج الدراسة على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين، وأن التوازن بينهما سالب في المدى الطويل، أي أن هناك علاقة سلبية بين المتغيرين، ولكنها باتجاه واحد من الرقم القياسي لأسعار الأسهم إلى معدل التضخم، كما بينت الدراسة أن نتائجها تتفق مع نتائج دراسات أخرى عن الأسواق المالية في دول متقدمة، وخلصت الدراسة إلى الاستدلال على أن السياسات النقدية والمالية تستطيع تحقيق هدفها المتعلق بكبح جماح التضخم بطريقة غير مباشرة، من خلال تأثيرها على أسعار الأسهم في سوق عمان المالي، وبالتالي على الأرباح ومن ثم على تكلفة تمويل الاستثمارات من جانب، وعلى الإنتاج من جانب آخر، مما سيؤثر على معدل التضخم، وأوصت الدراسة متخذ القرار على أخذ الرقم القياسي لأسعار الأسهم كمؤشر حيوي للسياسات المالية والنقدية.

## دراسة (الطاق 2003)

تقلب سعر صرف العملة المحلية وانعكاسه على أسعار الأسهم هدفت الدراسة إلى تحليل وقياس أثر قيمة الدينار الأردني على أسعار الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وذلك على المستويين الكلي والقطاعي، وتعتمد الدراسة بشكل رئيسي على المنهج القياسي لقياس أثر معدل سعر الصرف على أسعار الأسهم لكافة القطاعات الاقتصادية، وذلك عن طريق استخدام

النماذج القياسية، واستخدام طريقة المربعات الصغرى في تحليل البيانات وربط المتغيرات قياسياً.

وكان من أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي ان سعر الصرف أثر على الرقم القياسي لأسعار الأسهم سلباً على المستوى الكلي والقطاعي باستثناء قطاع الخدمات أثر عليه إيجابياً.

### دراسة (ميرير 2002)

نموذج مقترح للتنبؤ بمؤشر سوق رأس المال السعودي

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين المؤشر العام لسوق رأس المال السعودي وبين متغيرات الاقتصاد القومي السعودي المتمثلة: في الناتج القومي الإجمالي، معدل التضخم، المتوسط السنوي لسعر الفائدة، إجمالي الصادرات، إجمالي الواردات، عرض النقود، الائتمان المصرفي، إجمالي الودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية، إجمالي الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية، التكوين الرأسمالي، الإنفاق الحكومي، المتوسط السنوي لسعر البترول، المتوسط السنوي لسعر الصرف، ومتغير الزمن.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين متغيرات الاقتصاد القومي السعودي وبين المؤشر العام لسوق رأس المال السعودي، وأن متغيرات الاقتصاد القومي السعودي تفسر 87,1% من إجمالي التغيرات التي تحصل على المؤشر العام لسوق رأس المال السعودي.

### دراسة (الزغبى 2000)

تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي هدفت الدراسة إلى معرفة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر سوق عمان المالي، وقد تم استخدام نموذج قياسي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات

الصغرى العادية (OLS) حيث احتوى النموذج على كل من النمو في الناتج القومي الإجمالي، سعر الفائدة، وسعر الصرف، والنمو في عرض النقد، وإبطاء مؤشر السوق لفترة سابقة كمتغيرات مستقلة، ومؤشر الرقم القياسي العام كمتغير تابع. قام الباحث باختبار استقرار دالة مؤشر سوق عمان المالي خلال الفترتين 1978-1988، 1989-1998 لمعرفة تأثير الأزمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الأردني على مؤشر سوق عمان المالي، وذلك باستخدام اختبار Chow، وقد توصلت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية مجتمعة، أما عند دراسة كل متغير على حدة، فقد تبين أن قيمة  $t$  غير معنوية للمتغيرات السابقة باستثناء مؤشر السوق لفترة سابقة، بمعنى أن المتغير التابع يتأثر بسلوكه في فترة زمنية سابقة، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن دالة مؤشر سوق عمان المالي تتمتع بالاستقرار خلال الفترة من عام 1987-1998.

#### دراسة (الرفاعي 1999)

أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي هدفت الدراسة إلى تحليل وقياس العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء سوق عمان المالي للفترة 1978-1997 من خلال تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية (العرض النقدي، سعر الفائدة، التضخم، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، حوالات العاملين في الخارج) على مؤشرات سوق عمان المالي (أسعار الأسهم، حجم التداول بالدينار، عدد الأسهم المتداولة).

وتوصلت الدراسة إلى أن المتغيرات الاقتصادية تؤثر وبشكل قوي على جميع مؤشرات سوق عمان المالي على المستويين الكلي والقطاعي، وأن أكثر

القطاعات تأثراً بالمتغيرات الاقتصادية قطاع الصناعة بالنسبة لأسعار الأسهم وقطاع الخدمات بالنسبة لحجم التداول بالدينار وقطاع البنوك بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة. دراسة (الرواشدة 1999)

السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر السياسة النقدية غير المباشرة على عوائد

الأسهم وأحجام التداول في سوق عمان المالي.

تم تحليل أثر السياسة النقدية غير المباشرة على العوائد وأحجام التداول من

خلال بناء نموذجين قياسيين يمثلان أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على

كل من العائد وحجم التداول، ودلت النتائج في النموذجين، أن المتغيرات الاقتصادية

الكلية لها تأثير مهم إحصائياً على العائد وحجم التداول، وقد تم استخدام النموذجين

السابقين من أجل احتساب العائد غير العادي المتراكم والفرق المتراكم بين حجم

التداول المتوقع والفعلي، وبالتالي تتبع سلوك كل منهما قبل الإعلان عن السياسة

النقدية غير المباشرة وبعدها، ولقد تبين أن هنالك أثر واضح للسياسة النقدية غير

المباشرة على عوائد وأحجام التداول في السوق المالي، كذلك دلت نتائج اختبارات (t)

أن متوسط العوائد غير العادية ومتوسط الفرق بين حجم التداول المتوقع والفعلي بعد

الإعلان عن السياسة النقدية يختلف عن الصفر، الأمر الذي يعزز النتيجة السابقة.

### ثانياً: الجانب النظري

#### 1- مؤشر سوق الأوراق المالية Stock Market Index:

1-1 ماهية مؤشر سوق الأوراق المالية: مفهوم مؤشر السوق Market Index:

«مؤشر السوق هو قيمة رقمية مطلقة Absolute بصورة متوسطة Average أو

أرقام قياسية Indices، تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، ذلك

بتكوين وتحديد قيمة في مرحلة أو فترة البداية (الأساس)، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها»<sup>(1)</sup>.

كما يمكن أن يعرف مؤشر السوق «بأنه تلك القيمة الوسيطة المعبرة عن السلوك الجماعي لعينة منتقاة من الأسهم المتداولة في السوق في لحظة زمنية معينة»<sup>(2)</sup> «هو معدل لأسعار أسهم عدد من الشركات بعد أن يتم معالجتها بواسطة معادلات رياضية معينة»<sup>(3)</sup>.

مما تقدم يمكن أن يعرف مؤشر السوق على أنه عبارة عن قياس أسعار (عينة) من أسهم عدد من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية بواسطة معادلات رياضية، بحيث تكون هذه العينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق ككل، وبالتالي فإن حركة أسعار المؤشر تعكس أداء السوق.

لذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار، وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة الممثلة للسوق، سواء كانت العينة ممثلة للسوق ككل أو ممثلة لقطاع معين، لذلك نجد أن مؤشرات السوق قد تعكس الآتي:

- حركة سوق الأسهم بأجمعها، مثل مؤشر داو جونز (DJIA) ومؤشر ستاندرز أندبورز (S &P500) ومؤشر بورصة القاهرة (Case 50) ومؤشر سوق عمان وغيرها.

1- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005، ص298.

2- نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، الجندي للطباعة والنشر، حلب، 2006، ص45.

3- فادي بندق، دور المؤشرات المالية والمؤشرات الصادرة عن سوق الأوراق المالية في التنبؤ بالأزمات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2008، ص44.

- حركة سوق الأسهم لصناعة (قطاع) معين، مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل (DJT) ومؤشر ستاندرد أندبورز لصناعة المنافع العامة (S & P public Utilities).

- حركة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة، مثل مؤشر ناسداك (NASDAQ) الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة (مايكروسوفت، أنتل... الخ).

- حركة سوق الأسهم لإقليم معين، وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين، مثل مؤشر صندوق النقد العربي، الذي يعكس حالة سوق الأسهم في 12 دولة عربية.

ومؤشرات السوق تعتمد على العينة الممثلة للسوق بشكل كفاء بحيث أنها قادرة على عكس أداء السوق بأكمله.

ومن أهم الجهات التي تصدر المؤشرات:

أ- المؤشرات الرسمية، وهي التي تصدر من الجهات الإدارية كالبورصة وهيئة سوق المال.

ب- مؤشرات تصدرها صناديق الاستثمار.

ج- مؤشرات تصدرها الصحف الكبرى.

د- مؤشرات تصدرها المؤسسات المالية الكبرى كالبنوك وشركات الوساطة المالية.

1-2 استخدامات مؤشر السوق: لمؤشرات السوق استخدامات عديدة، تهم المهتمين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، وتشمل هذه الاستخدامات ما يلي:

أ- المؤشرات تدل على حالة الاقتصاد، أي النشاط الاقتصادي الكلي Macro Economic المؤشر العام، أو الاقتصاد الجزئي Micro Economic المؤشر الفرعي، فعندما يكون المؤشر مرتفعاً معناه الاقتصاد يمر بحالة رواج Prosperity أي ارتفاع في أسعار الأسهم، والعكس فعندما ينخفض المؤشر أي كساد Stagflation

معناه انخفاض الأسعار، وبالتالي يمكن أن يساعد المؤشر في اتخاذ القرار الاستثماري بالشراء أو البيع في الوقت المناسب، وتسهل اتخاذ القرار الاستثماري الكفاء<sup>(1)</sup>.

ب- يستعمل المؤشر لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية Securities portfolio، حيث أن المؤشر العام يحتوي على عينة كبيرة تعكس تنوع جيد، وأن التنوع Diversification يعطي أمان جيد ويقلل من المخاطرة Risk، وبنفس الوقت يعطي عائد جيد، ويمكن قياس أداء مدير المحفظة، إذا كان قادراً على تنوع المحفظة بواسطة مقارنة المحفظة مع مؤشر السوق، وذلك بمقارنة معدل عائد المحفظة Portfolio Returns مع مؤشر السوق، وكذلك يمكن أيضاً مقارنة مخاطرة المحفظة مع مخاطر مؤشر السوق أي من خلال المؤشر نستطيع مقارنة عائد ومخاطر السوق مع عائد ومخاطر المحفظة<sup>(2)</sup>.

وهذا يدل على مقدار أداء مدير المحفظة، فإذا كان أداء المحفظة مع معدل السوق يكون أداء مدير المحفظة مقبول، أما إذا كان أداء المحفظة أعلى من معدل السوق يكون أداء مدير المحفظة جيد، أما إذا كان أداء مدير المحفظة أقل من معدل السوق يكون أداءه غير مقبول.

ج- يساعد المؤشر في تقدير عائد المحفظة أو الأداة الاستثمارية وذلك باستخدام معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset pricing Model.

1- سمير محمد علي، قياس كفاءة وفاعلية سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي، رسالة دكتوراه اقتصاد، جامعة عين شمس، 2005، ص54.

2- غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2002، ص272.

حيث أن:

عائد المحفظة أو الأداة الاستثمارية = العائد الخالي من المخاطرة + عائد السوق - العائد الخالي من المخاطرة × المخاطرة المنتظمة<sup>(1)</sup>.

وكذلك يساعد في تقدير مخاطر المحفظة أو الأداة الاستثمارية<sup>(2)</sup>، وذلك بقياس المخاطر المنتظمة Systematic Risk أو ما يمكن أن يطلق عليها بالمخاطر العامة، وتقاس تلك المخاطرة بمعامل بيتا (Beta Coefficient) المقياس المطلق، أو بالمقياس النسبي وهو التغاير Covariance (Cov) بين عائد السوق وعائد المحفظة أو الأداة الاستثمارية، وذلك باستخدام المعادلات التالية<sup>(3)</sup>:

$$B = \frac{\sigma_i \sigma_M r(R_i, R_M)}{\sigma_M^2} \quad (1)$$

$$COV(R_i, R_M) = \sigma_i \sigma_M r(R_i, R_M) \quad (2)$$

1- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص378-381.

2- راجع في ذلك:

- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 1998، ص234.

- Stephen Lee and Peter Byrn, Risk Reduction and Real Estate Portfolio size, Journal Managerial and Decision Economics Vol.22, Issue7, Sep 2001, PP. 369-379.

3- راجع في ذلك:

- محمود صبح، تقييم المشروعات القائمة والمستمرة، البيان للطباعة، القاهرة، 2004، ص32.

- Dan French, Security and portfolio Analysis: Concepts and Management, OH: Merrill pup, 1989, p. 133.

حيث أن:

$\sigma_i$  = الانحراف المعياري Standard Deviation لعائد المحفظة أو الأداة الاستثمارية.

$\sigma_M$  = الانحراف المعياري لعائد السوق.

$r(R_i, R_M)$  = معامل الارتباط Correlation Coefficient بين عائد المحفظة أو

الأداة الاستثمارية  $R_i$  وعائد السوق  $R_M$ .

أي أنه عن طريق مؤشر السوق، نستطيع احتساب عائد السوق والانحراف المعياري لعائد السوق.

د- يساعد في معرفة حالة السوق في المستقبل وذلك عن طريق دراسة المؤشر لسنوات سابقة، فعن طريق رسم التطورات لهذا المؤشر (أي لمدة 5-10 سنوات سابقة)، نستطيع أن نجد نمط معين لتحركات الأسعار، وبذلك نستطيع أن نحدد تغيرات الأسعار لسنوات مقبلة، وهذا ما يعرف بالتحليل الفني أي دراسة أسعار الماضي لمعرفة اتجاه الأسعار في المستقبل وذلك عن طريق مجموعة من الخرائط والرسوم البيانية<sup>(1)</sup>.

هـ- يمكن للمستثمر مقارنة أداء مؤشر سوق المال المحلي بمؤشرات أسواق المال الأخرى في العالم، وسوف يؤدي ذلك تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية<sup>(2)</sup>.

## 2 - كيفية بناء واحتساب المؤشرات:

تتعدد مؤشرات اتجاهات أسعار السوق المستخدمة في البورصات، كما تختلف فيما بينها من حيث كيفية إعدادها، ورغم هذا التعدد وتلك الاختلافات، فإنه ينبغي أن يتوفر عند إعداد أي مؤشر للأسعار عدة أسس أهمها ما يلي<sup>(3)</sup>:

1- غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 272.

2- محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 178.

3- عبد الغفار حنفي، البورصات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 78.

1-2 أن يعبر المؤشر عن السوق المالي والأسهم المتداولة فيه، بمعنى ألا تقتصر العينة Sampling المختارة على أسهم الشركات الكبرى فحسب أو الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة، بل يجب أن يتضمن المؤشر أسهم العديد من الشركات التي تنتمي لمختلف الأنشطة.

2-2 ملائمة العينة المختارة، يعتبر اختيار العينة الأساس الذي يقوم عليه تكوين مؤشر حالة السوق، إذ يصعب إدراج أسهم جميع الشركات بمؤشر واحد. ولكن في الوقت نفسه يعد اختيار العينة الملائمة أمراً مهماً لسلامة ودقة المؤشر وسلامة المقارنة التي يجريها المستثمرون لعائد محافظهم وأوراقهم المالية، لذلك فالعينة الملائمة هي تلك التي يمكنها تمثيل حالة السوق، وتساعد في تحقيق الاستخدامات المختلفة<sup>(1)</sup>.

وملائمة العينة تتوقف على الجوانب الآتية<sup>(2)</sup>:

- الاتساع Breadth: مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، فالأسهم داخل العينة لا بد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي تمثلها.
- الحجم Size: من الطبيعي أنه كلما ازدادت عدد أسهم العينة، كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة، وهذا مبدأ إحصائي معروف.

1- فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل، عمان، ص45.

2- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص300.

- المصدر Source: ويقصد به مصدر الحصول على المعلومات لأسعار أو عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يعد الرجوع إلى المصدر الأصلي الذي يجري تداول الأسهم فيه هو الأفضل في إدراج معلومات السهم داخل العينة. إن ملائمة طريقة العينة في عكسها لحالة السوق ينبع من انعدام الرغبة في تحقيق التحيز في مكوناتها (الأسهم) كما عكسته النقاط الثلاث. وفي الوقت نفسه فإن الوقائع الاقتصادية والتاريخية، تؤكد أن المؤشرات المحسوبة على أساس عينة صغيرة لا تقل كفاءة على عينة كبيرة أو تحسب على جميع الأوراق المالية المتداولة، وذلك لسببين رئيسيين هما<sup>(1)</sup>:

الأول: تمثل القيمة السوقية للأسهم الداخلة في تركيب هذه المؤشرات نسبة كبيرة من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق، حيث تمثل الأسهم المدرجة في مؤشر (S&P500) ما نسبته 80% من القيمة السوقية للأسهم المسجلة في بورصة نيويورك كما تمثل الأسهم المدرجة في مؤشر داو جونز (30 شركة) نحو 20% من القيمة السوقية المسجلة في البورصة.

الثاني: أن الأسهم عادة ما تسير في نفس الاتجاه صعوداً وهبوطاً، وأن معامل الارتباط بين المؤشرات مرتفع جداً ومعنوي إحصائياً ويعكس الاقتران النسبي بين اتجاهات تغير المؤشرات المختلفة في عكسها لحالة السوق، على الرغم من اختلاف حجم وسعة وتركيب كل منها.

1- راجع في ذلك:

- Thomas M. Tole, You Can't Diversify Without Diversifying, Journal of portfolio Management, Winter 1982, pp. 5-11.
- Lawrence fisher and James Lorie, Some Studies of Variability of Returns On Investments in common stock, Journal of Business, April 1970 – pp. 99-134.

2-3 مراعاة الترجيح Weighting (الأوزان النسبية) لمفردات العينة ، فيعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر وفق شروط الملائمة، لابد من الانتقال إلى الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر، ويقف في مقدمتها أسلوب تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لاسيما وأن القيمة السوقية للورقة تختلف، فضلاً عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق، ومرة أخرى لابد من تجنب المؤشر المكون التحييز.

إذن فترجيح أسهم العينة يمثل التحديد النسبي للورقة ضمن مجموعة محفظة المؤشر (العينة)، أي أن الترجيح عبارة عن الوزن النسبي The Relative Weight لكل سهم ضمن مجموعة أسهم المؤشر التي جرى اختيارها. وتوجد أربعة أساليب للترجيح تتمثل في الآتي<sup>(1)</sup>:

### 2-3-1 الترجيح بدلالة السعر Price Weighted:

تعتمد هذه الطريقة على أساس تحديد الوزن النسبي بواسطة نسبة سعر السهم المراد تحديد وزنه على مجموع أسعار العينة أي أن<sup>(2)</sup>:

$$(3) \frac{\text{سعر السهم}}{\text{مجموع أسعار الأسهم}} = \text{الوزن النسبي لكل سهم}$$

ويعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) واحداً من مؤشرات السوق التي تستخدم أسلوب الترجيح بالسعر.

وإن من أهم السلبيات التي تؤخذ على أسلوب الترجيح بالسعر:

- تمثيل المنشأة في العينة بسهم واحد ومن خلال السعر لا يعكس حقيقة القيمة السوقية للمنشأة.

1- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص67.

2- غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص275.

- التحيز النسبي لمؤشر حالة السوق المرجح بالسعر لصالح الأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

### 2-3-2 الترجيح بدلالة القيمة Value weighted:

يقوم هذا الأسلوب في ترجيح شركة ضمن في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية (السعر × الكمية = القيمة)، وبذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للشركة صاحبة السهم المدرجة في المؤشر، لذلك فالشركات التي تتساوى قيمها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وأن اختلفت سعر السهم لكل منها، ومن مؤشرات السوق المستخدمة لأسلوب الترجيح بالقيمة، مؤشر كولس، مؤشر ستاندرد أندبورز، المؤشر المركب للبورصة الأمريكية، مؤشر الفايانانشيال تايمز FTSE100، مؤشر بورصة القاهرة الإسكندرية CASE50، مؤشر بورصة عمان، مؤشر صندوق النقد العربي AMF Index.

### 3-3-2 الترجيح بدلالة الأوزان المتساوية Equal Weighted:

يقوم هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية بمعنى أن قيمة عدد الأسهم مضروباً في القيمة السوقية للعينة الأولى مع قيمة عدد الأسهم مضروباً في القيمة السوقية للعينة الثانية والثالثة والرابعة وهكذا جميعها متساوية عند بداية تكوين المؤشر، وبالتالي يقضى هذا المؤشر على فكرة التحيز للأسعار، وهذا أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها مؤشر السوق.

ومن أشهر المؤشرات المستخدمة لأسلوب الترجيح بدلالة الأوزان المتساوية، هو مؤشر (Alue-line-Average) ويضم هذا المؤشر أسهم بورصة نيويورك

وأسهام بورصات أخرى بالإضافة إلى أسهم السوق الموازي الذي يضم (1700) شركة أمريكية.

## 2-3-4 الترجيح بدلالة الأسعار النسبية Relative Price Weighted:

تقوم فكرة هذا المدخل في الترجيح في إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس، تم حساب الوسط الهندسي The geometric mean وليس الوسط الحسابي Mean، وأخيراً تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر لمعرفة التغير في حالة السوق.

ومن أشهر المؤشرات المستخدمة لأسلوب الترجيح بالأسعار النسبية مؤشر الفينانشيال تايمز (FT30) والمؤشر العام للسوق ببورصة نيويورك Major Market Index.

وتتصف المؤشرات التي تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي بارتفاعها ببطء شديد وانخفاضها بسرعة شديدة بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي<sup>(1)</sup>.

## 2-4 طرق احتساب المؤشرات:

يتم احتساب المؤشر بأحد الطرق الآتية:

### 2-4-1 على أساس المتوسط الحسابي Arithmetic Means:

هو عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في السوق المالي مقسومة على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق والمختارة من قبل السوق، وفقاً لمعايير تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق ويمكن قياس المؤشر بالمعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

1- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 241.

2- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2008، ص 218.

$$(4) \quad \text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

2-4-2 على أساس القيمة السوقية Market Value:

وهو المؤشر الذي يتم قياسه من خلال حساب القيمة السوقية للأسهم آخذين بالاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة وسعر سهمها في السوق، ويتم احتسابه بالمعادلة الآتية<sup>(1)</sup>:

$$(5) \quad \text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية السابقة}} \times \text{القيمة الافتراضية للمؤشر في سنة الأساس}$$

حيث أن: القيمة السوقية = عدد الأسهم × سعر السهم في السوق.

القيمة الافتراضية = يتم تحديدها من قبل إدارة السوق بقيمة 10 أو مضاعفاتها.

2-4-3 على أساس الأوزان المتساوية Equal:

وهو المؤشر الذي يعطي أوزان متساوية من المبالغ المستثمرة لكل ورقة مالية مختارة أي يكون الاستثمار في كل شركة يساوي مبلغ الاستثمار في الشركات الأخرى، أو الأسهم الأخرى في سنة الأساس، ويتم احتساب المؤشر بالمعادلة الآتية<sup>(2)</sup>:

$$(6) \quad \text{قيمة المؤشر} = \text{أسعار الأسهم} \times \text{الوزن النسبي للسهم}$$

حيث أن:

$$(7) \quad \text{الوزن النسبي} = \frac{1}{\text{سعر السهم في سنة الأساس}}$$

1- نفس المرجع السابق، ص 221.

2- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 136.

## 2-4-4 على أساس الأسعار النسبية Relative Price:

وهو المؤشر الذي يتم قياسه عن طريق تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم على سعر السهم أمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي The geometric Mean للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر، وذلك كما هو موضح بالمعادلتين الآتيتين<sup>(1)</sup>:

$$(8) \quad \frac{1}{\text{الوسط الهندسي}} = (\text{حاصل ضرب الأسعار النسبية للأسهم}) \text{ ن}$$

$$\frac{\text{سعر السهم في الفترة الأحدث}}{\text{سعر السهم في الفترة الأقدم}} = \text{السعر النسبي لكل سهم}$$

$$(9) \quad \text{قيمة المؤشر} = \text{الوسط الهندسي} \times \text{قيمة المؤشر في سنة الأساس}$$

يخلص من خلال طرق احتساب المؤشرات إلى أن هناك أساليب مختلفة، منها من يعرض المؤشر من خلال الوسط الحسابي، ومنها من يعرض المؤشر من خلال القيمة، ومنها من يعرض من خلال الأوزان المتساوية. ولكل طريقة ميزاتها وسلبياتها، لذلك فعلى المتعاملين الاهتمام بأسلوب تكوين المؤشر عند استخدامه للمقارنة مع مؤشرات أخرى.

## 3- مؤشر سوق عمان للأوراق المالية:

بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب مؤشر السوق مرجح بأسعار الأسهم، وتم تحديد عام 1980 كفترة أساس وقيمة المؤشر 100 نقطة.

1- محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص186.

وبجانب المؤشر الرئيسي يتم احتساب المؤشرات الفرعية لقطاعات البنوك والمالية والتأمين والخدمات والصناعة، وفي عام 1992 وبعد دراسات إحصائية مكثفة تم احتساب مؤشر السوق مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد عام 1991 كفترة أساس وحددت قيمة المؤشر 100 نقطة، وتم تغير سنة الأساس في عام 2004 وحددت قيمة المؤشر 1000 نقطة.

ويتم احتساب مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية بالمعادلة الآتية<sup>(1)</sup>:

$$(10) \quad \text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية لشركات العينة}}{\text{القيمة السوقية في فترة الأساس}} \times 1000$$

حيث أن:

$$(11) \quad \text{القيمة السوقية} = \text{مجموع (أسعار الأسهم} \times \text{عدد الأسهم)}$$

وفي عام 1999 قام سوق عمان للأوراق المالية بتطوير مؤشر آخر بجانب المؤشر السابق نتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب المؤشرات حيث تم احتساب مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، وحدد عام 1999 كسنة أساس وقيمة المؤشر 1000 نقطة، وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب المؤشرات لمعظم دول العالم مثل مؤسسة ستاندرد أندبورز وداو جونز. ويتم احتساب مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة بالمعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

$$(12) \quad \text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع (أسعار الأسهم} \times \text{عدد الأسهم} \times \text{معامل الشركات)}}{\text{مجموع (أسعار الأسهم} \times \text{عدد الأسهم} \times \text{معامل الشركات في سنة الأساس)}} \times 1000$$

1- الموقع الرسمي لسوق عمان للأوراق المالية <http://ase.com.jo/ar>

2- محمد صالح الحناوي ، نفس المرجع السابق، ص 189 .

وحيث أن:

معامل الشركة هو عبارة عن رقم أكبر من صفر وأقل من واحد ويتم احتسابه بناء على نسبة الأسهم الحرة في الشركة، والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحاً منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين الذين يمتلكون 5% فأكثر وملكيات الحكومة.

ولكي يعكس مؤشر السوق الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم للشركات المدرجة بالبورصة، هناك خمسة معايير يتم على أساسها اختيار العينة وهي: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة.

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي ، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.

ولقد كانت عينة المؤشر مكونة من 38 شركة في بداية احتسابه عام 1980، ثم ارتفع في عام 1992 إلى 50 شركة، وتم زيادتها إلى 60 شركة عام 1999، وإلى 70 شركة عام 2001 وإلى 100 شركة في عام 2007، ومازالت عينة المؤشر 100 شركة حتى تاريخ 2015/ 11/19.

## 4 - السياسة المالية Fiscal Policy:

## 4-1 تعريف السياسة المالية:

تعددت تعاريف السياسة المالية من مدرسة إلى أخرى، إلا أن معظم الاقتصاديين يميلون إلى التحليل الكينزي، فقد عرف الكلاسيكيون السياسة المالية (بأنها توجيه السلطات العامة لبلد ما للإيرادات والنفقات الحكوميتين وبما يضمن التوازن الضروري في الموازنة العامة للدولة، خلال فترة زمنية تكون عادة سنة واحدة)<sup>(1)</sup>.

أما الكينزيون فيعرفون السياسة المالية (بأنها الأدوات التي تتدخل الدولة من خلالها لتوجيه الاقتصاد الوطني، وإحداث تغييرات واضحة، بحيث تؤدي لزيادة حجم الإنتاج والتشغيل ومعدلات النمو الاقتصادي)<sup>(2)</sup>.

كما تعرف السياسة المالية (بأنها مجموعة من السياسات والإجراءات والتعليمات المتعلقة بالإيرادات العامة والنفقات العامة بهدف تحقيق أهداف الدولة السياسية والاقتصادية والاجتماعية)<sup>(3)</sup>، كما تعرف (بأنها تلك السياسات التي تتضمن اتخاذ إجراءات يمكن من خلالها إدارة المال وتفعيل الآثار الإيجابية لإنفاقه، وبالتالي تستطيع الحكومة استخدام الأدوات المالية للتأثير على العرض والطلب، الأمر الذي يؤدي إلى تحريك عملية النشاط الاقتصادي، بهدف زيادة معدلات الاستخدام وزيادة الدخل القومي)<sup>(4)</sup>، كما يعرفها آخر (بأنها دراسة تحليلية للنشاط المالي للقطاع العام،

1- هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار صفاء، عمان، 2005، ص 267.

2- علي كنعان، المالية العامة والإصلاح المالي في سورية، دار الرضاء، دمشق، 2003، ص 193.

3- طارق الحاج، المالية العامة، دار صفاء، عمان، 1999، ص 201.

4- هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، رسالة

دكتوراه، قسم اقتصاد، جامعة تشرين، ص 8.

وما يستتبع هذا النشاط من آثار بالنسبة لمختلف قطاعات الاقتصاد القومي، وهي بالتالي تتضمن تكييفاً كمياً لحجم الإنفاق العام والإيرادات العامة، وكذا تكييفاً نوعياً لأوجه هذا الإنفاق ومصادر هذه الإيرادات، بغية تحقيق أهداف معينة في طبيعتها النهوض بالاقتصاد القومي ودفع عجلة التنمية وإشاعة الاستقرار في ربوع الاقتصاد الوطني، وتحقيق العدالة الاجتماعية وإتاحة الفرص المتكافئة لجمهور المواطنين بالتقريب بين طبقات المجتمع والإقلال من التفاوت بين الأفراد في توزيع الدخل والثروات<sup>(1)</sup>.

وهكذا فإنه في الإجمال يمكن أن تعرف السياسة المالية بأنها إحدى السياسات الاقتصادية التي تنفذ من خلال السلطة (الموازنة العامة) لتحقيق أهداف الاقتصاد القومي، وذلك باستخدام الخزانة العامة للدولة لأدواتها المتمثلة في إيراداتها ونفقاتها التي تجمعها معاً ميزانية الدولة State Budget، وذلك عن طريق أدواتها في جانب الإيرادات المتمثلة بالضرائب والرسوم والقروض العامة والإصدار الجديد، أو من جانب النفقات سواء كانت نفقات استهلاكية مثل مشتريات السلع والخدمات لمختلف المرافق والمؤسسات، أو نفقات استثمارية كإنشاء المرافق والخدمات العامة، بالإضافة إلى النفقات التمويلية لرفع مستوى المعيشة والضمان الاجتماعي.

4-2 العلاقة بين السياسة المالية وأسعار الأسهم:

تلعب السياسة المالية Fiscal Policy للدولة دوراً مؤثراً على أسعار الأسهم، فالضرائب Tax يمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأسهم، فرفع الضرائب

1- عبد المنعم فوزي، المالية العامة والسياسة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، 1972، ص 21.

على أرباح Profit الشركات من شأنه أن يقلل من الأرباح الصافية التي يمكن أن توزع على حاملي الأسهم، وهو ما يترتب عليه انخفاض في أسعار الأسهم.

أما رفع الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل المتاح للتصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات، مما يؤثر ذلك على أرباح الشركات بالانخفاض، ومن ثم ينتج عن ذلك انخفاض في أسعار الأسهم، وكذلك رفع الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين يمكن أن تقلل من المدخرات التي يمكن للأفراد توجيهها للاستثمار بالسوق المالي، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض طلبات شراء الأسهم، وتؤثر الضرائب أيضاً على الأسعار النسبية للأسهم فهناك أوراق مالية تكون معفاة من الضرائب، وبالتالي سوف يحصلون حاملي هذه الأسهم على عائد أعلى من الشركات المماثلة لها، ويترتب على ذلك ارتفاع الطلب على هذه الأسهم، وينتج عن ذلك ارتفاع أسعارها نسبياً.

وهكذا يمكننا أن نرى أن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية، ولكن أيضاً على الأسعار النسبية، حيث أن هناك أنواع معينة من الشركات قد تكون معفاة من الضرائب أو تحصل على معاملة ضريبية تفضيلية.

وإن تأثير السياسة المالية على السوق المالي لا يقتصر على المجال الضريبي، ولكن يمكن أن تمتد أيضاً إلى المصروفات العامة Public Expenditure، والتي تؤثر أيضاً على أسعار الأسهم ويبدو وذلك واضحاً على الشركات التي تتأثر مبيعاتها بمشتريات الحكومة (الإنفاق الحكومي)، حيث زيادة إنفاق الحكومة تزيد من أرباح تلك الشركات وينعكس ذلك على أسعار أسهمها بالارتفاع، والنتيجة تكون عكسية انخفاض

أسعار أسهم تلك الشركات في حالة انخفاض الإنفاق الحكومي<sup>(1)</sup>. وفي مجال الدراسات المتعلقة بمدى وجود علاقة بين الإنفاق الحكومي وأسعار الأسهم، فقد أشار كل من<sup>(2)</sup> (Tavares&Vakanov) في دراسة على سوق الولايات المتحدة الأمريكية للأوراق المالية للفترة 1960-2000 إن زيادة الأنفاق الحكومي له أثر إيجابي على أسعار الأسهم، ورفع الضرائب لها أثر سلبي. ويظهر تأثير السياسة المالية على أسعار الأسهم أيضاً في حالة حدوث عجز في الموازنة العامة General Budget للدولة، حيث يمكن للحكومة تمويل هذا العجز Disability بعدة أساليب تؤثر على أسعار الأسهم ويمكن توضيح ذلك في الآتي<sup>(3)</sup>:

- إصدار أوراق النقد، فزيادة المعروض النقدي دون أن يقابله المعروض السلعي سوف يرفع من معدل التضخم، والذي يؤثر سلباً على أسعار الأسهم.

- رفع الضرائب على أرباح الشركات ودخول الأفراد لزيادة إيراداتها، فذلك له تأثير سلبي على أرباح الشركات، وبالتالي على أسعار الأسهم.

1- راجع في ذلك:

- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص100.

-عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء عمان، ص354.

2- Jose Tavares and RossenVakanov, The Neglected Effect of Fiscal Policy on Stock and Bond Return, Annual Conference Paper, No201, UCLA Anderson School of Management Working Paper FEUNL Working No. 413, 2003.

3- راجع في ذلك:

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003 ص142.

- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص80.

- عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص109.

- مهتد أرناؤط، تحليل سلوك أسعار الأسهم، رسالة دكتوراه إدارة الأعمال، جامعة دمشق، 2008، ص54.

- تتبع الحكومة الأوراق المالية الحكومية المتمثلة في أدونات الخزانة والسندات الحكومية لتغطية العجز، فهذه الأوراق تتنافس مباشرة مع الأوراق المالية الأخرى، وهذه الزيادة في المعروض من الأوراق المالية الحكومية تعمل على خفض أسعار الأوراق المالية.

- قد تلجأ الحكومة لتغطية العجز بالاقتراض Borrowing من البنك المركزي أو من البنوك التجارية، وهو ما يترتب عليه انخفاض الأموال المخصصة للإقراض، مما يترتب عليه زيادة الطلب على الائتمان في الاقتصاد، وهذا من شأنه رفع معدلات الفائدة، وبالتالي يزداد تكلفة الإقراض وتقل الأرباح وتخفض أسعار الأوراق المالية. وفي مجال الدراسات المتعلقة بمدى وجود علاقة بين السياسة المالية وأسعار الأسهم، فقد أشار<sup>(1)</sup> (Laopodis) بأن العجز في الميزانية العامة للولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1968-2005 يؤثر سلباً على أسعار الأسهم.

وكذلك يظهر تأثير السياسة المالية على أسعار الأسهم في حالة حدوث فائض في الموازنة العامة للدولة، فعند ذلك تقوم الحكومة بشراء الأوراق المالية الحكومية أي إطفائها، فذلك يسبب مبدئياً أي في الأجل القصير برفع أسعار الأوراق المالية بسبب زيادة الطلب وانخفاض العرض من الأوراق المالية، إلا أنه في المدى الطويل يمكن أن تؤدي سياسة الشراء إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية بسبب الزيادة المفرطة في المعروض النقدي التي ينتج عنها تضخم.

فعندما يشتري البنك المركزي Central Bank الأوراق المالية الحكومية، فإن ذلك يتسبب في رفع أسعار الأوراق المالية الحكومية، وزيادة المعروض النقدي،

1- NikiforosLaopodis, Fiscal Policy and Stock Market Efficiency: evidence For the United States, The Quarterly Review of Economic and Finance, Vol.49, Issue2, may2009, pp.633-650.

ويزداد فرق السعر بين مديونية الخزانة Treasury Debt ومديونية الشركات Corporate Debt، ونتيجة لذلك يتجه المستثمرون لشراء الأوراق المالية للشركات، مما يرفع أسعارها بسبب زيادة الطلب، أي ينتقل التأثير من الأوراق المالية الحكومية إلى الأوراق المالية الأخرى.

ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية، يعمل ذلك على خفض أسعارها، وبالتالي يقل فرق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات، نتيجة لذلك يتجه المستثمرون Investors من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية، مما ينتج عنه انخفاض أسعار الأوراق المالية التي تصدرها الشركات بسبب زيادة طلبات البيع<sup>(1)</sup>.

وعند استعراض دراسة<sup>(2)</sup> (Harvey & Huang) نجد أن عمليات السوق المفتوحة تؤثر على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات) ولا تؤثر على أسعار الأسهم.

### ثالثاً: الجانب العملي

#### 1- متغيرات الدراسة:

سوف يتم استخدام عدد من المتغيرات في معادلة القياس، منها ما يشير إلى مؤشر سوق الأوراق المالية (المتغير التابع)، ومنها ما يشير إلى متغيرات السياسة المالية (المتغيرات المستقلة)، وذلك على النحو التالي:

1- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

2- Campllel Harvey and Roger Huany, The Impact Of the Federal Reserve Bank Open Market Operations, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No.4663, February 1994.

1-1 متغير مؤشر سوق الأوراق المالية (المتغير التابع):

- الرقم القياسي لأسعار الأسهم (Y): يقيس هذا الرقم المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان مرجحاً بالقيمة السوقية لأسهم تلك الشركات للدلالة على أسعار الأوراق المالية لكل الشركات التي يتم التداول عليها في البورصة.

1-2 متغيرات السياسة المالية (المتغيرات المستقلة):

- إصدار وإطفاء الأوراق المالية الحكومية ( $X1, X2$ ): وتمثل حركة أوراق الدين العام الداخلي المتمثل في السندات والأذونات الحكومية.

- الإنفاق الحكومي ( $X3$ ): ويعبر هذا المتغير عن إجمالي المبالغ التي تنفقها الدولة، لدفع عجلة التنمية.

- الضرائب ( $X4$ ): ويمثل هذا المتغير النسبة التي تستوفي من المبيعات وفق أحكام قوانين ضريبة الدخل الأردنية.

- الإيرادات ( $X5$ ): ويعبر هذا المتغير عن إجمالي الإيرادات العامة للأردن.

- عجز الموازنة ( $X6$ ): يتمثل في إجمالي الإيرادات مطروحاً منها إجمالي الإنفاق.

1-3 البيانات المستخدمة:

تم استخدام بيانات سلسلة زمنية سنوية وذلك للفترة من 1990 إلى 2015، حيث تم الحصول على البيانات من النشرة الإحصائية الصادرة عن البنك المركزي الأردني، ومن موقع سوق عمان المالي على شبكة المعلومات الدولية، وفي هذا الصدد يمكن القول أن الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة تكفي لإجراء التحليل الإحصائي الملائم لتحقيق أهداف هذا البحث.

1-4 الأساليب الإحصائية:

حرصاً من الباحثين على إحداث الترابط بين العنوان والتساؤلات المطروحة والمحددة لمشكلة البحث، وأهدافه، ومجالات أهميته، فإنه تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

1-4-1 تحليل الارتباط البسيط بين مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهم العوامل المالية المؤثرة فيه:

لدراسة علاقات الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية المفسرة، وبينها وبين مؤشر سوق الأوراق المالية الأردني، تم استخدام تحليل الارتباط البسيط، وذلك عن طريق إعداد مصفوفة ارتباط بيرسون، والتي من خلالها يتم تحديد درجة معاملات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

1-4-2 تحليل الانحدار المتعدد:

لبناء نموذج يقيس أثر متغيرات السياسة النقدية على مؤشرات سوق عمان المالي، سيتم استخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وذلك اعتماداً على طريقة المربعات الصغرى (OLS) باعتبارها أحد الطرق الهامة التي تتغلب على مشكلة الأزواج الخطي بين المتغيرات.

1-5-5 بناء النموذج المقترح:

إن عملية بناء النموذج المقترح الذي سوف يقيس أثر متغيرات السياسة المالية على مؤشرات سوق عمان المالي، يتضمن الخطوات التالية:

1-5-1 تحديد متغيرات النموذج:

وتتضمن هذه الخطوة تحديد المتغير التابع (مؤشر سوق عمان المالي) والمتغيرات المستقلة (المفسرة) (متغيرات السياسة المالية) المكونة للنموذج المراد تقديره، وذلك على النحو المبين في الجدولين رقم (1)، (2).

جدول رقم (1) يوضح متغير الدراسة التطبيقية التابع

رمزها	المتغيرات
Y	الرقم القياسي لأسعار الأسهم

## جدول رقم (2)

يوضح متغيرات الدراسة التطبيقية المستقلة

المتغيرات	رمزها
إصدار أوراق مالية حكومية	X1
إطفاء أوراق مالية حكومية	X2
الإنفاق الحكومي	X3
الضرائب	X4
الإيرادات الحكومية	X5
عجز الموازنة	X6

1-5-2 تحديد الصيغة الرياضية للنموذج:

يمكن قياس أثر متغيرات السياسة المالية على مؤشرات سوق عمان المالي

باستخدام المعادلة التالية:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X1 + \beta_2 X2 + \beta_3 X3 + \beta_4 X4 + \beta_5 X5 + \beta_6 X6$$

وفي هذه الخطوة سوف يتم اختبار أثر المتغيرات المستقلة (متغيرات السياسة

المالية) على المتغير التابع (مؤشر سوق عمان المالي).

هذا مع التنويه إلى أن هذه الخطوة سوف تنتهي بالتوصل إلى نموذج يقيس

أثر متغيرات السياسة المالية على مؤشر سوق عمان المالي.

1-5-3 اختبار الصيغة الرياضية للنموذج:

سوف يتم اختبار الصيغة الرياضية المناسبة للنماذج المقترحة وفقاً

للاختبارات الإحصائية التالية:

- اختبار (T) لاختبار معنوية كل معلمة من معالم النموذج على حدة.

- اختبار (F) لاختبار معنوية النموذج.

- اختبار (D.W) يهدف منه التأكد من استقلالية الأخطاء داخل النموذج.

- معامل التحديد ( $R^2$ ) يهدف منه تحديد الدرجة التفسيرية للتغيرات الناتجة بالمتغير التابع والتي ترجع إلى التغيرات في المتغيرات المستقلة.

يضاف إلى ذلك إجراء اختبارات القدرة التنبؤية للنموذج والتي من أهمها اختبار (T) واختبار (Z) والتي تهدف إلى التعرف على قدرة النموذج على التنبؤ والتقدير، إضافة إلى إيجاد قيم البواقي المعيارية لمؤشر سوق عمان المالي.

## 2- نتائج التحليل الإحصائي:

### 2-1 نتائج اختبار تحليل الارتباط البسيط:

من خلال إعداد مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون يمكن تحديد درجة واتجاه ودلالة علاقات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وقد تم حصر نتائج علاقات الارتباط في الجدول رقم (3).

### جدول رقم (3)

يبين معاملات الارتباط البسيط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

المتغيرات	Y	
	معامل الارتباط	مستوى المعنوية
X1 (إصدار أوراق مالية حكومية)	-0.574	0.008
X2 (إطفاء أوراق مالية حكومية)	0.386	0.049
X3 (الإنفاق الحكومي)	0.858	0.000
X4 (الضرائب)	-0.660	0.002
X5 (الإيرادات الحكومية)	0.866	0.000
X6 (عجز الموازنة)	-0.837	0.000

- المصدر: من إعداد الباحثين وفقاً لمخرجات برنامج SPSS.

وبمراجعة محتويات الجدول رقم (3) تتأكد النتائج التالية:

- وجود علاقات ارتباط وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية بين المتغير المستقل X1 (إصدار أوراق مالية حكومية) والمتغير التابع Y (الرقم القياسي لأسعار الأسهم) وقد سجلت قيمته نحو 0.574-.
- وجود علاقات ارتباط وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية بين المتغير المستقل X2 (إطفاء أوراق مالية حكومية) والمتغير التابع Y (الرقم القياسي لأسعار الأسهم) وقد سجلت قيمته نحو 0.386.
- وجود علاقات ارتباط وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية بين المتغير المستقل X3 (الإفناق الحكومي) والمتغير التابع Y (الرقم القياسي لأسعار الأسهم) وقد سجلت قيمته نحو 0.858.
- وجود علاقات ارتباط وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية بين المتغير المستقل X4 (الضرائب) والمتغير التابع Y (الرقم القياسي لأسعار الأسهم) وقد سجلت قيمته نحو 0.660-.
- وجود علاقات ارتباط وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية بين المتغير المستقل X5 (الإيرادات الحكومية) والمتغير التابع Y (الرقم القياسي لأسعار الأسهم) وقد سجلت قيمته نحو 0.866.
- وجود علاقات ارتباط وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية بين المتغير المستقل X6 (عجز الموازنة) والمتغير التابع Y (الرقم القياسي لأسعار الأسهم) وقد سجلت قيمته نحو 0.837-.
- من خلال الخطوة التحليلية السابقة يتأكد صدق تنبؤ الفرض الأول، والجدول رقم (4) يلخص نتائج علاقات الارتباط التبادلية بين متغيرات السياسة المالية وبين مؤشر سوق عمان المالي:

## جدول رقم (4)

يلخص نتائج العلاقات التبادلية بين متغيرات السياسة المالية و مؤشرات سوق عمان المالي

%	المجموع	السالبة	الموجبة	العلاقات الارتباطية
%100	6	4	2	علاقات الارتباط المعنوية بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق عمان المالي
0	0	0	0	علاقات الارتباط غير المعنوية بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق عمان المالي
%100	6	4	2	إجمالي علاقات الارتباط بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشرات سوق عمان المالي

- المصدر: من إعداد الباحثين وفقاً لمخرجات برنامج SPSS.

## 2-2 نتائج تحليل الانحدار المتعدد:

بعد التحقق من صدق تنبؤ الفرض الأول اتجه نحو التحقق من صدق تنبؤ الفرض الثاني، الذي يقضي بالتوصل إلى نموذج انحدار يتصف بقدرات تفسيرية وتنبؤية ذات دلالة معنوية يمكن الاعتماد بها لقياس تأثير متغيرات السياسة المالية على مؤشرات سوق عمان المالي.

حيث تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد Regression Multiple اعتماداً على الصورة الخطية (Linearity) وذلك باستخدام أسلوب الانحدار المتدرج Stepwise Regression Technique ، والذي يتم من خلاله حذف المتغيرات غير الدالة إحصائياً من النموذج، حيث تم التوصل إلى النموذج المبين لدالة الرقم القياسي لأسعار الأسهم ، وذلك على النحو المبين أدناه:

$$\hat{Y} = 1180.685 - 5.64E - 06X_1 + 6.017E - 06X_2 + 4.97E - 0.97E - 06X_3 - 4471.445X_4 + 6.353E - 06X_5 - 7.36E - 06X_6$$

وفيما يتعلق بنتائج اختبار معنوية النموذج المقترح والمعالم المقدرة له كانت

نتائج تلك الاختبارات على النحو التالي، وكما تبينه بيانات الجدول رقم (5).

- نتائج اختبار معنوية النموذج: للتأكد من معنوية النموذج تم إجراء اختبار (F) للنموذج عند درجات حرية (6 ، 18) ، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة نحو 21.17 وإن هذه القيمة معنوية عند مستوى معنوية (0.000)، مما يؤكد أن النموذج المقدر مقبول بدرجة ثقة 100%، يضاف إلى ذلك أن المتغيرات المستقلة تفسر الرقم القياسي لأسعار الأسهم بنسبة 81%، مما يؤكد أن النموذج المقدر يتمتع بدرجة تفسيرية عالية.

- نتائج اختبار معالم النموذج المقدر (T): تم إجراء اختبار (T) لجميع المعالم المفسرة للنموذج المقدر (X1,X2 ,X3,X4,X5,X6) ، وكذلك لثابت النموذج، وتبين من هذا الاختبار أن جميع معالم النموذج مقبولة عند مستوى معنوية 0.05%، حيث تفوق قيمة T المحسوبة قيمة T الجدولية.

- نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (DW): تشير نتائج اختبار (DW) المستخدمة لكشف الارتباط التسلسلي بين البواقي Autocorrelation للنموذج المقدر إلى أن قيمة (DW) المحسوبة بلغت 2.019 وأن هذه القيمة تقع بين (4-DW < du < 4) أي أنها في منطقة White Area مما يؤكد أن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط التسلسلي (الارتباط الذاتي بين البواقي) لاسيما وان قيمة (DW) الحد الأدنى والأعلى عند مستوى معنوية (0.01) للحددين الأدنى والأعلى ( 1.886 - 2.114) على التوالي.

جدول رقم (5) يوضح نتائج الاختبارات

المتغير	معامل الاحدار	T	مستوى الدلالة	F	مستوى الدلالة	R <sup>2</sup>	D.w
قيمة الثابت	1180.685	2.57	0.041	2.17	0.00	0.81	2.019
إصدار أوراق مالية	X <sub>1</sub>	-3.17	0.007				

D.w	R <sup>2</sup>	مستوى الدلالة	F	مستوى الدلالة	T	معامل الاحتمال	المتغير
				0.013	2.86	6.017E-06	X <sub>2</sub> إطفاء أوراق مالية حكومية
				0.032	2.39	4.97E-06	X <sub>3</sub> الإنفاق الحكومي
				0.031	2.52-	-4471.445	X <sub>4</sub> الضرائب
				0.003	3.62	6.353E-06	X <sub>5</sub> الإيرادات
				0.002	3.89-	-7.36E-06	X <sub>6</sub> عجز الموازنة

- المصدر: من إعداد الباحثين وفقاً لمخرجات برنامج SPSS.

- نتائج اختبار القدرة التنبؤية للنموذج المقدر:

فيما يتعلق باختبار القدرة التنبؤية للنموذج المقدر بواسطة الصورة الخطية، تم التأكد من القدرة التنبؤية للنموذج المذكور عن طريق اختباري T و Z وذلك من خلال حساب الفرق بين القيم الفعلية Actual لقيم المتغير التابع (الرقم القياسي لأسعار الأسهم) والقيم المتنبأ بها Predicted Values بواسطة النموذج المقدر وذلك من خلال نفس عينة البحث (أي نفس الفترة) وذلك على النحو التالي:

- نتائج اختبار T: حيث تم التوصل إلى أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم الفعلية والمتنبأ بها، وأن قيمة اختبار T لم تبلغ الحد الأدنى الأمر الذي يجعلها دالة عند مستوى معنوية 0.990 على الأقل، بما يؤكد قدرة النموذج على التنبؤ، والجدول رقم (6) يبين نتائج اختبار (T) بين القيم الفعلية والقيم المتنبأ بها.

## جدول رقم (6)

نتائج اختبار (T) بين القيم الفعلية والقيم المتنبأ بها

مستوى الدلالة	قيمة T	القيمة المتنبأ بها للمؤشر		القيمة الحقيقية للمؤشر	
		الخطأ المعياري	المتوسط	الخطأ المعياري	المتوسط
0.990	-0.013	491.014	3019.928	514.976	3017.885

- المصدر: من إعداد الباحثين وفقاً لمخرجات برنامج SPSS.

- نتائج اختبار ولكوكسون:

كما أظهر اختبار ولكوكسون الفرق بين القيمة الحقيقية والقيم المتنبأ بها أنه لا

توجد فروق بينهما، فقد بلغت قيمة (Z) نحو -0.448 وكما تظهره نتائج الجدول رقم (7).

## جدول رقم (7)

نتائج اختبار ولكوكسون

مستوى الدلالة	قيمة Z
0.654	-0.448

- المصدر: من إعداد الباحثين وفقاً لمخرجات برنامج SPSS.

- نتائج اختبار القدرة التنبؤية بواسطة القيمة المعيارية للبوquoi:

فيما يتعلق بتطبيق النموذج المقترح في مجال التنبؤ فإن النتائج المستخلصة

من ذلك التحليل يوضحها الجدول رقم (8)، قام الباحثان باستخدام النموذج المقدر في

التنبؤ بالرقم القياسي لأسعار الأسهم على بيانات الدراسة الممتدة من 1990 وحتى

عام 2015، حيث تم التوصل إلى أن جميع قيم البوquoi المعيارية للرقم القياسي

لأسعار الأسهم الموضحة بالعمود الثاني بالجدول السابق والذي يظهر من خلاله أن

الدرجات المعيارية المرتبطة بالتوزيع الطبيعي تقع بين (-3، +3) مما يعني عدم

وجود أي قيم خارج الحدود (الشاذة) Out Liers الأمر الذي يؤكد أن النموذج المقدر

صالح للتنبؤ.

جدول رقم (8) يوضح القيم الفعلية والمقدرة للرقم القياسي لأسعار الأسهم وقيم البواقي

للفترة (1990-2015)

السنوات (1)	القيمة المعيارية للبيانات (2)	القيمة الفعلية للرقم القياسي لأسعار الأسهم (3)	القيمة المقدرة للرقم القياسي لأسعار الأسهم (4)	قيم البواقي
1990	0.0630-	800.4	853.83	53.43-
1991	0.1594	1000.0	864.77	135.23
1992	0.3549	1290.9	989.81	301.09
1993	0.7377	1580.5	954.71	625.79
1994	0.4279	1430.6	1067.60	363.00
1995	1.2055-	1590.2	2612.88	1022.68-
1996	0.7774-	1530.5	2190.04	659.54-
1997	1.1135-	1690.2	2634.80	944.60-
1998	0.0851	1700.1	1627.89	72.21
1999	0.5472-	1670.4	2134.64	464.24-
2000	0.1746	1830.1	1681.97	148.13
2001	0.4658-	1720.7	2115.87	395.17-
2002	1.0418	2700.0	1816.17	883.83
2003	0.6028-	2610.5	3121.87	511.37-
2004	1.1620	4240.5	3254.74	985.76
2005	1.1020	8190.1	7255.26	934.84
2006	0.4326-	5510.8	5877.81	367.01-
2007	1.5848	7510.9	6166.43	1344.47
2008	1.1559-	6240.3	7220.85	980.55-
2009	0.4665-	5520.0	5915.74	395.74-
2010	1.9764-	5318.0	7305.87	1987.87-
2011	0.6344-	4648.4	5149.29	500.89-
2012	0.8456	4593.9	3883.24	710.66
2013	1.1665	4336.7	3338.4	998.3
2014	0.3970-	4238.0	4588.9	350.9-
2015	0.4332-	3963.0	4308.7	345.7-

-المصدر: من إعداد الباحثين وفقاً لمخرجات برنامج SPSS.

## رابعاً: النتائج والتوصيات

### 1- النتائج:

1-1 صدق تنبؤ الفرض الأول من فروض الدراسة المرتبطة بهذا البحث، حيث تبين وجود علاقات ارتباط متباينة القوة والاتجاه وذات دلالات معنوية بين متغيرات السياسة المالية (إصدار الأوراق المالية الحكومية-إطفاء الأوراق المالية الحكومية-الإنفاق الحكومي-الضرائب-الإيرادات الحكومية-عجز الموازنة) وبين مؤشر سوق عمان المالي (الرقم القياسي لأسعار الأسهم).

1-2 صدق تنبؤ الفرض الثاني من فروض الدراسة التطبيقية المرتبطة بهذا البحث، حيث تم التوصل إلى نموذج انحدار يتصف بقدرات تفسيرية وتنبؤية ذات دلالة معنوية يمكن الاعتماد بها، وأن النموذج يظهر في صورته الخطية بالمعادلة التالية:

$$\hat{Y} = 1180.685 - 5.64E - 06X_1 + 6.017E - 06X_2 + 4.97E - 0.97E - 06X_3 - 4471.445X_4 + 6.353E - 06X_5 - 7.36E - 06X_6$$

وأن هذا النموذج قد اجتاز جميع الاختبارات الإحصائية المتمثلة في (D.W)، (F)، (T) للنموذج والمعالم المقدرة، علاوة على أن النموذج المقدر يفسر نحو 81% من التغيرات التي تحدث في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وهي نسبة عالية يعتد بها في الاعتماد على هذا النموذج لأغراض التنبؤ بقيم المؤشر مستقبلاً.

### 2- التوصيات:

1-2 إن لمتغيرات السياسة المالية قوتها وتأثيرها التفسيري على مؤشر سوق عمان المالي، وفي هذا الصدد يوصي الباحثان الخزانة العامة بأن تأخذ في اعتبارها تأثير تلك السياسة المالية على السوق المالي، فالسوق المالي هو المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي، وللسياسة المالية أثرها في تشغيل الاقتصاد ودوران عجلته بما ينعكس لاحقاً على السوق المالي.

2-2 لتوصيف العلاقة بين مؤشر سوق عمان المالي ومتغيرات السياسة المالية، ولإجراء تقديرات موثوق بها عند قياس أثر متغيرات الساسة المالية على مؤشر سوق عمان المالي، يوصي الباحثان باستخدام النموذج التقديري المشار إليه أعلاه.

2-3 نوصي الباحثين إلى محاولة التعامل مع متغيرات اقتصادية أخرى لم تتناولها الدراسة التطبيقية المرتبطة بهذا البحث، أو التعامل مع نفس متغيرات الدراسة التطبيقية لهذا البحث مع تحديد طبيعة علاقتها بمؤشرات أسواق المال الأخرى بخلاف سوق عمان المالي.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- 1- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 1998.
- 2- أحمد محمد فرحات، عمر فرج القيزاني، توظيف التحليل العاملي الاستكشافي في بناء نموذج مقترح للتنبؤ بمؤشر سوق رأس المال الأردني ولتقييم أدائه، مجلة العلوم الاقتصادية، الجامعة الأسمرية الإسلامية، العدد3، 2014.
- 3- بشير خليفة الزغبى، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 2، 2000.
- 4- بشير خليفة الزغبى، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي، مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد 19، العدد5، 2004.
- 5- حمزة دودين، التحليل الإحصائي المتقدم للبيانات باستخدام SPSS، دار المسيرة، عمان، 2010.
- 6- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2008.
- 7- رنا نافد سوق الطاق، تقلب سعر صرف العملة المحلية وانعكاسه على أسعار وعوائد الأسهم، رسالة ماجستير جامعة اليرموك، قسم العلوم المالية والمصرفية، 2003.
- 8- سمير محمد علي، قياس كفاءة وفاعلية سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي، رسالة دكتوراه اقتصاد، جامعة عين شمس، 2005.
- 9- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 10- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء عمان، 2010.

- 11- عباس كاظم الدعيمي، دور السياسات النقدية والمالية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008.
- 12- عبد الغفار حنفي، البورصات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 13- علي حسن مرير، نموذج مقترح للتنبؤ بمؤشر سوق رأس المال السعودي، رسالة دكتوراه إدارة أعمال، جامعة عين شمس، 2002.
- 14- غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2002.
- 15- فادي بندي، دور المؤشرات المالية والمؤشرات الصادرة عن سوق الأوراق المالية في التنبؤ بالأزمات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2008.
- 16- فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل، عمان.
- 17- محفوظ جودة، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام SPSS، دار وائل، عمان، 2008.
- 18- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005.
- 19- محمود صبح، تقييم المشروعات القائمة والمستمرة، البيان للطباعة، القاهرة، 2004.
- 20- محمود عبدالله الموعد، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2005.
- 21- محمد فلاح محمد الرفاعي، أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير جامعة آل بيت، قسم الاقتصاد، 1999.

- 22- محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 23- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 24- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم المصرية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، الجزء الثاني، العدد الثاني، 2007.
- 25- محمد إبراهيم المغربي، أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، 2007.
- 26- محمد عقله الرواشده، السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير في الاقتصاد، الجامعة الأردنية، 1999.
- 27- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- 28- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 29- مهند أرناؤط، تحليل سلوك أسعار الأسهم، رسالة دكتوراه إدارة الأعمال، جامعة دمشق، 2008.
- 30- نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، الجندي للطباعة والنشر، حلب، 2006.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Ahmet Buyuksalvarci, The Effects of Macroeconomics Variables on stock Returns: Evidence From Turkey European Journal of Social Science Volume 14, Number 3, 2010.

- 2- Aisyah Rahman, Noor Sidek and Fauzih Taffri, Macroeconomic Determinants of Malaysian Stock Market, Africa Journal of Business Management, Vol. 3, 2009.
- 3- Camplell Harvey and Roger Huany, The Impact Of the Federal Reserve Bank Open Market Operations, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No.4663, February1994.
- 4- Dan French, Security and portfolio Analysis: Concepts and Management, OH: Merrill pup, 1989.
- 5- Emmanule Daferghe and Samuel Aje, An Impact Analysis of Real Gross Domestic Product Inflation Rates on Stock Prices of Quoted Companies in Nigeria, International Research Journal of Finance and Economic, Issue 25, 2009.
- 6- Fatma Saryal, Inflation Have an Impact on Conditional Stock, Journal of Finance and Economics , Issue 11, 2007.
- 7- Jose Tavares and Rossenl Vakanov, The Neglected Effect of Fiscal Policy on Stock and Bond Return, Annual Conference Paper, No201, UCLA Anderson School of Management Working Paper FEUNL Working No. 413, 2003.

- 8- Lawrence Fisher and James Lorie, Some Studies of Variability of Returns On Investments in common stock, Journal of Business, April 1970.
- 9- Nikiforos Laopodis, Fiscal Policy and Stock Market Efficiency: evidence For the United States, The Quarterly Review of Economic and Finance, Vol.49, Issue2, May 2009.
- 10- Nil Günsel and Sadik Cukur, The Effects of Macroeconomic Factors on the London Stock Returns: A Sectoral Approach, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 10, 2007..
- 11- Stephen Lee and Peter Byrn, Risk Reduction and Real Estate Portfolio size, Journal Managerial and Decision Economics Vol.22, Issue7, Sep 2001.
- 12- Shaharudin. Roselee S, Hon Su Fung, Does Size Really Matter? A Study of Size Effect and Macroeconomic Factors in Malaysian Stock Returns, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 24, 2009.
- 13- Thomas M. Tole, You Can't Diversify Without Diversifying, Journal of portfolio Management, Winter 1982.