جامعة قاصدي مرباح–ورقلة–

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبية

التخصص : تقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالبة: شهرزاد حوبي

بعنوان:

أثر التضخم على عوائد الأسهم

حالة بورصة السعودية للفترة: 2012–2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2016/05/21

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ محمد الهاشمي حجاج.....(أستاذ محاضر, جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور/ إسماعيل بن قانة.....(أستاذ محاضر, جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور/ عبد الكريم بوغزالة.....(أستاذ محاضر, جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2015 / 2016

جامعة قاصدي مرباح–ورقلة–

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبية

التخصص : تقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالبة: شهرزاد حوبي

بعنوان :

أثر التضخم على عوائد الأسهم

حالة بورصة السعودية للفترة: 2012–2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2016/05/21

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ محمد الهاشمي حجاج.....(أستاذ محاضر, جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور/ إسماعيل بن قانة.....(أستاذ محاضر, جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور/ عبد الكريم بوغزالة.....(أستاذ محاضر, جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2015 / 2016

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى قرة عيني التي أحاطتني

و ما زالت تحيطني بحبها و حنانها التي سهرت

على راحتي و دعمتني بدعائها أمي الغالية حفظها الله لي .

إلى من أستمد منه العزيمة و الإرادة إلى من كرس جهده و

سعى في هذه الدنيا و تحمل صعوبة الحياة من أجلي راحتي

و تعليمي إلى من منحني الثقة و عزة النفس أبي الغالي

حفظه الله لي.

والى أخوالي الاعزاء و الذي ساندوني في الحياة كل واحد

باسمه فاطمية،دحمان،فتيحة، محمد،زينب ،جمعة،خديجة،

ع القادر،مولود،أسماء

والى أبناء اخوتي حنين حرمين،ساجدة،محمد سيراج،لينة،جنة

إلي من كانت لي عونا في مسار دراستي ،فتيحة ، فتيحة سماعيلي

،هاجر ،إبراهيم،.....

كما لا أنسى دفعة 2015 تخصص دراسات مالية كمية

وخاصة الدين ساندوني في السراء و الضراء في مشواري

الجـــامعي

و إلىً أقرب الناس إلى قلبي وكل من ساعدني من بعيد أو من قريب

حتى و لو بكلمة أو بابتسامة أو بقليل من الدعاء.

شهرزاد

الشكر

أتوجه بأول شكري إلى المولى عز ووجل الذي أنار دربي
ويسر أمري وأعانني على القيام بهذا العمل المتواضع وكل من ساهم في
إعداد هذه المذكرة وسهر على راحتي بما يخدم مستقبلي نبث لهم أسمى
عبارات الشكر والعرفان.

كما أتوجه بجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف "بن قانة إسماعيل"
الذي لم يبخل عليا بوقته وساعدني في إعداد هده المذكرة

كما أتقدم بالشكر الجزير إلى عمال المكتبة

ودفعة مالية كمية الذين قدموا لي يد المساعدة

وأشكر كامل عمال إدارة قسم علوم التجارية

و كذلك كل من دعا لي بدعوة صادقة من قريب أو من بعيد

ملخص الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى البحث فيما إذا كان هناك أثر التضخم على عوائد الأسهم في القطاعات مدرجة في بورصة السعودية خلال الفترة الدراسة الممتدة من 2012 إلى 2015.

ولتحقيق هدف هذه الدراسة سيتم الاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) باستخدام الأساليب الإحصائية وبرنامج Excel وEviwes9 وفق المعطيات الدراسة لاختبار العلاقة بين معدل التضخم هو متغير المستقل وعوائد الأسهم هو متغير التابع، وقد شملت هذه الدراسة على متغيرات الشهرية لمعدلات التضخم وعوائد الأسهم من 480 قطاعات مدرجة في بورصة السعودية.

وقد توصلت هذه الدراسة على النتائج التالية: لا يوجد أثر لتضخم على عوائد الأسهم، وجود أثر طويل المدى لمؤشر التضخم على عوائد الأسهم، وعدم وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين هذين المتغيرين في القطاعات.

الكلمات المفتاحية : عائد سهم، معدل تضخم، نماذج سلاسل زمنية مقطعية، السببية.

Résumé de l'étude:

Cette étude visait à trouver s'il est l'impact de l'inflation sur les rendements boursiers dans les secteurs énumérés sur la Bourse saoudienne durant la période 2012-2015 à l'étude.

Pour atteindre l'objectif de cette étude sera de compter sur les séries chronologiques modèle CT (Panel) en utilisant des méthodes statistiques et le programme Excel et Eviwes9 selon l'étude de données pour tester la relation entre le taux d'inflation est la variable et le rendement des actions indépendantes est la variable, cette étude a inclus des variables mensuelles de l'inflation et le rendement des actions de 480 secteurs énumérés sur la Bourse saoudienne.

Cette étude a abouti aux conclusions suivantes: Il n'y a pas d'impact de l'inflation sur les rendements des actions, et un impact à long terme sur l'indice d'inflation pour les rendements des actions, et l'absence de deux voies lien de causalité entre ces deux variables dans les secteurs.

Mots clés: actions de dividendes, taux d'inflation, les modèles de séries chronologiques sectionnelles, la causalité.

قائمة المحتويات	الصفحة
إهداء	III
شكر	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال البيانية	IX
قائمة الملاحق	X
قائمة الاختصارات والرموز	XII
مقدمة	أ
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للتضخم وعوائد الأسهم	1
المبحث الأول: الأدبيات النظرية لتضخم وعوائد الأسهم	3
المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية	8
الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر التضخم على عوائد الأسهم	13
المبحث الأول: الطريقة والأدوات	15
المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها	19
خاتمة	34
قائمة المصادر والمراجع	38
الملاحق	41
الفهرس	48

قائمـــة الجـــــداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-2)	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	21
(2-2)	نتائج نموذج التأثيرات تقدير الثابتة (FEM)	22
(3-2)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	23
(4-2)	نتائج الآثار الخاصة بكل قطاع	25
(5-2)	نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM	26
(6-2)	نتائج اختبار Hausman	26
(7-2)	نتائج الاحتمال لاختبارات جذر الوحدة	27
(8-2)	نتائج اختبارات Pedroni للتكامل المشترك	28
(9-2)	نتائج العلاقة السببية بين المتغيرين	28
(10-2)	نتائج تقدير النموذج	29

قائمـــــة الأشكـــــال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-2)	التمثيل البياني النقطي للعلاقة بين المتغيرين	20

قائمـــة الملاحـــق

رقم	عنوان الملحق	الصفحة
1	نتائج تقدير نمادج بانل	41
2	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج	42
3	نتائج اختبارات الاستقرارية	43
4	نتائج اختبارات التكامل المشترك لPedroni	45
5	نتائج اختبارات السببية	45
6	نتائج التقدير النموذج	46
7	البيانات الشهرية لمتوسط عوائد الأسهم القطاعات السوق السعودي (2012-2015)	47
8	بيانات شهرية لمعدلات التضخم في سوق السعودية (2012-2015)	48

قائمـــة الاختصارات والرموز

الدلالة باللغة العربية	الاختصار/الرمز
النموذج الانحدار التجميعي	PRM
النموذج التأثيرات الثابتة	FEM
النموذج التأثيرات العشوائية	REM
اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	DW
معدل التضخم	INF
عائد على السهم	EPS
اختبار مضاعف لاغرنج	LM

مقدمة عامة

أ- توطئة:

تحتل الأسواق المالية مركزا مهما في النظم الاقتصادية المعاصرة لما لها من اثر كبير في النشاط الإقتصادي والإحتماعي في الدول المتقدمة، الأمر الذي حدا بالدول النامية للتفكير في إنشاء أسواق الأوراق المالية حتى تساهم في النشاط الاقتصادي، وهو المكان الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية بين البائع والمشتري بأنواعها تحث قوانين وأحكام، وينقسم هذا السوق إلى سوق أولي يتم فيه إصدار الأسهم لأول مرة وسوق ثانوي يتم فيه التعامل بالأسهم التي سبق إصدارها وهدف كل مستثمر يتداول في هذا السوق هو الحصول على العائد المقدر بقدر المخاطرة، وبالتالي تؤدي إلى جذب مدخرات الإفراد والمؤسسات للاستثمار في الأوراق المالية مقابل الحصول على العائد السنوي، هذه العوائد تتأثر تأثرا كبيرا بالتغيرات التي تحدث في المتغيرات الاقتصادية ومن أهم هده المتغيرات هو التضخم.

تعتبر مشكلة التضخم مشكلة إنسانية عالمية وقديمة بقدم الحياة طهرت بعد أزمة الكساد الكبرى لعام 1929، حيث احتلت هذه الظاهرة مكانة هامة في الدراسات التي كان موضوعها أسعار الأسهم وعوائدها.

ب- الإشكالية الرئيسية:

بناء على ما سبق سنعالج في هذا البحث المعنون ب " أثر التضخم على عوائد الأسهم المدرجة في سوق السعودية"، نقوم بطرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير التضخم على عوائد الأسهم المدرجة في بعض القطاعات بورصة السعودية ؟

ت- الإشكالية الجزئية:

وعلى هذا التساؤل تتفرع أسئلة جزئية كمايلي:

1/ ماهية طبيعة العلاقة التي تأثر بين التضخم وعوائد الأسهم ؟

2/ هل توجد علاقة طويلة المدى بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في بورصة السعودية ؟

3/ هل توجد علاقة سببية للتضخم وعوائد الأسهم في بورصة السعودية ؟

ث- الفرضيات:

للإجابة على الأسئلة السابقة يمكن وضع الفرضيات الدراسة كالتالي:

1/ طبيعة العلاقة التي تأثر بين التضخم وعوائد الأسهم هي علاقة طردية كما قال فيشر في فرضيته إي كلما زاد التضخم بوحدة واحدة يزيد عوائد الأسهم ب0.023 ريال سعودي؛

2/ توجد علاقة طويلة المدى بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في بورصة السعودية؛

3/ لا توجد علاقة سببية التضخم وعوائد الأسهم في بورصة السعودية.

ج- أهمية البحث:

- معرفة مدى تأثير التضخم على عوائد الأسهم؛
- معرفة مدى مساهمة عوائد الأسهم في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية؛
- معرفة مدى تعرض الدول العربية لظاهرة التضخم، لذلك من الضروري دراسة وتحليل استجابة أسواق المالية لهذه الظاهرة.

ح- أهداف البحث:

- تحديد تأثير التضخم على عوائد الأسهم وطبيعة العلاقة التي تربط بينهما في القطاعات؛
- جمع بين السوقين النقدي والرأسمالي في الدراسة؛
- إبراز أهمية التحليل القياسي باستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية "بانل".

خ- مبررات اختيار الموضوع: تم اختيار الموضوع على الطرق التالية:

- يعتبر موضوع التضخم من أهم المشاكل التي عانت به المجتمع الاقتصادي في مجال العلوم المالية؛
- محاولة الإطلاع على الأسواق المالية وكيفية التعامل فيها؛
- إرادة التعمق في مجال تخصصها أكثر من خلال الجوانب المحيطة بهذا الموضوع؛
- الرغبة من معرفة استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية .

د- حدود الدراسة : تمثلت في:

الحدود المكانية: لقد تمت الدراسة على عينة من القطاعات المدرجة في سوق المالي لدولة العربية.

الحدود الزمنية: حددت المدة الزمنية من خلال أربعة سنوات من 2012 إلى 2015.

ذ- منهج البحث والأدوات المستخدمة:

من خلال معالجة هذا الموضوع اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري وهو الفصل الأول الذي اعتمد على الأدبيات النظرية والدراسات السابقة، أما المنهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي وهو الفصل الثاني الذي اعتمد على بعض من القطاعات المدرجة في السوق السعودية باستخدام المنهج الكمي عن طريق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) بالاعتماد على الأساليب المستخدمة والأدوات القياسية وذلك بالاستعانة ببرنامج EXCEL و EVIEWS9.

ر- مرجعية البحث:

تم الاعتماد في الدراسة على مجموعة من المصادر منها: الكتب والرسائل الجامعية، والمجلات العلمية البحث على مواقع الانترنت بالإضافة إلى مؤسسة النقد العربي والقوائم المالية لقطاعات المدرجة في السوق السعودية من أجل الدراسة التطبيقية لقياس العلاقة بين المتغيرين.

ز- صعوبات البحث:

- صعوبة تبويب المعلومة واستخدام البرامج القياسية لنماذج بانل؛
- صعوبة استخراج البيانات من البورصة؛
- صعوبة الربط بين الجانب المالي و الجانب الاقتصادي.

س- هيكل البحث :

لقد تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين وفق منهجية **IMRAD** كالتالي:

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية ويحتوي على المبحث الأول الأدبيات النظرية تم المطلب الأول تناول فيه مفهوم وأنوع وأسباب وأثار التضخم، أما المطلب الثاني تناول فيه مفهوم عائد السهم وأنواعها، أما المطلب الثالث تناول فيه العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، المبحث الثاني للدراسات السابقة ومقارنتها بالدراسة الحالية.

أما الفصل الثاني الدراسة الميدانية ويحتوي على المبحث الأول تناول فيها الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة، أما المبحث الثاني تناول فيه النتائج الدراسة ومناقشاتها وفي الأخير الخاتمة العامة فيها النتائج الفرضيات والآفاق والتوصيات الدراسة.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية والتطبيقية للتضخم وعوائد الأسهم

تمهيد

التضخم من المتغيرات التي تؤثر على الاقتصاد الكلي والتضخم هو عبارة عن الزيادة المستمرة في الأسعار دون أن يقابلها زيادة في الدخل و بالتالي يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم.

تعددت المدارس التي حاولت دراسة حركة أسعار الأسهم وتفسير العلاقة التي ترتبط بين الأسعار والتضخم هو أحد أهم المشكلات التي يعاني منها النشاط الاقتصادي ككل في الدول المتقدمة والنامية.

وبناء على ما سبق، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم حول كل من التضخم وعائد السهم، كذلك التطرق إلى العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم وفي الأخير الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع وكان تقسيم الفصل كالتالي:

- ✓المبحث الأول: الأدبيات النظرية – الإطار المفاهيمي للدراسة–
- ✓المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية – الدراسات السابقة للموضوع–

المبحث الأول: الأدبيات النظرية

نهدف من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم التضخم وأنواعه و أهم أسبابه وأثاره الاقتصادية والمالية، وأخيرا أهم مفاهيم حول العائد ومخاطر الأسهم والعلاقة مابين التضخم وعوائد الأسهم.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول التضخم

يعتبر التضخم من أهم الظواهر التي يعاني منها بلدان العالم كله خاصة في الوقت الراهن، وبالرغم من التركيز والاهتمام بهذه الظاهرة من قبل الاقتصاديين .

الفرع الأول:تعريف وأنواع التضخم

أولا: تعريف التضخم

يوجد هناك عدة تعاريف للتضخم، إي أنه لا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفه ولكن لا اختلاف من المنظور الذي يطلق عليه، ومن هنا نذكر أبرزها فيمايلى:

- ✓ التضخم هو الارتفاع الدخول النقدية أو عنصر من عناصر الدخل النقدي مثل الأجور أو الأرباح؛[1]
- ✓ التضخم هو كل زيادة في كمية النقد المتداول تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار؛[2]
- ✓ التضخم هو الارتفاع المستمر المحسوس في المستوي العام للأسعار أو معدل الأسعار؛[3]
- ✓ التضخم هو حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض؛[4]

من خلال التعريف السابقة نلخص تعريف شامل للتضخم، ويمكن القول بأن التضخم هو ظاهرة نقدية متمثلة في الارتفاع العام لمستوى الأسعار، معبرا عنها بالنقود وذلك نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد، أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القدرة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية.[5]

---

[1] – د/ وضاح نجيب رجب، **التضخم و الكساد**، الأسباب و الحلول، وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الاولي2010 ص19.

[2] – د/ عناية غازي حسين، **التضخم المالي**، الإسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة، 2000 ص14.

[3]-Gandener Ackley.**macro cconomic**. theorie.1961, P: 422.

[4] –حسين بن سالم جابر الزبيدي، **التضخم والكساد**، عمان مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي 2011 ص 32.

[5] –كلثوم سالمي، **أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2000–2012**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2015. ص3.

ثانيا: أنواع التضخم

هناك أنواع عدة للتضخم نستعرضها في مايلي :

- **التضخم الأصيل:** يتحقق هذا النوع من التضخم حين لا يقابل الزيادة في الطلب الكلي زيادة في معدلات الإنتاج مما ينعكس أثره في ارتفاع الأسعار؛[1]
- **التضخم الزاحف:** يقصد به ارتفاع بطي مستمر في المستوي العام للأسعار، على مدي فترة زمنية طويلة، وهذا النوع من التضخم يحصل عندما يزداد الطلب بينما العرض أو الإنتاج ثابت (مستقر) فيؤدي إلى ارتفاع في الأسعار؛
- **التضخم المكبوت:** وهي حالة يتم خلالها منع الأسعار من الارتفاع من خلال سياسات تتمثل بوضع ضوابط وقيود تحول دون اتفاق كلي وارتفاع الأسعار؛
- **التضخم المفرط:** وهي حالة ارتفاع معدلات التضخم بمعدلات عالية يترافق معها سرعة في تداول النقد في السوق، وقد يؤدي هذا النوع من التضخم إلى انهيار العملة الوطنية.

الفرع الثاني: أسباب و أثار التضخم

أولا: أسباب التضخم

ينشأ التضخم بفعل عوامل اقتصادية مختلفة ومن أبرز هذه الأسباب مايلي:

1/ التضخم الناشئ عن التكاليف: ينشأ هذا النوع بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية في الشركات الصناعية أو غير الصناعية، كمساهمة إدارات الشركات في رفع رواتب وأجور منتسبيها من العاملين ولاسيما الذين يعملون في المواقع الإنتاجية والذي يأتي بسبب مطالبة العاملين برفع الأجور؛

2/ التضخم الناشئ عن الطلب: ينشأ هذا النوع من التضخم عند زيادة حجم الطلب النقدي والذي يصاحبه عرض ثابت من السلع والخدمات، إذ أن ارتفاع الطلب الكلي لا تقابله زيادة في الإنتاج، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار؛[2]

3/ التضخم المستورد: يعرف هذا التضخم على أنه الزيادة المتسارعة و المستمرة في أسعار السلع والخدمات النهائية أو المستوردة كالملابس الجاهزة ...اخ، هو التضخم في دولة ما، ناجم عن ارتفاع الأسعار في الأسواق الخارجية التي تعتمد عليها الدولة في وارداتها؛[3]

[1] –نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، **التضخم الاقتصادي**، دولة الكويت، أكتوبر 2012، السلسلة الخامسة، العدد3.ص 4.

[2] –منتدي الاعمال الفلسطيني، **التضخم الاقتصادي..حالات ومفاهيم**، قسم البحوث والدراسات الاقتصادية، أبريل 2011ص7.

[3] – د/ وضاح نجيب رجب، **التضخم و الكساد**، المرجع السابق، ص75.

ثانيا: آثار التضخم

هناك العديد من الآثار للتضخم، مثلها بالآتي :

- **أثر التضخم على الأسعار**: إي أن ارتفاع الأسعار أثر للتضخم وليس هو التضخم بذاته، وهو الخلل بين الطلب الكلي والعرض الكلي ويؤدي هذا الخلل إلى ارتفاع مستوي الأسعار، وينعكس ارتفاع الأسعار سلبيا على القدرة الشرائية لأصحاب الدخول الثابت؛
- **أثر التضخم على الإنتاج**: ينتج عن التضخم آثار سلبية على الإنتاج، إي أن التضخم يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وكذلك زيادة في معدلات الأرباح للمنتجين، وزيادة الأربح التجارية؛[1]
- **أثر التضخم على ميزان المدفوعات**: حيث يوثر التضخم سلبيا على ميزان المدفوعات لان الدولة التي تعاني من ارتفاع الأسعار نجد أن منتجاتها تفقد قدرتها على المنافسة وبذلك تزداد وارداتها وتقل صادراتها وفي الأخير يحدث عجز في ميزان المدفوعات.[2]

المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول عوائد الأسهم

نهدف من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم العائد الأسهم وطريقة حسابه وأخيرا مفهوم المخاطرة وأنواعها وطرق حسابها.

الفرع الأول: مفهوم العائد السهم وطريقة حسابه

أولا: مفهوم العائد على السهم

1/تعريف العائد: هو الفائدة أو ربح على الأسهم الذي يدفع لك عن استثمارك، ويمكن أن يختلف في أهميته اعتمادا على احتياجاتك، أو هو الزيادة المتوقعة في المبلغ المستثمر.[3]

2/ **تعريف العائد على السهم**: هو مبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المكافأة التي ينتظرها كل المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة.[4]

[1] – د/ وضاح نجيب رجب، **التضخم و الكساد**، المرجع السابق، ص85.

[2] – سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006ص46.

[3] – د.حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع الأردن–عمان، الطبعة الأولي 2008،ص207.

[4] - Gangadhar.v.& Ramesh babu .**G.(investment managemnt)**.anmol pulications.PVT. LTD (2006). P ;28.

ثانيا: طريقة حسابه

ويمكن حسابه من خلال العائد محقق خلال فترة الاحتفاظ بالسهم وفق العلاقة الثالية:

$$R_i = D_t + (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

حيث: R_i: عائد السهم في فترة الاحتفاظ؛

D_t: التدفقات الجارية (العائد الجاري)؛

Pt: سعر السهم في التاريخ t (البيع)؛

Pt-1: سعر السهم في التاريخ t_{-1} (الشراء).[1]

الفرع الثاني: مفهوم المخاطرة أنواعها

أولا: تعريف المخاطرة

هي احتمال خسارة بعض أو كل استثمارك، فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر،[2] وكذلك هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلا.[3]

ثانيا: أنوع المخاطرة

تتكون المخاطر المرتبطة باستثمار معين من عنصرين هما:

1/ المخاطر النظامية: وهي المخاطر التي تمس عوائد كافة الأصول المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لهذه الأوراق، لا يمكن التخلص منها بالتنويع،[4] أو بعبارة آخر هي المخاطر المسببة لتشتت عوائد الأصول المالية ككل (بدون استثناء) وبدرجات متفاوتة، ومن هذه المخاطر نذكر خطر سعر الفائدة، خطر انخفاض القوة الشرائية (خطر التضخم)، المخاطر السوقية ... إلخ، وتقاس بواسطة معامل بيتا (β).[5]

[1]- محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، ط1، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص112.

[2] -د.حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، المرجع السابق،ص207.

[3] – حرية الشريف، **عائد ومخاطرة الاستثمار وكيفية قياس**، الجامعة الاسلامية–غزة–الدرسات العليا ماجستير محاسبة وتمويل، فلسطين–غزة–يناير2005 ص5.

[4] - عبد الرزاق كبوط، **محاضرة في مقياس النظرية المالية**، جامعة الجزائر، للموسم الجامعي 2009–2010ص4.

[5] – هندي منير، **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008،ص229.

2/ المخاطر غير المنتظمة: فهي مخاطر تختلف من منشأة لأخرى، وترتبط بحجم المخاطر الناشئة عن ظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، فقد تحدث بعض الاضطرابات التي تؤثر على فرع معين فتؤثر على القيمة السوقية لسهم الشركة المعنية، ومن بين أهم هذه المخاطر نلمس خطر الصناعة، المخاطر الإدارية، ... إلخ، وتقاس بواسطة الانحراف المعياري.[1]

المطلب الثالث: العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم

تعتمد الدراسات الاقتصادية لتحليل العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم على اتجاهين أساسيين

الأول: فرضية" فيشر "التي تفترض أن معدلات العوائد الاسمية للأسهم تساوي معدلات العوائد الحقيقية + معدل التضخم المتوقع:

$$R = P + E(I)$$

حيث :R :معدل العائد الاسمي، و P :معدل العائد الحقيقي، I و E (I) :معدل التضخم المتوقع.

تفترض الصيغة الرياضية السابقة أن معدل التضخم المتوقع يكون مساوياً للواحد الصحيح، أي أن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بمعدل يساوي معدل التضخم المتوقع، لذلك فإن توزيعات الأسهم سترتفع في أوقات التضخم بنسبة تكافئ انخفاض القوة الشرائية بسبب التضخم، ما يعني أن فرضية " فيشر " تذهب إلى أن الأسهم وسيلة تحوط تجاه التضخم، إلا أن فرضية "فيشر "لم تُعنَ بمعدل العائد المطلوب من قبل حاملي الأسهم، وهو العامل الأكثر أهمية بالنسبة إلى المستثمرين، فعندما يرتفع معدل التضخم فإن المستثمرين سوف يقومون بطلب معدل عائد على الأسهم أعلى بالمقدار نفسه لتحقيق معدل العائد الحقيقي ذاته.

الثاني: فرضية " فاما " وتفترض وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، فالعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الحقيقية مثل الناتج المحلي، والإنفاق الاستثماري، ومعدل العائد الحقيقي على رأس المال، وبين عوائد الأسهم علاقة طردية، كما أن العلاقة بين هذه المتغيرات والتضخم علاقة عكسية، لذلك فالعلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم هي علاقة عكسية.[2]

وجاءت دراسة تحمل هذا المعني فاعتمد على بيانات تؤكد ذلك حيث أن:

- التضخم يرتبط ارتباطا عكسيا بكل هذه المتغيرات وذلك انطلاقا من أفكار النظرية الكمية للنقود، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلب تدخل البنك المركزي من خلال السياسة النقدية لامتصاص الفائض، ومن أهم إجراءات هذه السياسات سياسة رفع أسعار الفائدة وهذا الأخير يمثل عائقا أمام الاستثمار والإنتاج، وبالتبعية يستنتج فاما وجود علاقة عكسية حتمية بين عوائد الأسهم والتضخم؛
- أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية مثل الإنتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال.[3]

[1] –هندي منير، **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، المرجع السابق، ص229.

[2] –د.حاتم أحمد عديلة، **تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي**، مدرس الاقتصاد، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية جمهورية مصر العربية، رؤى إستراتيجية، أكتوبر 2014ص10-11.

[3] فاخر عبد الستار حيدر، **التحليل الاقتصادي لتغيرات الأسعار الأسهم منهج الاقتصادي الكلي**، دار المريخ للنشر، مملكة عربية السعودية، 2002 ، ص69.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

نطرح في هذا المبحث بعض الدراسات السابقة التي لها علاقات ذات صلة بالموضوع سواء من الناحية النظرية أو التطبيقية.

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

1/ **دراسة: هاجر شنيني(2014)**:[1]

هدفت هذه الدراسة إلى البحث فيما إذا كان هناك أثر لسياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في شركات مدرجة في بورصة الكويت لقطاع الصناعة وذلك خلال فترة (2010-2012)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بحيثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد تم الاعتماد على الأسلوب الإحصائي (الانحدار الخطي البسيط) لتفسير العلاقة بين الاستدانة وعوائد الأسهم، وقد شملت عينة الدراسة على 34 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة الكويت.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات وبين عوائد الأسهم.

2/ **دراسة: قريدة السايح(2014)**:[2]

هدفت هذه الدراسة في شقها النظري إلى التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي ومدى تأثيره على عائد السهم وصولا إلى المخاطر المالية التي لها علاقة بهذه الدراسة مع محاولة إعطاء الصورة المثالية لهيكل رأس المال، حيث اعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لإختبار العلاقة بين الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية (DR) من جهة والمخاطر النظامية (Beta) والمخاطر الكلية (δ) وربحية السهم الواحد (EPS) من جهة أخرى، بالتطبيق على عينة متكونة من 31 شركة من الشركات العامة المساهمة في سوق دبي للأوراق المالية للفترة من 2010 -2012.

ومن أجل التوصل إلى نتائج الدراسة تم إستخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لإجراء إختبار فرضيات الدراسة، حيث أشارت نتائج البحث إلى أن نسبة الرفع المالي ذات دلالة معنوية وفسرت 0.76 % من التغيرات التي تحصل في المخاطر النظامية وفسرت % 0.55 من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، كما وأشارت نتائج البحث إلى أن الرفع المالي مقاس بنسبة المديونية لها تأثير في عائد السهم من الأرباح المحققة حيث فسرت % 30.7 وهي علاقة قوية وموجبة.

---

[1] هاجر شنيني ، **أثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في شركات المدرجة في السوق المالي** "دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي للفترة 2010-2012 " مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، غير منشورة، ورقلة، 2014.

[2] قريدة السايح ، **محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم** ،دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2012،رسالة الماستر ،جامعة ورقلة 2014/2013.

3/ دراسة: سمية بلجبلية(2010):[1]

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين أثر التضخم على عوائد الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة من الشركات في قطاع الصناعة والخدمات والبنوك والتأمين، وذلك خلال الفترة 1996-2006، ولمعالجة هذا الموضوع اعتمدت الباحثة على البيانات المتماثلة في متوسط العائد لكل قطاع، كما إستخدمت نموذج لدراسة الارتباط بين متغيرات الظاهرة لمعرفة العلاقة بينهما أي المستقل والتابع، فتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج منها: أنه وجود علاقة عكسية قوية بين التضخم وعوائد الأسهم، وجود علاقة طردية متوسطة القوة بين معدلات التضخم في الأردن، أما القطاع الصناعي كان ارتباط عوائد الأسهم سالبا مع معدلات التضخم وهذا دليل على وجود علاقة عكسية، لذلك فإن أسهم هذا القطاع في بورصة عمان لا تشكل أي حماية مخاطر التضخم بل العكس، أظهر معامل الارتباط العلاقة بين عوائد أسهم كل من قطاعات التامين الصناعة الخدمات المدرجة في بورصة عمان ومعدل التضخم متوسطة القوة، سواء كانت هذه العلاقة طردية أو عكسية.

4/ دراسة: سعيد هتهات(2006):[2]

هدفت هده الدراسة لاختبار على دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، وقد شملت هده الدراسة على متغيرات الشهرية لمعدلات التضخم لمؤشرات أسعار الاستهلاك (السلسلة محل الدراسة) في الفترة الممتدة من جانفي 1990 إلى ماي 2005، كما استخدم نموذج ARCH والنموذج الخطية وغير الخطية للسلاسل الزمنية، فتوصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

-التضخم في العصر الحديث لا يفسر على أنه ظاهرة صلب فقط؛

-التضخم في الجزائر خلال الفترة 1988-2004 مستمر ومتقاوت الحدة بلغ نحو 30%؛

-هناك اختلاف بين نموذجي ARMA و ARCH.

[1] -سمية بلجبلية ، **أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2006-1996**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة المنتوري قسنطينة، الجزائر، 2010.

[2] -سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006.

المطلب الثاني :الدراسات باللغة الأجنبية

1/ دراسة Thanabalasingam Vinayagathasan (2013)[1]

هدفت هذه الدراسة للعلاقة بين عتبة التضخم والنمو الاقتصادي للبلدان النامية في قارة آسيا، ولمعالجة هذا الموضوع تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة من نمادج بانل الديناميكي، وقد شملت عينة الدراسة على 32 دولة خلال الفترة 1980-2009.

وتوصلت نتائج هذه الدراسة الى: - وجود العلاقة غير خطية بين التضخم والنمو الاقتصادي؛

-عتبة التضخم تقريبا 5.43 %.

2/دراسة Geetha, Mohidin, Chandran, and Chong (2011) [2]

هدفت هذه الدراسة الى العلاقة بين كل من العوامل المؤثرة (معدل التضخم المتوقع، ومعدل التضخم غير المتوقع، وسعر الصرف، وسعر الفائدة، والناتج المحلي الإجمالي) على أسعار الأسهم في كل من ماليزيا، والولايات المتحدة الأمريكية، والصين.ولمعالجة الموضوع تم استخدام أسلوب التكامل المشترك ومنهج تصحيح الأخطاء.

وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى : -وجود علاقة في الأجل الطويل بين المتغيرات المستخدمة وأسعار الأسهم؛

-عدم وجود علاقة في الأجل القصير باستثناء العلاقة بين التضخم المتوقع وأسعار الأسهم في الصين.

3/دراسة S.U.R.Aliyul, (2008)[3]

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أثر التضخم على عوائد الأسهم في سوق كل من البلدين نيجيريا وغانا، باستخدام بيانات السلسلة زمنية شهرية للأسعار الأسهم ومعدلات التضخم (لمدة 3 أشهر) في كلتا البلدين، لمعالجة هذا الموضوع تم استخدام نموذج الانحدار GARCH.

وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى: - التضخم هو واحد من المقومات الأساسية للتقلبات سوق الأسهم في السوقين؛

- يوجد علاقة عكسية ضعيفة ذات دلالة إحصائية بين معدلات التضخم وعوائد أسهم بورصة نيجيريا؛

- يوجد علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية بين معدلات التضخم وعوائد أسهم بورصة غانا.

[1]- Thanabalasingam Vinayagathasan, **Inflation and Economic Growth: A Dynamic Panel Threshold Analysis for Asian Economies,** GRIPS Discussion Paper 12-17,National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS), Tokyo, Japan,2013.

[2] -Caroline Geetha, Rosle Mohidin, Vivin Chandran, Victoria Chong, "The Relationship between Inflation and Stock Market: Evidence for Malaysia, United States, China," **International Journal of Economics and Management Sciences**, Vol. 1, No. 2, 2011.

[3] - S.U.R.Aliyul**, Does inflation has an impact on Stock Returns and Volatility ? Evidence from Nigeria and** Ghana, Department of Economics at Bayero University, KanoNigeria, 2008 **.**

المطلب الثالث مقارنة بين الدراسات السابقة بالدراسة الحالية

نلاحظ أن معظم الدراسات التي أشرنا إليها كانت متنوعة من حيت وجهة تناولها لموضوع التضخم وعوائد الأسهم، ومن خلال الدراسات السابقة سنقوم بذكر أوجه التشابه والاختلاف كمايلي :

- **أوجه التشابه**

- إن أغلب الدراسات السابقة ركزت على عوائد الأسهم منها: شنيني هاجر، سمية بلجيلية، السايح قريدة، Caroline S.U.R.Aliyu1،Geetha, Rosle Mohidin, Vivin Chandran ؛
- نلاحظ أيضا أن تتشابه في المنهج المستخدم، منهج وصفي في جانب نظري ومنهج دراسة حالة في جانب التطبيقي.

- **أوجه الاختلاف**

- هناك اختلاف بين الدراسات في استخدم الأدوات و الأساليب الإحصائية المطبقة و كذلك من حيث الزمان و المكان التي تمت فيه الدراسة؛
- هناك اختلاف بين الدراسات من حيث الهدف والمتغير المستقل في الدراسة.

وما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة أنها طبقت في بورصة السعودية للأوراق المالية من خلال بيانات شهرية لأربعة سنوات من 2012 الى غاية 2015 عن الطريقة المتبعة للدراسة فقد اعتمدنا على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (نموذج بانل)، واعتماد على برنامج Excel 2007 وكذلك eviews9.

خلاصة الفصل

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الأدبيات النظرية فتم التطرق لمجموعة من المفاهيم المتعلقة بالتضخم من تعريفها وأنواعها وأسبابه وأثاره، بالإضافة إلى مفهوم العائد والمخاطرة وأنواعه، تم العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، يمكن تخليص أهم النقاط والنتائج التي تم التوصل لها من خلال هذا المبحث فيما يلي:

1- التضخم هو حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي الناتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض.

2- من ابرز الآثار السلبية التي تنتج عن التضخم فقدان النقود لوظيفتها كمخزن للقيمة مما يدفع بالمستثمرين إلى البحث عن مجالات توظيف في فترات التضخم تمكنهم من الحصول على عائد أعلى يكفي للتعويض عن انخفاض قيمة الدخل.

أما المبحث الثاني فكان بعنوان الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلال استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة ، عيينتها طريقة المعالجة وكدا ذكر أهم النتائج المتوصل لها وفي نهاية كل دراسة تم إعطاء نقد أو إبراز إحدى الجوانب المهملة في الدراسة والتي سيتم تغطيتها في دراستنا.

الفصل الثاني:

الدراسة القياسية لأثر التضخم على عوائد الأسهم

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل الأول إلى الإطار النظري وكذلك الدراسات السابقة، والتي لها صلة بموضوع بحثنا بصفة مباشرة، سنحاول في هذا الفصل دراسة أثر معدل التضخم على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في يسوق السعودية للأوراق المالية.

و لتحقيق ذلك واختبار صحة فرضيات الدراسة تم تقسيم الفصل إلى مبحثين، حيث يتم التطرق بالمبحث الأول إلى منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة لمعالجة المعطيات، أما المبحث الثاني إلى مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين التاليين:

- ✓ المبحث الأول: الطريقة والأدوات.
- ✓ المبحث الثاني: التحليل والتفسير والمناقشة النتائج الدارسة التطبيقية.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

بعد الإتمام من الجانب النظري، ثم التطرق إلى الجانب الدراسة الميدانية للأثر التضخم على عوائد الأسهم، وقد ثم التطرق في هذا المبحث إلى الأسلوب المتبع في الدراسة، ومصادر جمع البيانات مجتمع الدراسة وعينتها وكذا متغيرات والأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة التطبيقية، سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين:

المطلب الأول: طريقة التي اعتمدت عليها في الدراسة

الفرع الأول: المجتمع و العينة الدراسة

يضم مجتمع الدراسة من القطاعات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية لفترة الممتدة من 2012 إلى 2015.

- **نشأة السوق المالي السعودي:**

تم تأسيس السوق السعودي المالي في أواسط الثلاثينات عند تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية ، وبداية الشركات السعودية المساهمة في منتصف عام 1930، عندما تم تأسيس "العربية للسيارات "شركة باسم شركة مساهمة أولا، وبحلول عام 1975 كان هناك حوالي 14شركة عامة، والتوسع الاقتصادي السريع، إلى جانب عودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات الميلادية، ولقد أدت زيادة رأسمال البنوك في عام 1970 إلى إنشاء عدد من الشركات الكبرى والبنوك المساهمة.

ظلت السوق غير الرسمية حتى أوائل عام 1980، عندما شرعت الحكومة في تشكيل سوق منظم للتداول جنبا إلى جنب مع أنظمة المطلوبة، ففي عام 1984 تم إنشاء لجنة وزارية مكونة من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وتشكلت وزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) لتنظيم وتطوير السوق، كانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية التي تتولى مسؤولية تنظيم ومراقبة أنشطة السوق حتى تم تأسيس هيئة سوق المال (CMA)في يوليو 2003تحت قانون سوق رأس المال (CML) بموجب المرسوم الملكي رقم (M/30) هيئة السوق المالية هي المنظم الوحيد والمشرف على سوق رأس المال، تصدر قواعد واللوائح المطلوبة لحماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.[1]

أما العينة الدراسة فتم اختبارها على عشرة قطاعات وهي: البنوك، الصناعات البتر وكيماوية، التأمين، الاستثمار الصناعي، الإسمنت، التجزئة، الطاقة والمرافق الخدمية، الزراعة والصناعات الغذائية، النقل، التطوير العقاري، حيث تم اعتماد على التقرير الإحصائية الشهرية المنشورة في سوق المالية السعودية (التداول)، من أجل اختبار الفرضيات الدراسة سيتم استخراج القيم معدل التضخم وقيم عوائد الأسهم لبيانات شهرية خلال أربعة سنوات وبلغ عددها 480 شهر خلال فترة الدراسة.

[1]- الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة السعودية (2016/04/21) http://www.tadawul.com

تم اختيار العينة على اعتبارات وهي:

- أن تكون مدرجة خلال سنوات الدراسة؛
- لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال الفترة؛
- لم تقم بتوقيف تداول أسهمها خلال الفترة.

الفرع الثاني: طريقة جمع المعطيات و تحديد متغيرات الدراسة

أولا: طريقة جمع المعطيات

لقد تم جمع البيانات عن طريق المصادر الأولية والثانوية المتعلقة بموضوع الدراسة كمايلي:

- ✓ **مصادر أولية:** هي البيانات التي اعتمدت في الجانب التطبيقي من الدراسة تم حصول عليها من خلال الموقع الالكتروني الخاص ببورصة السعودية للأوراق المالية تم استخراج هذه المعطيات من التقرير الإحصائية الشهرية المنشورة في سوق السعودية (التداول) و مؤسسة النقد العربي السعودي؛
- ✓ **مصادر ثانوية:** وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في الجانب النظري وتتمثل في الكتب والمجلات العلمية والمذكرات، كما قمنا بالاطلاع على مختلف الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع التضخم وعوائد الأسهم.

ثانيا: تحديد متغيرات الدراسة

لدراسة العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، تتمثل متغيرات الدراسة فيمايلي:

- **المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع في عوائد الأسهم القطاعات المدرجة في بورصة السعودية، اعتمادا على متوسط عائد السهم خلال الفترة من 2012 إلى 2015، ونرمز له ب EPS؛
- **المتغير المستقل:** يتمثل المتغير المستقل في الدراسة على معدل التضخم الذي يعتبر من أهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم، ونرمز له ب Inf.

المطلب الثاني: الأدوات التي استعانت بها الدراسة

لمعالجة موضوع الدراسة، نتبع الخطوات التالية:

الفرع الأول: الأساليب والأدوات الإحصائية المستخدمة في تحليل النتائج

تسعي الدراسة الحالية إلى اختبار الفرضيات باستخدام النموذج السلاسل الزمنية المقطعية (نموذج بانل) لبعض من القطاعات المدرجة في بورصة السعودية محل الدراسة لتحليل البيانات، ومن ذلك تم استخراج هذه النتائج من البرنامج الإحصائية الثالية: Excel و Eviews9.

الفرع الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل

من خلال إتباع الطريقة المستخدمة في التحليل القياسي بإستخدام السلاسل الزمنية المقطعية (نموذج بانل) في دراستنا و النماذج الأساسية المستعملة في تقديرها:

أولا: تعريف السلاسل الزمنية المقطعية

تعرف بيانات بانل بأنها: مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وعليه فبيانات بانل تجمع بين ثلاثة حدود مع بعض:

- الحد الموضوعي: ويمثل الهدف المدروس (المتغير التابع- متغير الاستجابة) ومحدداته (المتغيرات المستقلة)؛
- الحد الزمني: الفترة الزمنية المدروسة؛
- الحد المقطعي: والذي قد يكون مجموعة دول، محافظات، مؤسسات، اسر أشخاص، سلع...الخ، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل؛

ومن هنا تحليل بانل يتميز على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها.

وعليه يمكن كتابة نموذج بانل بالصيغة الثالية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{i=1}^{k} B_j \; X_{j\,(it)} + \varepsilon_{it} \qquad ,i=1,2,\ldots\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots\ldots,T$$

حيث: y_{it} :تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة iعند الفترة الزمنيةt، $B_{0(i)}$:تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i، B_j :تمثل قيمة ميل خط الانحدار، $X_{j\,(it)}$:تمثل قيمة المتغير التفسيريj في المشاهدة iعند الفترة الزمنية t، وان ε_{it} :تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة العوامل في مثالنا السابق، i هو قيم مقاطع الأماكن، t : هو الزمن.

ثانيا: النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

هناك لنماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) ثلاثة أنواع رئيسة وهي: [1]

- نموذج الانحدار التجميعي PRM

يعتبر هذا النموذج من ابسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات B_0 ثابتة لجميع الفترات الزمنية، وعلية يمكن كتابة هذا النموذج بالصيغة التالية:

[1] زكريا يحيى الجمّال, **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**, المجلة العراقية للعلوم الإحصائية,العدد (21)ص5-9.

$$y_{it} = B_0 + \sum_{i=1}^{k} B_j \; X_{j\,(it)} + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T$$

تستخدم طريقة المربعات الصغرى OLS في تقدير معلمات النموذج في المعادلة.

- نموذج الآثار الثابتة:FEM

هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_i ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية.

وعليه يمكن كتابة هذا النموذج بالصيغة التالية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{i=1}^{k} B_j \; X_{j\,(it)} + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T$$

لتقدير هذا النموذج تستعمل متغيرات وهمية بقدر (n-1) من اجل تفادي مشكل التعددية الخطية التامة, ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية, يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية.

يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable Model). بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج بالشكل الآتي:

$$y_{it} = a_1 + \sum_{d=2}^{N} a_d \, D_d + \sum_{i=1}^{k} B_j \; X_{j\,(it)} + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T$$

حيث يمثل المقدار $a_1 + \sum_{d=2}^{N} a_d \, D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع B_0 ويمكن كتابة النموذج بعد حذف a_1 بالشكل الآتي (Gujarati,2003)، (Greene,2012):

$$y_{it} = \sum_{d=1}^{N} a_d \, D_d + \sum_{i=1}^{k} B_j \; X_{j\,(it)} + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T$$

- نموذج الآثار العشوائية:REM

يعتبر هذا النموذج عكس نموذج التأثيرات الثابتة حيث أن المشاهدات المقطعية والزمنية ما هي إلا معالم عشوائية وعليه فإن متوسطها معدوم وتباينها ثابت حيث يأخذ الثابت فيها الصيغة التالية: [1]

$$B0 = \mu + vi \quad \text{حيث} \qquad i = 1,2,\ldots\ldots,N$$

بتعويض هذه الصيغة B_0 في الصيغة العامة نجد:

[1] عابد بن عابد العبدلي، **محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل**، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1 2010، ص 19

$$y_{it} = \mu + \sum_{i=1}^{k} B_j \; X_{j\,(it)} + Vi + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T$$

علما أن vi تمثل حد الخطأ في مجموع البيانات المقطعية.

لا تصلح طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية، وعليه لتقدير معلمات هذا النموذج بشكل صحيح تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعمة GLS.

المبحث الثاني: عرض نتائج و مناقشة التحليل الدراسة

من خلال المبحث الأول تم التعرف على متغيرات الدراسة، الأن سنتم عرض وتحليل أثر التضخم على عوائد الأسهم كمايلي:

المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج دراسة

بعد جمع البيانات الدراسة يتم الآن عرضها وتحليلها بطرق اللازمة وصياغة النموذج الدراسة كمايلي:

الفرع الأول: تقدير معلامات النموذج

أولا: صياغة النموذج القياسي

من خلال المعادلة الرياضية يمكن كتابة النموذج القياسي كمايلي:

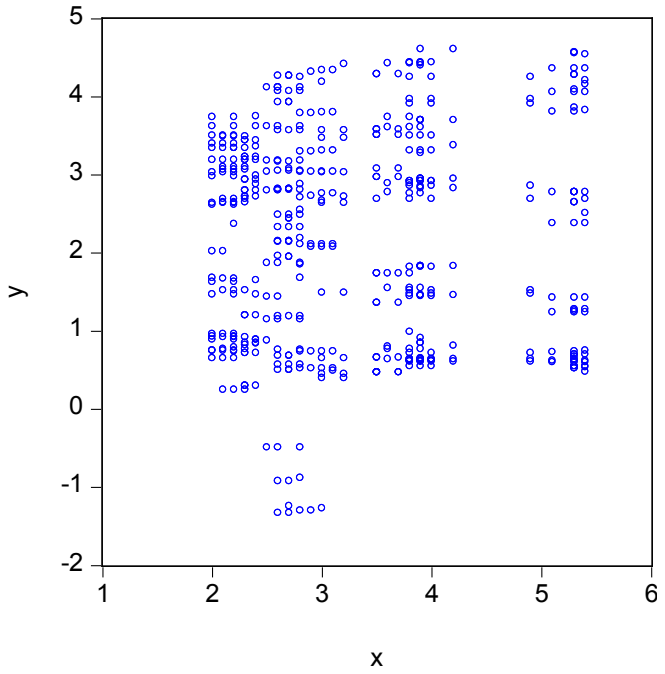
$$EPS = f(Inf)$$

$$Yi\,t = B0(i) + Bj\; xj\,(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\ldots\ldots,10 \quad t=1,2,\ldots\ldots,48$$

حيث: $Y_{i\,t}$:هو المتغير التابع إي عوائد الأسهم، xj :هو المتغير المستقل إي معدل التضخم B_0، B_j : تمثل معلمات النموذج، i هو قيم مقاطع الأماكن، t : هو الزمن.

ثانيا: نتائج التمثيل النقطي لعلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم

الشكل رقم (2-1): التمثيل البياني النقطي للعلاقة بين المتغيرين



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9

يساعد التمثيل النقطي على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال انتشار النقاط، فإذا كان هذا الانتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون علاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة لوغاريتم، من خلال الشكل البياني أعلاه لا يمكن التميز أن هناك علاقة خطية أو غير خطية، وعليه نفترض أنها علاقة خطية بين المتغيرين.

الفرع الثاني: نتائج تقديرات نماذج بيانات المقطعية (التحليل الساكن)

باستعمال التحليل الساكن لنموذج بانل فإنه سينتج لدينا ثلاث نماذج انحدارية هي كالتالي:

☒ **نموذج الانحدار التجميعي (PRM)**

جدول رقم (2-1): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي (PRM)

المتغيرات	المعامل(coefficient)	t-statistic	الاحتمال(Prob)
C	2.122162	10.06531	0.0000
X	0.023202	0.380709	0.7036
R-squared	0.000303		
f-statistic	0.144940		
Prob(f-statistic)	0.703588		
Durbin-watson stat	0.017799		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ملحق(1)

دراسة المعنوية للنماذج:

جزئيا: من خلال جدول أعلاه أن إحصائيات Stndent نلاحظ كمايلي :

$$H_0 : B_i = 0 \qquad H_1 : B_i \neq 0 \qquad \forall i = 0،1$$

بالنسبة B_0 : $|t_c| = 10.06531 > t_{0.05} = 1.96$

نلاحظ أن قيمة Stndent بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.0000 أقل من نسبة المعنوية 0.05)، وهذا يغني نرفض الفرضية العديمةH_0، أي أن للمعلم B_0 ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

بالنسبة B_1 : $|t_c| = 0.380709 < t_{0.05} = 1.96$

نلاحظ أن قيمة Stndent بالقيمة المطلقة أصغر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.7036 أكبر من نسبة المعنوية 0.05)، وهذا يغني ونقبل الفرضية العديمة H_1 ، أي أن للمعلم B_1 ليس له دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

كليا: نلاحظ من خلال إحصائية f-statistic التي تساوي 0.144940 أصغر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر التي تساوي 3.84، (أن إحصائية فيشر ل(Prob(f-statistic أكبر من0.05 (0.703588 ≥ 0.05))، إذن نقبل الفرضية H_1 أي أن ليس للنموذج دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

القدرة التفسيرية:

من خلال الجدول أعلاه أن قيم R^2 تساوى 0.000303 نلاحظ أن X لا يفسير الظاهرةY بنسبة 0% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية ضعيفة جيدا.

مشاكل قياسية :

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع (DW=0.01) ضمن [d_1، 0]، أي وجود إرتباط ذاتي موجب للأخطاء العشوائي كل من المتغير المستقل والتابع، وهدا نرفض الفرضية H_0.

ملاحظة: بما أن العينة أكبر من 30 ومنه أنه توزيع طبيعي.

☒ **نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)**

جدول رقم (2- 2): نتائج نموذج التأثيرات تقدير الثابتة (FEM)

المتغيرات	المعامل(coefficient)	t-statistic	الاحتمال(Prob)
C	2.122162	33.38681	0.0000
X	0.023202	1.262820	0.2073
R-squared	0.910851		
f-statistic	479.1842		
Prob(f-statistic)	0.000000		
Durbin-watson stat	0.199590		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ملحق(1)

جزئيا: من خلال جدول أعلاه أن إحصائيات Stndent نلاحظ كمايلي :

$H_0 : B_i = 0$ $H_1 : B_i \neq 0$ $\forall i = 0،1$

بالنسبة B_0 : $|t_c| = 33.38681 > t_{0.05} = 1.96$

نلاحظ أن قيمة Stndent بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.0000 أقل من نسبة المعنوية 0.05).

وهذا يغني نرفض الفرضية العديمة H_0 ، أي أن للمعلم B_0 ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

بالنسبة B_1 : $|t_c| = 1.262820 < t_{0.05} = 1.96$

نلاحظ أن قيمة Stndent بالقيمة المطلقة أصغر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.2073 أكبر من نسبة المعنوية 0.05)، وهذا يغني ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن للمعلم B_1 ليس له دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

كليا: نلاحظ من خلال إحصائية f-statistic التي تساوي 479.1842 أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر التي تساوي 3.84، (أن إحصائية فيشر لProb(f-statistic) أصغر من0.05 (0.0000 ≤ 0.05))، إذن نرفض الفرضية H_0 أي أن للنموذج دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

القدرة التفسيرية:

من خلال الجدول أعلاه أن قيم R^2 تساوى 0.91 نلاحظ أن X يفسير الظاهرة Y بنسبة 91% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية عالية جيدا.

مشاكل قياسية:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع (DW=0.19) ضمن [d_1، 0]، أي وجود إرتباط ذاتي موجب للأخطاء العشوائي كل من المتغير المستقل والتابع، وهدا نرفض الفرضية H_0.

☒ **نموذج التأثيرات العشوائية (REM)**

جدول رقم (2- 3): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية (REM)

المتغيرات	المعامل(coefficient)	t-statistic	الاحتمال(Prob)
C	2.122162	4.868734	0.0000
X	0.023202	1.262820	0.2073
R-squared	0.003325		
f-statistic	1.594714		
Prob(f-statistic)	0.207270		
Durbin-watson stat	0.195832		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ملحق(1)

دراسة المعنوية لنموذج:

جزئيا: من خلال جدول أعلاه أن إحصائيات Stndent نلاحظ كمايلي :

$H_0 : B_i = 0$ $H_1 : B_i \neq 0$ $\forall i = 0,1$

بالنسبة B_0 : $|t_c| = 4.868734 > t_{0.05} = 1.96$

نلاحظ أن قيمة Stndent بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.0000 أقل من نسبة المعنوية 0.05)، وهذا يغني نرفض الفرضية العديمة H_0 ، أي أن للمعلم B_0 ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

بالنسبة B_1 : $|t_c| = 1.262820 < t_{0.05} = 1.96$

نلاحظ أن قيمة Stndent بالقيمة المطلقة أصغر تماما من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.2073 أكبر من نسبة المعنوية 0.05)، وهذا يغني ونقبل الفرضية H_1 ، أي أن للمعلم B_1 ليس له دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

كليا: نلاحظ من خلال إحصائية f-statistic التي تساوي 1.594714 أصغر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع فيشر التي تساوي 3.84، (أن إحصائية فيشر لProb(f-statistic) أكبر من0.05 (0.207270 ≤ 0.05))، إذن نقبل الفرضية H_1 أي أن ليس للنموذج دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

القدرة التفسيرية:

من خلال الجدول أعلاه أن قيم R^2 تساوى 0.003325 نلاحظ أن X لا يفسير الظاهرةY بنسبة 0% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية ضعيفة جيدا.

مشاكل قياسية:

من خلال جدول أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع (DW=0.19) ضمن $[d_1، 0]$، أي وجود إرتباط ذاتي موجب للأخطاء العشوائي كل من المتغير المستقل والتابع، وهدا نرفض الفرضية H_0.

☒ **نتائج الآثار الخاصة بكل قطاع**

الجدول الموالي يظهر القطاعات وما يقابله من تأثير مرتبة على النحو التالي:

جدول رقم(3-4): نتائج الآثار الخاصة بكل قطاع

الرقم	القطاع	الأثر	B0	الأثر الحقيقي
01	البنوك	0.592926	2.122162	2.715088
02	الصناعات البتروكيماوية	1.534902	2.122162	3.657064
03	التأمين	-1.913606	2.122162	0.208556
04	الاستثمار الصناعي	-0.461132	2.122162	1.66103
05	الاسمنت	1.239625	2.122162	3.361787
06	التجزئة	1.822486	2.122162	3.944648
07	الطاقة والمرافق الخدمية	-1.509783	2.122162	0.612379
08	الزراعة والصناعات الغذائية	0.653021	2.122162	2.775183
09	النقل	-0.413513	2.122162	1.708649
10	التطوير العقاري	-1.544925	2.122162	0.577237

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9

من خلال الجدول أعلاه الذي يبين الآثار العشوائية الخاصة بكل قطاع, حيث نجدها تنحصر مابين قطاع التأمين بأصغر قيمة (0.20) وقطاع التجزئة بأكبر قيمة (3.94).

الفرع الثالث: اختيار النموذج المناسب

هناك ثلاثة نماذج رئيسية لسلاسل الزمنية المقطعية (بانل) وعلى هذا الأساس يتم اختيار النموذج الملائم من خلال عرض أسلوبين هما: الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية ، أما الثاني: أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية .

أولا:أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية:

يتم الاختيار بين النماذج الثلاث باستعمال اختبار مضاعف لاغرنج كمايلي:

H_0 : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم؛

H_1: نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو النموذج الملائم.

الجدول رقم (2-5):نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

نوع الإختبار	قيمة الاختبار	الاحتمال Prob
Breusch-Pagan	9318.940	0.0000
Honda	96.53466	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ملحق(2)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن النموذج الملائم للبيانات المدروسة هو الخيار بين نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية، لأن قيمة اختبار LM أكبر من قيمة الاحتمال Prob ، ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1.

وهنا نلجأ إلى اختبار ثان هو اختبار Hausman للاختيار ما بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية.

ثانيا:أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية :

يستخدم اختبار Hausman لاختيار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية وتظهر نتائج التالي:

H_0 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم؛

H_1: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

الجدول رقم (2-6):نتائج اختبار Hausman

نوع الإختبار	قيمة الاختبار	الاحتمال Prob
Hausman	0.0000	1.0000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ملحق(2)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن اختبارH الذي يتبع توزيع "**كاي مربع**" (درجة واحدة) التي تساوي 0.0000 أقل من قيمة الاحتمال 1.0000, أي أنه نرفض الفرضية العديمة H_0 , وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تقول بأن نموذج الآثار العشوائي هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

ثالثا:نتائج الاختبار الاستقرارية :

من خلال النتائج اختبار جدر الوحدة من كل المتغير المستقل والمتغير التابع كما هو في الجدول التالي:

جدول رقم (2-7): نتائج الاحتمال لاختبارات جذر الوحدة

Hadri	Summary					الاختبارات	
	IPS	PP	ADF	Breitung	LLC	Prob: (0.05)	
0.0000	0.0887	0.4926	0.3273	0.0000	0.0000	X	معدل
0.4290	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	D(X)	التضخم
0.0000	0.4042	0.3136	0.3579	0.0000	0.4368	Y	عوائد
0.4784	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	D(Y)	الأسهم

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماد على مخرجات Eviews9 ملحق(3)

من خلال جدول أعلاه نلاحظ أن نتائج احتمال اختبارات جدر الوحدة لكل من المتغير X والمتغير Y (عوائد الأسهم ومعدل التضخم) أكبر من 0.05، إلا اختبار Breitung و LLC أصغر من 0.05، ومنه نلاحظ أن المتغيرين غير مستقرين عند مستوى 0.05، أما من خلال اختبارات جدر الوحدة عند الفرق الأول لكل من المتغير D(X) والمتغير D(Y) كانت النتائج احتمال جميعها أقل من القيمة الاحتمالية عند مستوي 0.05، أي أن السلسلتين الزمنيتين تستقران عند الفرق الأول وعليه فهما متكاملتان من الدرجة الأولي، إذن يمكن أن نختبر إمكانية وجود تكامل مشترك بين المتغيرين.

رابعا:اختبار التكامل المشترك:

بعد إجراء نتائج اختبار جدر الوحدة ووجود أن السلسلتين الزمنيتين تستقران عند الفرق الأول وعليه يمكن اختبار تكامل مشترك كما هو في الجدول:

جدول رقم (2-8): نتائج اختبارات Pedroni للتكامل المشترك

الاختبارات				الاختبارات المرجحة	
الاختبارات الجزئية		الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال
داخل القطاعات	V.Stat	-0.85110	0.6862	-0.637307	0.7380
	Rho	-18.91821	0.0000	-18.90971	0.0000
	PP	-13.32626	0.0000	-13.32136	0.0000
	ADF	-13.34266	0.0000	-13.33798	0.0000
بين القطاعات	Rho	-16.04084	0.0000		
	PP	-14.65272	0.0000		
	ADF	-14.67205	0.0000		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ملحق(4)

نلاحظ من خلال جدول أعلاه أن 9 الاختبارات Pedroni للتكامل المشترك احتمالهم أقل من 0.05، وقيمتين أكبر من 0.05، وعليه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ومنه أنه هناك يوجد التكامل المشترك بين فرقي المتغيرين في الدراسة.

خامسا:نتائج اختبار السببية

من خلال نتائج الجدول توضيح لنا العلاقة السببية بين المتغيرين كالتالي:

جدول رقم (2-9): نتائج العلاقة السببية بين المتغيرين

الفرضية الصفرية	**F**-stat	**P**rob
D(Y) لايسبب D(X)	0.27379	0.7606
D(X) لايسبب D(Y)	0.14632	0.8639

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ملحق(5)

من خلال جدول أعلاه نلاحظ أن الاحتمال **Prob** في كلا حالتين أكبر من 0.05، وعليه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0، إي أنه لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين.

☒ **تقدير النموذج:**

جدول رقم (2-10): نتائج تقدير النموذج

المتغيرات	المعامل(coefficient)	t-statistic	الاحتمال(Prob)
D(X)	-0.035362	-0.458435	0.6469
R-squared	0.025011		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9ملحق(6)

نلاحظ من خلال جدول أعلاه أن قيمة الاحتمال(Prob) أكبر من القيمة الجدولة 0.05 ومنه نرفض الفرضية العديمة ونقبل الفرضية البديلة، ومنه ليس للنموذج دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05، وقيمة معامل التحديد لتساوي 0.025 نلاحظ أن X لا يفسير الظاهرةY بنسبة 0% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية ضعيفة جيدا.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج الدراسة

بعد ما غرضنا النتائج وتحليليها بالاعتماد على نماذج بانل لاختبار الفرضيات الدراسة، وذلك من خلال استعمال برنامج Eviews9، ومن هنا سنقوم بالتفسير هذه النتائج كمايلي:

الفرع الأول: تحليل نتائج اختبارات المفاضلة

من خلال النتائج اختبارات المفاضلة ما بين النماذج الثلاث نلاحظ أن:

1/ نلاحظ من جدول رقم (2-5) أن قيم احتمالية لاختبار LM كانت أكبر من 0.05، إي نرفض الفرضية العديمة ونقبل الفرضية البديلة، حيث أن:

H_0: نموذج الانحدار التجميعي يناسب دراسة اثر التضخم على عوائد الأسهم؛

H_1: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة اثر التضخم على عوائد الأسهم.

ومنه أن النموذج الانحدار التجميعي هو نموذج غير ملائم وهذا نقبل النموذج الثأتيرات الثابتة أو العشوائية وهو النموذج الملائم للدراسة.

ومن هنا نقوم بالمفاضلة بين النموذجين الثابت أو العشوائي باستعمال نتائج اختبارHausman (هوسمان) كما هو مبين في جدول رقم (2-6)، نلاحظ أن قيمة الاختبار أقل من قيمة الاحتمال0.05 وهذا يدل على قبول الفرضية البديلة ومنه أن النموذج الثاثيرات العشوائية هو النموذج الملائم للدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم.

نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار العشوائي هو النموذج الملائم لدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم لدى القطاعات بورصة السعودية؛ ويرجع ذلك إلى عدم وجود خصائص مشتركة لعينة القطاعات, فهي لا تشترك في كونها قطاعات, فإذا ارتفعت التضخم, قد يؤدي ذلك إلى ارتفاع عوائد الأسهم.

أما من خلال الآثار العشوائية الخاصة بكل قطاع نلاحظ أن درجة القيم العوائد تتفاوت من قطاع إلى قطاع أخر، حيث تم تسجيل أعلى قيمة عائد لقطاع التجزئة ب 3.94 الريال السعودي لسعر الواحد، في حين تسجيل أدني قيمة عائد لقطاع التأمين ب 0.20 الريال السعودي لسعر الواحد.

2/ من خلال جدول الملحق (2) الذي يمثل النموذج الملائم الدراسة، وفي ضوء نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية نلاحظ أن:

-معاملات النموذج منها ما هو معنوي ومنها ماهو غير معنوي، حيث نجد احتمال المعامل الثابت (0.000) أنها أقل من (0.05)، مما يشير إلى أن هذه المعلم لها معنوية إحصائية، بينما احتمال معامل التضخم (0.2073) أنهما أكبر من (0.05)، مما يدل على أنه ليس لها معنوية إحصائية .

-احتمال إحصائية fisher (0.000) أقل من (0.05) تدل على المعنوية الكلية للنموذج، وهذا ما يدل على أن لها معنوية إحصائية ، وبالتالي التضخم له تأثير على عوائد أسهم قطاعات بورصة السعودية.

-الإشارة الموجبة لمعامل التضخم (0.023202) تشير إلى العلاقة الطردية بين التضخم و عائد السهم، أي عند زيادة التضخم بوحدة واحدة ينتج عنه زيادة عائد السهم بـ 0.023202 ريال السعودي وهو يوافق نظرية فيشر.

-قيمة R^2 بلغت 0.9108 أي أن التضخم يفسر عائد السهم بنسبة 91.08% ، وهذا للنموذج قدرة تفسيرية عالية جدا.

-كما يشير الجدول رقم (2-4) إلى التأثيرات العشوائية التي تمثل آثار كافة العوامل العشوائية التي تؤثر في المتغير التابع (عائد السهم)، و لاتتغير عبر الزمن في قطاعات بورصة السعودية.

الفرع الثاني: التحليل التكامل المشترك والعلاقة السببية بين المتغيرين

1/ من خلال الجدول (2-7) ظهرت نتائج أغلب الاختبارات جدر الوحدة لكل متغيرين اكبر من 0.05، وهذا يدل على ذلك متغيرين غير مستقرين، أما عند إجراء فروق من الدرجة الأولى نلاحظ أن جميع الاحتمالات الاختبارات جدر الوحدة لكل من المتغيرين هي اقل من0.05 وهذا يعني أنهما مستقران في نفس الدرجة الأولى، ويدل ذلك على وجود تكامل المشترك بين المتغيرين " إي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرين"، الأمر الذي يشير بنا إلى اختبارات التكامل المشترك.

2/ من خلال جدول رقم (2-8) نلاحظ أن الاختبارات Pedroni أن من بين 11 اختبارا جزئيا، هناك 9 احتمالات أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 إي أنه هناك يوجد تكامل مشترك بين متغيرين، وهذا يدل على وجود تأثير طويل الأجل بين التضخم و عوائد الأسهم.

-طالما أن غالبية الاختبارات دلت على رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة, فليست هناك حاجة تستدعي اللجوء إلى اختبار Hadri.

ومنه نستنتج وجود أثر طويل الأجل للتضخم على عوائد الأسهم لدى القطاعات المدروسة، وهو ما يحقق فرضية الثانية.

3/ من خلال نتائج اختبار علاقة السببية نلاحظ من جدول (2-9) أن في كلا حالتين الاحتمال Prob أكبر من 0.05 وهذا يدل رفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 إي أن التضخم لا يسبب عوائد الأسهم، كما أن عوائد الأسهم لا يسبب التضخم، وعليه أن نتائج اختبار علاقة السببية أنها لا توجد علاقة تأثير وتأثر بين التضخم وعوائد الأسهم.

الفرع الثالث: تحليل نتائج تقدير النموذج

من خلال جدول رقم (2-10) الذي يبين نتائج تقدير النموذج: نلاحظ أن لا توجد المعنوية الإحصائية عند مستوي دلالة 0.05، والإشارة السالبة لمعامل التضخم (Inf=(-0.035362 تشير إلى العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم, فعندما يزيد التضخم بوحدة واحدة ينتج عنه انخفاض عائد الأسهم ب 0.035362 بريال السعودي وهو يوافق نظرية فاما.

خلاصة الفصل

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع، من خلال دراسة تأثير التضخم على عوائد الأسهم المدرجة في القطاعات بورصة السعودية، وذلك من البحث عن النماذج التي تفسرا لعلاقة بين التضخم على عوائد الأسهم .

كمدخل نضري قمنا بعرض بعض المفاهيم حول السلاسل الزمنية المقطعية (بانل)، والنماذج المكونة لها، والبحث عن النموذج الملائم لدراسة موضوعنا، وذلك عن طريق اختبارات المفاضلة بين النماذج، ثم تقدير معلمات النموذج المختار، وبعد إختبارات التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة تم عرض نتائج الدراسة وتحليلها، حيث تبين أنه لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم والعائد على السهم، كما أن العلاقة بين معدل التضخم والعائد على السهم هي علاقة طويل الأجل.

الخاتمة العامة

يعتبر التضخم من أهم المؤشرات الوضع الاقتصادي والمؤثرات به وهو مثله مثل أي حالة أو ظاهرة اقتصادية، وبالعكس أيضا لا يعتبر انخفاض معدلات التضخم وثباته على معدلات متدنية حالة صحية بالضرورة، تناولت هذه الدراسة لمعالجة هذه الموضوع في أثر التضخم على عوائد الأسهم المدرجة خلال الفترة الممتدة من2012 إلى غاية 2015، فهذا البحث كان لمحاولة لدراسة **ما مدى تأثير التضخم على عوائد الأسهم** المدرجة في القطاعات بورصة السعودية وضمن هذه الخاتمة يمكن ذكر نتائج البحث واختبار الفرضيات والتوصيات والاقتراحات وفي الأخير أفاق الدراسة .

وحصلت الدراسة على النتائج التالية:

أولا: نتائج الدراسة:

توصلنا في هذه الدراسة إلى عدة نتائج نلخصها فيمايلي:

- تختلف النظريات المفسرة لأثر التضخم على عوائد الأسهم باختلاف المدارس؛
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعوائد الأسهم أي ليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05؛
- أظهرت نتائج اختبارات التكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين معدل التضخم وعوائد الأسهم لدى عينة من القطاعات المدروسة؛
- أشارت نتائج اختبارات السببية إلى عدم وجود علاقة سببية ذات اتجاهين, بين التضخم وعوائد الأسهم, وهو يتوافق مع بعض النظريات الاقتصادية؛
- أظهرت نتائج المفاضلة بين نماذج "بانل" أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج المناسب لدراسة اثر التضخم على عوائد الأسهم, وذلك للخصوصية التي تتميز بها كل القطاعات؛
- أظهرت نتائج تقدير النموذج أن هناك علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم.

ثانيا: نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

نتائج اختبار فرضيات الدراسة إلى فيما يلي:

حسب الفرضية الأولى:من خلال اختبار معنوية الإحصائية للنماذج خلصت الدراسة أن لا يؤثر التضخم على عوائد الأسهم، لأن عند استخدام النماذج القياسية عدم وجود دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05، ومنه العلاقة التي تربط بين هذه المتغيرات هي علاقة طردية كما قال فيشر في فرضيته، وأيضا هناك علاقة عكسية كما قال فاما في فرضيته، إي وهذا من خلال ما دل عليه النموذج وهو ما يثبت الفرضية الأولى.

حسب الفرضية الثانية: بعد دراسة الإستقرارية لكل متغيرات النموذج اتضح لنا أنه يوجد تكامل مشترك, وبالتالي يوجد علاقة طويلة الآجل بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم, وهو ما يحقق فرضية الثانية.

حسب الفرضية الثالثة: أشارت نتائج اختبار السببية أن هناك علاقة لا تأثير ولا تأثر بين عوائد الأسهم والتضخم, وهو يتوافق مع بعض النظريات الاقتصادية، كما يحقق فرضية الثالثة.

ثالثا: توصيات الدراسة

على ضوء النتائج المستوحات من الدراسة والفرضيات يمكن الخروج بمجموعة من توصيات التالية:

- يجب أخذ كل القطاعات بورصة السعودية بعين الاعتبار عامل التضخّم لأن يؤثر على عائد على السهم تأثيرا سلبيا؛
- قيام الشركات السعودية التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح، والعمل على زيادة نسبة التوزيع؛
- نوصي بإجراء هذا الاختبار لعينة من الشركات لكل قطاع من القطاعات.

رابعا: آفاق الدراسة

على ضوء النتائج الدراسة والفرضيات يمكن الخروج بمجموعة من الآفاق التالية:

- إجراء دراسات حول العوامل المؤثرة على عائد السهم؛
- القيام بدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم باستعمال تحليل المعطيات؛
- دراسة قياسية لأثر التضخم على عوائد الأسهم في البلدان العربية؛
- التوسع عينة الدراسة كل القطاعات بورصة السعودية مع استخدام السلاسل الزمنية المقطعية.

قائمة المراجع

أولا:باللغة العربية

أ- الكتب

1-جابر الزبيدي، **التضخم والكساد**، عمان مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي 2011 .

2-د.حاتم أحمد عديلة، **تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي**، مدرس الاقتصاد، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية جمهورية مصر العربية، رؤى إستراتيجية، أكتوبر 2014.

3- حرية الشريف، **عائد ومخاطرة الاستثمار وكيفية قياس**، الجامعة الاسلامية-غزة-الدرسات العليا ماجستير محاسبة وتمويل، فلسطين-غزة-يناير2005.

4-حسين بن سالم **التضخم والكساد**، عمان مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي 2011 .

5- د.حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع الأردن-عمان، الطبعة الأولي 2008.

6- د/ حسين عناية غازي، **التضخم المالي**، الإسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة، 2000 .

7- عبد الرزاق كبوط، **محاضرة في مقياس النظرية المالية**، جامعة الجزائر، للموسم الجامعي 2009-2010.

8- فاخر عبد الستار حيدر، **التحليل الاقتصادي لتغيرات الأسعار الأسهم منهج الاقتصادي الكلي**، دار المريخ للنشر، مملكة 9عربية السعودية، 2002 .

10-محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، ط1، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.

11- منير هندي ، **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008.

12- د/ وضاح نجيب رجب، **التضخم و الكساد**، الأسباب و الحلول، وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الاولي2010 .

ب- الرسائل والأطروحات الجامعية

13- سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006.

14-سمية بلجبلية ، **أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2006-1996**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة المنتوري قسنطينة، الجزائر، 2010.

15-قريدة السايح ، **محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم ،دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2012**،رسالة الماستر ،جامعة ورقلة 2014/2013.

16-كلتوم سالمي، **أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2000-2012**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2015.

17-هاجر شنيني ، **أثر سياسة الاستدانة على عوائد الأسهم في شركات المدرجة في السوق المالي "دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت المالي للفترة 2010-2012** "مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، غير منشورة، ورقلة، 2014.

ت- المجلات و الدراسات

18-زكريا يحي الجمّال, **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**, المجلة العراقية للعلوم الإحصائية,العدد (21) .

19-عابد بن عابد العبدلي، **محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل**، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1 2010.

20- منتدي الاعمال الفلسطيني، **التضخم الاقتصادي..حالات ومفاهيم**، قسم البحوث والدراسات الاقتصادية، أبريل 2011.

21-نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، **التضخم الاقتصادي**، دولة الكويت، أكتوبر 2012، السلسلة الخامسة، العدد3.

ثانيا:باللغة الأجنبية

22-Caroline Geetha, Rosle Mohidin, Vivin Chandran, Victoria Chong, "**The Relationship between Inflation and Stock Market: Evidence for Malaysia, United States, China**," International Journal of Economics and Management Sciences, Vol. 1, No. 2, 2011.

23-Gangadhar.v.& Ramesh babu .**G.(investment managemnt)**.anmol pulications.PVT. LTD (2006).

24-Gandener Ackley.**macro cconomic**. theorie.1961.

25- Thanabalasingam Vinayagathasan, **Inflation and Economic Growth: A Dynamic Panel Threshold Analysis for Asian Economies,** GRIPS Discussion Paper 12-17,National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS), Tokyo, Japan,2013.

26 - S.U.R.Aliyu1**, Does inflation has an impact on Stock Returns and Volatility ? Evidence from Nigeria and Ghana**, Department of Economics at Bayero University, KanoNigeria, 2008 **.**

ثالثا:الموقع الإلكتروني

27http://www.sama.gov.sa/arsa/Indices/Pages/InflationRate.aspx?Paged=TRUE&p_SAMALastUpdatedDate=20120811%2021%3a00%3a00&p_ID=91&PageFirstRow=46&&View=ebd86a6c-daf7-49ef-8dd8-5b42635be2c2.2016/02/27.11:45

28http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_AewIE8TIwN3vwBLA09vM1dPT5cgAwMzM_3gxCJ9TF0F2brZANs6cSM!/.2016/03/15.

22:06

الملاحق

الملحق رقم (1): نتائج تقدير نمادج بانل

النموذج الثاثيرات العشوائي

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/08/16 Time: 11:49
Sample: 2012M01 2015M12
Periods included: 48
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 480
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.122162	0.435876	4.868734	0.0000
X	0.023202	0.018373	1.262820	0.2073

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1.363625	0.9171
Idiosyncratic random	0.409889	0.0829

Weighted Statistics

R-squared	0.003325	Mean dependent var	0.095311
Adjusted R-squared	0.001240	S.D. dependent var	0.410143
S.E. of regression	0.409889	Sum squared resid	80.30827
F-statistic	1.594714	Durbin-Watson stat	0.195832
Prob(F-statistic)	0.207270		

Unweighted Statistics

R-squared	0.000303	Mean dependent var	2.198875
Sum squared resid	883.6005	Durbin-Watson stat	0.017799

النموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/08/16 Time: 11:43
Sample: 2012M01 2015M12
Periods included: 48
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 480

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.122162	0.210839	10.06531	0.0000
X	0.023202	0.060945	0.380709	0.7036

R-squared	0.000303	Mean dependent var	2.198875
Adjusted R-squared	-0.001788	S.D. dependent var	1.358395
S.E. of regression	1.359609	Akaike info criterion	3.456429
Sum squared resid	883.6005	Schwarz criterion	3.473820
Log likelihood	-827.5430	Hannan-Quinn criter.	3.463265
F-statistic	0.144940	Durbin-Watson stat	0.017799
Prob(F-statistic)	0.703588		

النموذج الثاثيرات الثابت

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/08/16 Time: 11:48
Sample: 2012M01 2015M12
Periods included: 48
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 480

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.122162	0.063563	33.38681	0.0000
X	0.023202	0.018373	1.262820	0.2073

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.910851	Mean dependent var	2.198875
Adjusted R-squared	0.908950	S.D. dependent var	1.358395
S.E. of regression	0.409889	Akaike info criterion	1.076789
Sum squared resid	78.79619	Schwarz criterion	1.172438
Log likelihood	-247.4293	Hannan-Quinn criter.	1.114387
F-statistic	479.1842	Durbin-Watson stat	0.199590
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحف رقم(2): نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-sectio...	Time	Both
Breusch-Pagan	9318.940	25.56821	9344.508
	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Honda	96.53466	-5.056502	64.68482
	(0.0000)	--	(0.0000)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	1	1.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X	0.023202	0.023202	0.000000	1.0000

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/12/16 Time: 09:25
Sample: 2012M01 2015M12
Periods included: 48
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 480

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.122162	0.063563	33.38681	0.0000
X	0.023202	0.018373	1.262820	0.2073

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.910851	Mean dependent var	2.198875
Adjusted R-squared	0.908950	S.D. dependent var	1.358395
S.E. of regression	0.409889	Akaike info criterion	1.076789
Sum squared resid	78.79619	Schwarz criterion	1.172438
Log likelihood	-247.4293	Hannan-Quinn criter.	1.114387
F-statistic	479.1842	Durbin-Watson stat	0.199590
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحف رقم(3): نتائج اختبارات الاستقرارية

Panel unit root test: Summary
Series: D(X)
Date: 05/12/16 Time: 08:48
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.68645	0.0000	10	450
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.41831	0.0000	10	450
ADF - Fisher Chi-square	124.718	0.0000	10	450
PP - Fisher Chi-square	217.247	0.0000	10	460

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: X
Date: 05/12/16 Time: 08:44
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.46450	0.0000	10	460
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.34905	0.0887	10	460
ADF - Fisher Chi-square	22.2467	0.3273	10	460
PP - Fisher Chi-square	19.4524	0.4926	10	470

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(X)
Date: 05/12/16 Time: 08:55
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: None
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-11.7429	0.0000	10	450
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	153.830	0.0000	10	450
PP - Fisher Chi-square	268.707	0.0000	10	460

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(X)
Date: 05/12/16 Time: 08:54
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.70408	0.0000	10	450
Breitung t-stat	-9.67495	0.0000	10	440
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.91072	0.0000	10	450
ADF - Fisher Chi-square	108.707	0.0000	10	450
PP - Fisher Chi-square	188.085	0.0000	10	460

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: X
Date: 05/12/16 Time: 09:18
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 480
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	14.3493	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	14.3493	0.0000

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(X)
Date: 05/12/16 Time: 09:19
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 470
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	0.17897	0.4290
Heteroscedastic Consistent Z-stat	0.17897	0.4290

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: D(X)
Date: 05/12/16 Time: 08:56
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Total (balanced) observations: 440
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Breitung t-stat	-9.67495	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Panel unit root test: Summary
Series: D(Y)
Date: 05/12/16 Time: 09:11
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-22.5032	0.0000	10	460
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-20.4199	0.0000	10	460
ADF - Fisher Chi-square	308.672	0.0000	10	460
PP - Fisher Chi-square	288.812	0.0000	10	460

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: Y
Date: 05/12/16 Time: 09:00
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	0.28614	0.6126	10	460
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.14231	0.5566	10	460
ADF - Fisher Chi-square	17.1471	0.6434	10	460
PP - Fisher Chi-square	22.5081	0.3136	10	470

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(Y)
Date: 05/12/16 Time: 09:13
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-22.2574	0.0000	10	460
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	556.726	0.0000	10	460
PP - Fisher Chi-square	706.176	0.0000	10	460

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(Y)
Date: 05/12/16 Time: 09:09
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-21.6534	0.0000	10	459
Breitung t-stat	-18.3390	0.0000	10	449
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-19.5423	0.0000	10	459
ADF - Fisher Chi-square	277.722	0.0000	10	459
PP - Fisher Chi-square	652.937	0.0000	10	460

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Null Hypothesis: Stationarity
Series: Y
Date: 05/12/16 Time: 09:16
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 480
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.44834	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	6.07733	0.0000

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(Y)
Date: 05/12/16 Time: 09:15
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 470
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	0.05411	0.4784
Heteroscedastic Consistent Z-stat	0.35255	0.3622

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: D(Y)
Date: 05/12/16 Time: 09:08
Sample: 2012M01 2015M12
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 449
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Breitung t-stat	-18.3390	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

الملحف رقم(4): نتائج اختبارات التكامل المشترك لPedroni

Pedroni Residual Cointegration Test
Series: D(X) D(Y)
Date: 04/15/16 Time: 11:55
Sample: 2012M01 2015M12
Included observations: 480
Cross-sections included: 10
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic trend
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 9
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

Weighted Prob.	Weighted Statistic	Prob.	Statistic	
0.7380	-0.637307	0.6862	-0.485110	Panel v-Statistic
0.0000	-18.90971	0.0000	-18.91821	Panel rho-Statistic
0.0000	-13.32136	0.0000	-13.32626	Panel PP-Statistic
0.0000	-13.33798	0.0000	-13.34266	Panel ADF-Statistic

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

Prob.	Statistic	
0.0000	-16.04084	Group rho-Statistic
0.0000	-14.65272	Group PP-Statistic
0.0000	-14.67205	Group ADF-Statistic

الملحف رقم(5): نتائج اختبارات السببية

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 04/15/16 Time: 12:00
Sample: 2012M01 2015M12
Lags: 2

Prob.	F-Statistic	Obs	Null Hypothesis:
0.7606	0.27379	450	D(Y) does not Granger Cause D(X)
0.8639	0.14632		D(X) does not Granger Cause D(Y)

الملحف رقم(6): نتائج التقدير النموذج

-

Dependent Variable: D(Y)
Method: Panel Dynamic Least Squares (DOLS)
Date: 04/15/16 Time: 12:02
Sample (adjusted): 2012M04 2015M11
Periods included: 44
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 440
Panel method: Grouped estimation
Cointegrating equation deterministics: C
Fixed leads and lags specification (lead=1, lag=1)
Long-run variances (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth) used for individual coefficient covariances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.6469	-0.458435	0.077137	-0.035362	D(X)
0.000136	Mean dependent var		0.025011	R-squared
0.186726	S.D. dependent var		-0.072733	Adjusted R-squared
14.92357	Sum squared resid		0.193397	S.E. of regression
			0.032652	Long-run variance

الملحق رقم (7): البيانات الشهرية لمتوسط عوائد الأسهم القطاعات السوق السعودي (2012–2015)

anneé	البنوك	الصناعات و كيماوية	التأمين	الاستثمار الصناعي	الإسمنت	التجزئة	الطاقة والمرافق الخدمية	الزراعة والصناعات الغذائية	النقل	التطوير العقاري
31-01-2012	2.78	4.57	0.67	1.26	4.09	4.28	0.55	2.65	0.7	0.52
28-02-2012	2.78	4.56	0.64	1.28	3.86	4.28	0.55	2.65	0.7	0.52
31-03-2012	2.69	4.54	0.54	1.28	3.83	4.21	0.55	2.51	0.7	0.48
30-04-2012	2.78	4.36	0.75	1.43	4.16	4.06	0.6	2.38	1.24	0.62
31-05-2012	2.78	4.36	0.74	1.43	3.81	4.06	0.6	2.38	1.24	0.62
30-06-2012	2.78	4.36	0.73	1.43	3.81	4.06	0.6	2.38	1.24	0.62
31-07-2012	2.86	3.97	0.72	1.52	3.91	4.25	0.61	2.69	1.48	0.64
31-08-2012	2.86	3.97	0.72	1.52	3.91	4.25	0.61	2.69	1.48	0.64
30-09-2012	2.86	3.97	0.72	1.52	3.91	4.25	0.61	2.69	1.48	0.64
31-10-2012	2.89	3.74	0.8	1.74	3.61	4.43	0.77	2.78	1.55	0.64
30-11-2012	2.89	3.74	0.99	1.74	3.61	4.43	0.77	2.76	1.55	0.64
31-12-2012	2.95	3.7	0.85	1.83	3.61	4.43	0.77	2.76	1.55	0.64
31-01-2013	2.95	3.7	0.91	1.83	3.7	4.61	0.64	2.85	1.46	0.61
28-02-2013	2.95	3.7	0.81	1.83	3.38	4.61	0.64	2.83	1.46	0.61
31-03-2013	2.95	3.7	0.85	1.83	3.28	4.4	0.64	2.83	1.46	0.61
30-04-2013	2.92	3.5	0.65	1.82	3.31	4.44	0.62	2.92	1.45	0.55
31-05-2013	2.92	3.5	0.64	1.82	3.31	4.44	0.62	2.92	1.45	0.55
30-06-2013	2.92	3.5	0.62	1.82	3.31	4.44	0.62	2.92	1.45	0.55
31-07-2013	2.97	3.58	0.47	1.74	3.51	4.29	0.66	3.08	1.36	0.47
31-08-2013	2.97	3.58	0.47	1.74	3.51	4.29	0.66	3.08	1.36	0.47
سبتمبر-30	2.97	3.58	0.47	1.74	3.51	4.29	0.66	2.69	1.36	0.47
31-10-2013	3.03	3.57	0.4	2.64	3.47	4.42	0.65	2.72	1.49	0.45
30-11-2013	3.03	3.57	0.4	2.64	3.47	4.19	0.65	2.67	1.49	0.45
31-12-2013	3.04	3.8	0.49	2.11	3.31	4.34	0.74	2.76	2.08	0.52
31-01-2014	3.04	3.8	-1.27	2.11	3.31	4.34	0.74	2.76	2.08	0.52
28-02-2014	3.04	3.79	-1.3	2.11	3.3	4.32	0.74	2.73	2.08	0.52
31-03-2014	2.88	3.79	-1.3	2.11	3.3	4.25	0.74	2.71	2.19	0.52
30-04-2014	2.81	3.93	-1.33	1.96	3.17	4.27	0.68	2.82	2.15	0.5
31-05-2014	2.44	3.93	-1.33	1.95	3.17	4.27	0.68	2.82	2.15	0.5
30-06-2014	2.44	3.93	-1.24	1.95	3.08	4.27	0.68	2.82	2.15	0.5
31-07-2014	2.49	4.07	-0.92	2.33	3.05	3.57	1.19	2.81	2.14	0.57
31-08-2014	2.49	4.07	-0.92	2.33	3.05	3.57	1.19	2.81	2.14	0.57
30-09-2014	2.49	4.07	-0.88	2.33	3.05	3.57	1.19	2.81	1.85	0.57
31-10-2014	2.55	4.12	-0.49	1.68	3.18	3.62	1.15	3.04	1.87	0.76

30-11-2014	2.8	4.12	-0.49	1.44	3.18	3.62	1.15	4.12	1.87	0.76
31-12-2014	2.8	4.12	-0.49	1.44	3.18	3.62	1.15	3.04	1.87	0.88
31-01-2015	2.88	3.75	0.84	1.65	3.36	3.62	0.89	2.99	1.47	0.89
28-02-2015	2.62	3.74	0.75	1.63	3.34	3.62	0.89	2.98	1.47	0.93
31-03-2015	2.62	3.74	0.75	1.63	3.34	3.62	0.89	2.98	1.47	0.93
30-04-2015	2.64	3.19	0.75	1.68	3.4	3.5	0.65	3.03	2.02	0.96
31-05-2015	2.64	3.19	0.75	1.67	3.4	3.5	0.65	3.03	2.02	0.96
30-06-2015	2.64	3.19	0.74	1.67	3.4	3.5	0.65	3.03	2.37	0.96
31-07-2015	2.69	3.1	0.79	1.52	3.34	3.49	0.25	3.07	2.65	0.92
31-08-2015	2.69	3.1	0.77	1.52	3.34	3.49	0.25	3.07	2.65	0.92
30-09-2015	2.69	3.1	0.77	1.52	3.34	3.49	0.25	3.07	2.65	0.92
31-10-2015	2.72	2.8	0.85	1.2	3.23	3.44	0.3	2.94	3.19	0.72
30-11-2015	2.72	2.8	0.85	1.2	3.23	3.44	0.3	2.94	3.19	0.72
31-12-2015	2.72	2.8	0.82	1.2	3.23	3.44	0.3	2.94	3.19	0.72

الملحق رقم (8): بيانات شهرية لمعدلات التضخم في سوق السعودية (2012–2015)

	2012	2013	2014	2015
جانفي	5.3	3.9	3	2.4
فيفري	5.3	4.2	2.9	2.2
مارس	5.4	3.9	2.8	2
أفريل	5.4	3.9	2.6	2
ماي	5.3	4	2.7	2.1
جوان	5.1	3.8	2.7	2.2
جويلية	4.9	3.5	2.7	2.2
أوت	4	3.7	2.6	2.1
سبتمبر	3.8	3.5	2.8	2.3
أكتوبر	3.6	3.2	2.8	2.4
نوفمبر	3.8	3	2.6	2.3
ديسمبر	3.9	3.1	2.5	2.3

الفهـــرس

الإهداء	III
الشكر والتقدير	IV
الملخص	V
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال البيانية	IX
قائمة الاختصارات	X
قائمة الملاحق	XII
مقدمة	أ
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للتضخم وعوائد الأسهم	
تمهيد	2
المبحث الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية	3
المطلب الأول: مفاهيم عامة حول التضخم	3
الفرع الأول: مفهوم وأنواع التضخم	3
الفرع الثاني: الأسباب ولآثار التضخم	4
المطلب الثاني:مفاهيم حول عوائد الأسهم	5
الفرع الأول:مفهوم العائد السهم وطريقة حسابه	5
الفرع الثاني:مفهوم المخاطرة وأنواعها	6
المطلب الثالث: العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم	7
المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية (الدراسات السابقة)	8
المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية	8
المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية	10
المطلب الثاني: مقارنة الدراسة السابقة بالدراسة الحالية	11
خلاصة الفصل	12
الفصل الثاني: دراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم في سوق السعودية	
تمهيد	14
المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة	15
المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها في الدراسة	15

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة	15
الفرع الثاني: طريقة جمع المعطيات وتحديد متغيرات الدراسة	16
المطلب الثاني: الأدوات التي استعانت بها الدراسة	16
الفرع الأول: الأساليب والأدوات الإحصائية المستخدمة في تحليل النتائج	16
الفرع الثاني:الاطار القياسي المتبع في التحليل	17
المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة	19
المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة	19
الفرع الأول: تقدير معلامات النموذج	19
الفرغ الثاني: نتائج تقديرات نماذج بيانات المقطعية (التحليل الساكن)	20
الفرع الثالث: اختيار النموذج المناسب	25
المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة	29
الفرع الأول: تحليل نتائج اختبارات المفاضلة	29
الفرع الثاني: تحليل تكامل مشترك وعلاقة سببية بين متغيرين	30
الفرع الثالث: تحليل نتائج تقدير النموذج	31
خلاصة الفصل	32
الخاتمة	33
قائمة المراجع	36
قائمة الملاحق	40
الفهرس	49