

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 : حفصة قادري

بعنوان :

## أثر التضخم على عوائد الأسهم

حالة بورصة عمان للفترة بين 2011-2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2017/05/15

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتورة/ حدة فروحات.....(أستاذة محاضرة جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتورة/ لمياء عماني.....(أستاذة محاضرة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

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

السنة الجامعية: 2017/2016



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم 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 : حفصة قادري

بعنوان :

## أثر المخاطر التضخم على عوائد الأسهم

حالة بورصة عمان للفترة بين 2011-2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2017/05/15

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتورة/ حدة فروحات ..... (أستاذة محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتورة/ لمياء عماني ..... (أستاذة محاضرة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

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

السنة الجامعية: 2016/2017



## الإهداء

اهدي هذا العمل الى من علمني مبادئ الحياة ورباني على الصدق و  
الاخلاص الى اللذان واهبا لي الامل ان أعيش والى من قال الله عز وجل وعلا  
" واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا "  
الى اللولدين الكريمين أبي العزيز وأمي الغالية أطال الله في عمرهما.  
والى الذين تعلمت معهم كيف أعيش وتقاسمت معهم الحلوة والمرارة الى اخواتي  
وخاصة اختي الكبيرة التي كانت سندي في كل شيء **فاطمة** وخديجة  
وعبد القادر وياسمين وعبد الكريم وعمر وسمية و هنية و اختي الصغيرة  
نور الانفال.

والى كل أفراد العائلة من قريب وبعيد والى كل الاصدقاء الذي جمعني  
معهم القدر والى كل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلبي

## حفصة

# الشكر

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة

ويسر أمري وأعاني على القيام بهذا العمل المتواضع.

كما أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذة المشرفة "عماني لمياء"

التي لم تبخل عليا بتوجيهاتها ونصائحها القيمة وساعدتني في اتمام هذه البحث

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الذين كانوا عوناً لي في بحثنا هذا ونورا يضيء الظلمة التي كان

تقف أحياناً في طريقي

إلى من زرعوا التفاؤل في دربنا وقدموا لنا المساعدات والتسهيلات والأفكار والمعلومات ربما

دون أن يشعروا بدورهم بذلك فلهم منا كل الشكر.

## ملخص الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى البحث فيما إذا كان هناك أثر للتضخم على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الدراسة الممتدة من 2011 إلى 2015.

ولتحقيق هدف هذه الدراسة تم الاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) باستخدام الأساليب برنامج Eviwes9 وفق معطيات الدراسة لاختبار نماذج أثر التضخم وهو المتغير المستقل وعوائد الأسهم هو المتغير التابع، وقد شملت هذه الدراسة على البيانات الشهرية لمعدلات التضخم وعوائد الأسهم من 12 شركات مدرجة في بورصة عمان.

وقد توصلت هذه الدراسة الى النتائج التالية: يوجد أثر للتضخم على عوائد الأسهم، يوجد نموذج ملائم لدراسة أثر التضخم على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان.

**الكلمات المفتاحية:** تضخم، عائد السهم، سعر السهم، عائد الحقيقي، عائد الإسمي.

## Study Summary:

The aim of this study is to investigate whether there is an impact of inflation on the returns of companies listed on Amman market during the period from 2011 to 2015.

The objective of this study was to rely on the time series model (Panel) using the methods Eviwes9 program according to the study data to test the models of the impact of inflation, the independent variable and returns of shares is the dependent variable, and this study included the monthly data on inflation rates and returns from 12 companies listed in Amman Stock Exchange.

This study found the following results: There is an impact of inflation on stock returns. There is an appropriate model to study the effect of inflation on the returns of shares listed on the Amman Stock

Exchange.

**Keywords:** inflation, Stocks returins, share price, The real returing, The nominal returning.

الصفحة	قائمة المحتويات
III	إهداء
IV	شكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الاختصارات والرموز
X	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
1	<b>الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية للتضخم وعوائد الأسهم</b>
3	المبحث الأول : الأدبيات النظرية للتضخم وعوائد الأسهم
9	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية
14	<b>الفصل الثاني : الدراسة القياسية لأثر التضخم على عوائد الأسهم</b>
16	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في تحليل النتائج
19	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج الدراسة
31	خاتمة
36	قائمة المصادر والمراجع
40	الملاحق
49	الفهرس

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
23	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	(1-2)
24	نتائج نموذج التأثيرات تقدير الثابتة (FEM)	(2-2)
25	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية (REM)	(3-2)
27	نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM	(4-2)
27	نتائج اختبار Hausman	(5-2)

## قائمة الأشكال البيانية

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

## قائمة الاختصارات والرموز

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

## قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم
41	نتائج تقدير نماذج بانل	1
43	نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج	2
45	البيانات الشهرية لمتوسط عوائد الأسهم السوق عمان المالي (2011-2015)	3
47	بيانات شهرية لمعدلات التضخم في السوق عمان المالي (2011-2015)	4

# المقدمة

أ- توطئة:

إن دراسة وتحليل آلية التأثير والعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم من أهم العناصر التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في الأسواق المالية وأسواق الأسهم ومن ثم الاقتصاد ككل.

لقد تم اختيار ظاهرة التضخم لأنها أحد أهم المشكلات التي تعاني منها الدول المتقدمة والنامية، وقد أحيط هذا الموضوع بالكثير من الدراسة والبحث بهدف فهم ظاهرة التضخم والوقوف على أسبابها ومحاولة معالجتها، وتحديد آثارها على القطاعات الاقتصادية المختلفة.

بدأ الاهتمام الفعلي بأثر التضخم على أسواق الأسهم بعد أزمة الكساد الكبرى لعام 1929 حيث احتلت هذه الظاهرة مكانة هامة في الدراسات التي موضوعها أسعار الأسهم و عوائدها، استمدت هذه الفكرة أصولها من المعادلة التي جاء بها الاقتصادي الأمريكي (Fisher)، التي مفادها أن معدل الفائدة الحقيقي يرتبط عكسيا مع معدل التضخم السائد، في المقابل فإن الأسهم العادية تكون توزيعاتها متغيرة وإذا ارتفعت في فترات التضخم بمعدل يفوق (أو يساوي على الأقل) معدل التضخم فهي ستمكن حاملها من التحوط من مخاطر تآكل القيمة الحقيقية للدخول .

تطورت هذه الفكرة من قبل العديد من الاقتصاديين، فمن خلال الأعمال والدراسات التطبيقية التي قاموا بها توصلوا إلى وجود علاقة عكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم، من أهم تلك الدراسات كانت دراسة فاما، والتفسير الذي قدمه هذا الاقتصادي هو أن أسعار و عوائد الأسهم ترتبط طرديا بالمتغيرات الحقيقية للاقتصاد في حين، ترتبط هذه المتغيرات عكسيا بالتضخم وعليه إذا ارتفع معدل التضخم ستخفض عوائد الأسهم بالتبعية .

ففي ظل هذه الدراسات التي تختلف في تفسير لهذه الظاهرة أصبح من الضروري اختبار العلاقة بين التضخم و عوائد الأسهم .وعليه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية .

ب- الإشكالية الرئيسية:

بناء على ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي:

ما مدى تأثير التضخم على عوائد الاسهم في بعض الشركات المدرجة في سوق عمان المالي ؟

## ت- الإشكالية الجزئية:

وعلى هذا التساؤل تتفرع أسئلة جزئية كمايلي :

- هل هناك علاقة بين معدل التضخم وعائد على الاسهم؟ وماهي طبيعة هذه العلاقة ؟
- هل مخاطر التضخم تؤثر على عوائد الاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان ؟
- هل يوجد نموذج ملائم لدراسة اثر التضخم على عوائد الاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان ؟

## ث- الفرضيات:

للإجابة على الأسئلة السابقة يمكن وضع الفرضيات الدراسة كالتالي:

- توجد علاقة بين معدل التضخم وعوائد على الاسهم ، إسنادا الى فرضية فيشر؛
- يؤثر التضخم على عوائد الاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان ؛
- يوجد نموذج ملائم لدراسة اثر التضخم على عوائد الاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان.

## ج- أهمية البحث:

- معرفة مدى تأثير التضخم على عوائد الأسهم ؛
- ربط الجانب الكمي بالجانب النظري ،بحيث جمع بين النظريات الاقتصادية المفسرة لظاهرة التضخم وآثارها والتحليل الإحصائي؛
- الاستفادة من النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة بالنسبة للمهتمين بالأسواق المالية .

## ح- أهداف البحث:

- تحديد تأثير التضخم على عوائد الأسهم وطبيعة العلاقة التي تربط بينهما في الشركات؛
- إسقاط الدراسة على أحد أسواق المال العربية لأن الدول العربية من أكثر الدول تعرضا لظاهرة التضخم وتحليل مدى استجابة أسواقها المالية لهذه الظاهرة؛
- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي.

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

- محاولة التعرف أكثر على الأسواق المالية وكيفية التعامل فيها ؛
- محاولة دراسة هذا الموضوع في بورصة عمان؛
- السعي للتحكم في التقنيات والطرق القياسية المالية.

د- حدود الدراسة: تمثلت في:

الحدود المكانية: لقد تمت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي؛  
الحدود الزمنية: حددت المدة الزمنية من خلال أربعة سنوات من 2011 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 دراسة القياسية في الجانب التطبيقي وهو الفصل الثاني الذي اعتمد على بعض من الشركات المدرجة في السوق عمان المالي باستخدام المنهج الكمي عن طريق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) بالاعتماد على الأساليب المستخدمة والأدوات القياسية وذلك بالاستعانة ببرنامج EXCEL و EIEWS9 .

ر- مرجعية البحث:

تم الاعتماد في الدراسة على مجموعة من المصادر منها: الكتب والرسائل الجامعية، والمجلات العلمية البحث على مواقع الانترنت بالإضافة إلى القوائم المالية لشركات المدرجة في السوق عمان من أجل الدراسة التطبيقية لقياس العلاقة بين المتغيرين.

ز- صعوبات البحث:

- صعوبة تبويب المعلومة واستخدام البرامج القياسية لنماذج بانل؛
- صعوبة استخراج البيانات من البورصة.

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 وأنواع 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 ،هذا الأخير هو واحد من 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 ثم الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع :

✓ المبحث الأول: الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة-

✓ المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع-

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية

تهدف من خلال هذا المبحث التطرق الى مفهوم التضخم وأنواعه وأهم أسبابه وأثاره الاقتصادية والمالية وفي الاخير نتطرق الى اهم المفاهيم حول العائد السهم والمخاطرة والعلاقة بين التضخم وعوائد الاسهم .

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول التضخم

يعتبر التضخم من اهم الظواهر التي يعاني منها العالم كله خاصة في الوقت الراهن ،تختلف النظريات المفسرة لها باختلاف السياسات الاقتصادية المتبعة للحد منها ،حيث أصبح التضخم من أكثر الظواهر الاقتصادية والنقدية ارتباطا بالاقتصاديات المعاصرة سواء المتقدمة منها أو النامية وباختلاف مستويات نموها وتطورها الاقتصادي، برغم من أن التاريخ الاقتصادي حافل بمواضيع الغلاء وتزايد الأسعار وخاصة تلك التي عانت منها المجتمعات الأوربية، إلا أن هذه الظاهرة أخذت تتنامى في أعقاب الحرب العالمية الثانية واشتدت حدتها منذ سبعينات القرن الماضي.

### الفرع الأول: مفهوم وأنواع التضخم

#### أولاً : مفهوم التضخم

يعتبر مصطلح التضخم من أكثر المصطلحات الاقتصادية والنقدية شيوعاً، وقد استخدم هذا المصطلح للتعبير عن عديد من الحالات المختلفة و لوصف ظواهر عديدة، غير ان الشائع هو استعماله للتعبير عن حالة ارتفاع الاسعار وآثارها على قيمة النقود من جهة، وهيكل الانتاج داخل الاقتصاد من جهة أخرى ،قد اكتسبت ظاهرة التضخم أهميتها في الحياة الاقتصادية بسبب ارتباطها الوثيق بالجانب النقدي و الانتاجي،<sup>1</sup> واهتم الاقتصاديون بدراسة هذه الظاهرة بهدف الوصول الى تعبير وتحديد تعريفات دقيقة لها ومن هنا نذكر أبرزها فيمايلي :

- ✓ التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار او الانخفاض المستمر في قيمة النقد؛<sup>2</sup>
- ✓ التضخم هو حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض

3؛

<sup>1</sup> ناظم محمد آلشمري،محمد موسى،مدخل علم الاقتصاد ،طبعة الثالثة ،دار زيران لمنشر والتوزيع ،عمان، 2001 ،ص 458 .

<sup>2</sup> وضاح نجيب رجب،التضخم والكساد،الاسباب والحلول وفق مبادئ الاقتصاد الاسلامي ،دار الفانوس للنشر والتوزيع الطبعة الاولى 2010 ص 9

<sup>3</sup> حسين بن سالم جابر الزبيدي ، التضخم والكساد ، عمان مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى 2011 ص3

✓ التضخم هو الارتفاع في الاسعار والذي يظهر من خلال الرقم القياسي للأسعار مستمرا<sup>1</sup>؛ من خلال التعريفات السابقة يمكن أن نلخص تعريف شامل للتضخم، ويمكن القول ان التضخم هو عبارة عن 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 الاساسية لهذه الظاهرة انخفاض القدرة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية .

### ثانيا :أنواع التضخم

تم تحديد العديد من أنواع التضخم ونذكر منها ما يلي :

1. **التضخم المكبوت** : هو حالة يتم من خلالها منع الاسعار من الارتفاع بإصدار الدولة نقودا دون غطاء بهدف الإنفاق العام للدولة<sup>2</sup>.
2. **التضخم الركودي** : ويتمثل بفترة ركود الطلب، فيها ينخفض الانتاج، إذا كان هناك احتكار كامل فلا يمكن إجبار الشركات المبتكرة على التخفيض، مما يؤدي الى ارتفاع الاسعار مع ارتفاع معدلات البطالة .
3. **التضخم الزاحف** : وهو ناتج عن ارتفاع الأجور بنسبة أعلى من زيادة الانتاج وهو تضخم تدريجي وبطيء، ترتفع فيه الاسعار بمعدلات صغيرة لذلك فهو يستغرق فترة زمنية طويلة حتى يظهر<sup>3</sup>.
- التضخم الاصيل** :يتحقق هذا النوع من التضخم حين لا يقابل الزيادة في الطلب الكلي زيادة في معدلات الإنتاج مما ينعكس أثره في ارتفاع الاسعار<sup>4</sup>.

### الفرع الثاني : أسباب وأثار التضخم:

#### أولا : أسباب التضخم

ينشأ التضخم من خلال عدة عوامل اقتصادية مختلفة ومن أبرز هذه الاسباب مايلي:

1. **التضخم الناشئ عن الطلب** : وهذا النوع من التضخم يصاحبه زيادة في الطلب مع ثبات الانتاج مما يؤدي الى ارتفاع في الاسعار؛

<sup>1</sup> أحمد محمد صالح الجلال، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماجستير، غير منشورة، 2005، جامعة الجزائر، ص 20.

<sup>2</sup> وضاح نجيب رجب، التضخم والكساد، المرجع السابق، ص 23

<sup>3</sup> كلثوم سالمي، أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية الاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2012 – 2000، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2015، ص4

<sup>4</sup> نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، التضخم الاقتصادي، دولة الكويت، أكتوبر 2012، السلسلة الخامسة، العدد.3 ص4

2. **التضخم الناشئ عن التكاليف** : ينشأ هذا النوع بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية في الشركات الصناعية أو غير الصناعية ، في رفع رواتب وأجور متسببها من العاملين ولاسيما الذين يعلمون في المواقع الإنتاجية والذي يأتي بسبب مطالبة العاملين من رفع الاجور؛
3. **التضخم الناشئ عن المستورد** : يعرف هذا التضخم على الزيادة المتسارعة والمستمرة في أسعار السلع والخدمات النهائية أو المستوردة كالملابس الجاهزة... الخ ، هو التضخم في دولة ما، ناجم عن ارتفاع الأسعار في الأسواق الخارجية التي تعتمد عليها الدولة في وارداتها<sup>1</sup>؛
4. **الزيادة في إصدار النقود** : يرجع سبب النظرية الكمية للنقود الى التزايد المستمر والكبير في الكتلة النقدية دون ان يصاحبها زيادة إنتاج السلع والخدمات، فحسب هذه النظرية فإن الزيادة في كمية النقود المتداولة في السوق ، أي الإصدار النقدي غير المحدود هي السبب في ظهور الظواهر التضخمية ومنها ارتفاع الأسعار.<sup>2</sup>

#### ثانيا : آثار التضخم

هناك العديد من الآثار التضخم مثلها بالآتي :

- ✓ **أثر التضخم على توزيع الدخل** : تتشكل الفئات العمالية معظم أصحاب هذه المداخيل، وتتميز الأجور بقابلية أكبر للتغير بنفس اتجاه تغير الأسعار، فارتفاع الأسعار المستمر يصاحبه عادة ارتفاع في المداخيل النقدية لهذه الفئات، ويتوقف هذا على عوامل كثيرة، قد يكون من بينها قوة ومقدرة الاتحادات العمالية في التأثير على الحكومة .
- ✓ **أثر التضخم على الأسعار** : أي 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 الدخل الثابت ؛
- ✓ **أثر التضخم على ميزان المدفوعات** : حيث يؤثر التضخم سلبيا على ميزان المدفوعات لأن الدولة التي تعاني من ارتفاع في الاسعار، هذا يدل ان منتجاتها تفقد قدرتها المنافسة وبذلك تزداد وارداتها وتقل صادراتها وفي الاخير يحدث عجز في ميزان المدفوعات<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> وضاح نجيب رجب ،التضخم و الكساد، الأسباب و الحلول، وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي ، دار الفانيس للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى 2010 ص75.

<sup>2</sup> غازي حسين عناية ،التضخم المالي، الإسكندرية ، مؤسسة شباب جامعة ، 2000 ، ص 92.

<sup>3</sup> سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2006 ص 4 .

✓ أثر التضخم على الإنتاج : ينتج عن التضخم آثار سلبية على الإنتاج، أي أن التضخم يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وكذلك زيادة في معدلات الأرباح للمنتجين، وزيادة الأرباح التجارية ؛

### المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول عوائد الاسهم

نال العائد على السهم اهتماما متزايدا من قبل مستخدمي القوائم المالية اعتقادا منهم بأنها تشتمل على معلومات مفيدة تستخدم في تقييم ربحية الشركة فضلا عن إمكانية استخدامها مؤشرا للتنبؤ بتوزيعات وأسعار السهم في المستقبل، حيث يوضح عائد السهم الدخل الذي يكتسبه كل سهم من الأسهم العادية.

### الفرع الاول : مفهوم عائد على السهم وطريقة حسابه

#### أولا: مفهوم العائد على السهم

من بين مفاهيم العائد على السهم نذكر منها :

- ❖ معدل العائد هو المكافئة التي بوصول عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار والمارة المحتملة لرأس المال، معبرا عنها بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة؛<sup>1</sup>
- ❖ العائد على السهم هو مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية، كمقياس لترتيبها كالمفاضلة فيما بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع كطبيعة التوزيعات في البلد المعني.<sup>2</sup>
- ❖ العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، كهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة.<sup>3</sup>
- ❖ العائد على السهم هو الرأسمالي وهو عبارة عن التغير في سعر الأصل موضع الاستثمار.<sup>4</sup>
- ❖ العائد على الأسهم هو عائد متوقع وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في حين يعد العائد المحقق فعلا هو حصيلة الإيرادات الناتجة عن عملية الاستثمار وبالتالي فإن الاختلاف بين المتوقع والمحقق يعد مخاطر موضوعية يزداد حجمها ويقل بارتفاع و انخفاض مستوى الاختلاف بين المتوقع و المتوقع.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> إيمان درويش، أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في بورصة السعودية للفترة 2002-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2015، ص 4 .

<sup>2</sup> فتيحة قنوة، اثر الرفع المالي على عوائد الاسهم حالة بورصة أبوظبي للفترة 2006-2015، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2016، ص 8.

Gangadhar. V . Ramesh babu , investment managemnt , annol pulication , PVT , LTD , 2006 , P : 28<sup>3</sup>

<sup>4</sup> النعيمي عدنان تايه، أرشيد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ص 94

<sup>5</sup> السايح قريدة، محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم، رسالة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014، ص 8.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن العائد على السهم هو عبارة عن مجموعة من المكاسب (الأرباح) أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار بالأسهم خلال فترة زمنية محددة، غالباً ما تكون سنة مالية، وهذا يعني أن العائد على السهم هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك.

### ثانياً: طريقة حساب معدل العائد

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

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

حيث:  $R_i$ : عائد السهم في فترة الاحتفاظ؛

$D_t$ : التدفقات الجارية (العائد الجاري)؛

$P_t$ : سعر السهم في التاريخ  $t$  (البيع)؛

$P_{t-1}$ : سعر السهم في التاريخ  $t-1$  (الشراء)؛<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: مفهوم المخاطرة أنواعها

#### أولاً: تعريف المخاطرة:

هي بأنها إمكانية حدوث شيء خطير أو غير مرغوب فيه، وهي نفس الوقت تعني الشيء الذي يمكن أن يسبب الخطر نفسه، وهي الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى متوقعة حدوث أو مأمولة، كما ينظر إليها على أنها توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه، وهي حالة عدم التأكد من حتمية الحول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أمن انتظامه أمن جميع هذه الأمور مجتمعة.<sup>2</sup>

#### ثانياً: أنواع المخاطر:

تتكون المخاطر المرتبطة باستثمار معين من عنصرين هما:

1. المخاطر النظامية : هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار وتؤثر على السوق ككل وبذلك

تسمى أحياناً بمخاطر السوق، حيث تؤثر على السوق بشكل عام ولا يمكن التقليل والتخلص منها من

<sup>1</sup> محمد طيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص112

<sup>2</sup> د. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009/07-2010 ص 1.

خلال التنوع وترتبط بأحداث بشكل منتظم على معظم المؤسسات مثل مخاطر الحروب التضخم الركود الاقتصادي، ارتفاع أسعار الفائدة، وتقاس بواسطة معامل بيتا ( $\beta$ ).

2. المخاطر غير النظامية: وتسمى ذلك النوع بالمخاطر الخاصة أو غير السوقية، والتي يمكن التخلص منها من خلال التنوع، وهذه المخاطر تختص بشركة ما أو قطاع معين والتي تتأثر بأحداث يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.<sup>1</sup>

### 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 :

$$(1) \dots\dots R = P + E (I)$$

$$(2) \dots\dots P = R - E (I)$$

حيث: R: معدل العائد الاسمي؛

P: معدل العائد الحقيقي؛

I و E (I): معدل التضخم المتوقع.

وبالتالي فإن تقييم الفرد لدخله الحقيقي يتطلب اقتطاع قيمة التضخم من الدخل الاسمي (2)

يعتبر (Michael Firth) من الاقتصاديين الأوائل الذين اهتموا بإجراء دراسات إحصائية لمعادلة فيشر، وقد كانت الدراسة التجريبية التي قام بها حول العلاقة بين عوائد الأسهم (الاسمية و الحقيقية) ومعدلات التضخم في إطار فرضية فيشر كالتالي: تجمع البيانات الشهرية حول عوائد الأسهم ومعدلات التضخم في بريطانيا خلال الفترة الممتدة ما بين (1955-1976) توصل إلى وجود ارتباط ضعيف بين معدل العائد الحقيقي ومعدل التضخم، وهذا يعني أن العوائد مستقلة عن التضخم في المدى الطويل.<sup>2</sup> تفترض الصيغة الرياضية السابقة أن معدل التضخم المتوقع يكون مساوي للواحد الصحيح، أي أن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بمعدل يساوي معدل التضخم المتوقع، لذلك فإن توزيعات الأسهم سترتفع في

<sup>1</sup> علي فكرون، اثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم دراسة حالة بورصة قطر 2010-2012، مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2013، ص 7.

<sup>2</sup> فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات الأسعار الأسهم منهج الاقتصادي الكلي، دار المريخ للنشر، مملكة عربية السعودية، 2002، ص 69.

أوقات التضخم نسبة تكافئ انخفاض القوة الشرائية بسبب التضخم، ما يعني أن فرضية " فيشر " تذهب إلى أن الأسهم وسيلة تحوط تجاه التضخم (إذا ارتفعت توزيعات الأرباح للمحافظة على جاذبية الأسهم للاحتفاظ بالمساهمين)، إلا أن فرضية " فيشر " لم تُعَنِّ 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 ان العلاقة بين هذه المتغيرات والتضخم علاقة عكسية، لذلك فالعلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم هي علاقة عكسية.

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

التضخم يرتبط ارتباطاً عكسياً بكل هذه المتغيرات وذلك انطلاقاً 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 لامتناس الفائض، ومن أهم إجراءات هذه السياسات سياسة رفع أسعار الفائدة وهذا الأخير يمثل عائقاً أمام الاستثمار والإنتاج، وبالتبعية يستنتج فاما وجود علاقة عكسية حتمية بين عوائد الأسهم والتضخم.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

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

<sup>1</sup> شهرزاد حوي، أثر التضخم على عوائد الأسهم حالة بورصة السعودية للفترة 2012-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2016.

## المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

دراسة: سمية بلجبلية بعنوان أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان:<sup>1</sup>

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 استخدمت 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، أظهر معامل الارتباط العلاقة بين عوائد أسهم كل من قطاعات التأمين الصناعة والخدمات المدرجة في بورصة عمان ومعدل التضخم متوسطة القوة، سواء كانت هذه العلاقة طردية أو عكسية.

دراسة دانة بسام محمد بعنوان تحديد العوامل المؤثرة على عائد الاسهم في سوق المالي عمان:<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على اهم العوامل المؤثرة على عوائد الاسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد وبيان أي العوامل أكثر تأثير من غيرها على عوائد الاسهم (العوامل الداخلية او العوامل الخارجية)، وتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2000-2006، لمعالجة الموضوع تم الاعتماد على الاساليب الاحصائية (الانحدار الخطي البسيط والمتعدد) والأدوات الاحصائية والإحصائيات الوصفية، وقد توصلت هذه الدراسة الى وجود علاقة احصائية ذات دلالة احصائية موجبة بين معدل التضخم وعوائد الاسهم، كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين عجز وفوائض ميزان المدفوعات وعوائد الاسهم، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عجز الموازنة العامة للدولة وعوائد الأسهم، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عجز حجم الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الاسهم، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين عدد العاملين وعوائد الأسهم.

<sup>1</sup> سمية بلجبلية أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2006-1996، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة المتنوي قسنطينة، الجزائر، 2010.

<sup>2</sup> دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الاسهم في سوق المالي عمان، مذكرة مقدمة للاستكمال متطلبات شهادة ماجستير غير منشور جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا يونيو 2008.

دراسة: كلثوم سالمي بعنوان أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية للاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان<sup>1</sup>:

هدفت هذه الدراسة الى دراسة اثر التضخم على عوائد الاسهم لمجموعة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2000 2012)، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة من الشركات في قطاع الصناعة والخدمات والبنوك والتأمين، لمعالجة الموضوع تم الاعتماد على التحليل الاحصائي باستخدام برنامج Eviews8 لدراسة الارتباط بين متغيرات الظاهرة لمعرفة العلاقة بينهما أي المستقل والثابت، فتوصلت نتائج هذه الدراسة الى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد، ان معدلات التضخم لا تؤثر على عوائد الاسهم حيث يكون التأثير في اتجاه المعاكس .

#### المطلب الثاني: الدراسات باللغة الاجنبية

دراسة **James NGuema Ondo (2015)**<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة استخدام عوائد الأسهم لتقييم آثار التغيرات غير المتوقعة في عوامل الاقتصاد الكلي، وهما في السوق، والمنحدر من هيكل مدة أسعار الفائدة، وأسعار ممتازة الافتراضي السلع وسعر الصرف الحقيقي، والتضخم والبطالة، باستخدام نموذج التسعير بالمراجعة (APT)، فتوصلت نتائج هذه الدراسة الى أن مخاطر الاقتصاد الكلي للسوق إلى تغيرات غير متوقعة في منحدر الهيكل المدى لأسعار الفائدة، تغيرات غير متوقعة في قسط الافتراضي، إلى تغيرات غير متوقعة في أسعار ترتبط السلع وتغييرات لم تكن متوقعة في سعر الصرف الحقيقي في علاوات المخاطر العالية لسلبيات ومخاطر الاقتصاد الكلي المرتبطة التغييرات غير المنصوص عليها في التضخم وغير متوقعة تغييرات في معدل البطالة.

دراسة **M'hamed Bettaieb (1997)**<sup>3</sup>:

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقات السببية التي يمكن أن توجد بين التضخم وعوائد حقيقية الأسهم والنشاط الاقتصادي وأسعار الفائدة الحقيقية في كندا، باستخدام نماذج ناقلات autorégres و (VAR)، فتوصلت نتائج هذه الدراسة الى أن التضخم ليس له تأثير دائم على الأسهم الحقيقي يعود المسبق، التضخم

<sup>1</sup> كلثوم سالمي، أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية للاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2000 - 2012، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2015 .

<sup>2</sup> James NGuema Ondo, **Les rendements boursiers et l'importance des facteurs de risque macroéconomiques canadiens**, Maîtrise en économie Canada, 2015 .

<sup>3</sup> M'hamed Bettaieb Master en **La causalité entre l'inflation et les rendements boursiers**, réels au Management, University de Sherbrooke ,1997

المتوقع ليس له أي تأثير على المسبق عوائد الأسهم الحقيقي، التضخم له تأثير سلبي على أسعار الفائدة الحقيقية المسبقة، التضخم غير المتوقع إلى EFFA تراكمية سلبية على عوائد الأسهم الحقيقية المسبق .

### المطلب الثالث مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

بعد استعراضنا الدراسات السابقة التي أشرنا إليها كانت متنوعة من حيث وجهة تناولها لموضوع التضخم وعوائد الأسهم، ومن خلال الدراسات السابقة سنقوم بذكر أوجه التشابه والاختلاف كمايلي :

#### ❖ أوجه التشابه:

- إن أغلب الدراسات السابقة ركزت على العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم والعوامل المؤثرة على عوائد الاسهم ومنها: سمية بلجبلية وكلثوم سالمي و M'hamed Bettaieb .
- توافق في نتائج من حيث وجود علاقة طردية بين معدل التضخم وعوائد على الاسهم، ووجود دلالة إحصائية بين متغيرات ،

#### ❖ أوجه الاختلاف

- هناك اختلاف بين الدراسات في استخدام 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؛
- هناك اختلاف في النتائج، بعض الدراسات توصلت لوجود علاقة بين التضخم والعوامل المؤثرة على عوائد الاسهم
- هناك اختلاف في تأثير التضخم على عوائد الاسهم، أي تأثير سلبي بين المتغيرات.

## خلاصة الفصل

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على بعض 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 تلخيص أهم النقاط التي تم التوصل لها من خلال هذا المبحث فيما يلي:

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

من أبرز 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، عيبتها طريقة المعالجة وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل لها وفي نهاية كل دراسة تم إعطاء نقد أو إبراز إحدى الجوانب المهمة 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 سوق عمان 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 الدراسة 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 تم 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 الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لفترة الممتدة من 2011 إلى 2015.

##### ● نشأة السوق المالي عمان

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تهدف شركة بورصة عمان الى ممارسة جميع أعمال أسواق الاوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الاسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة أنظمة داخلية وتعليمات لذلك ومتطلبات لازمة لإدارتها، وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أسس علمية متبعة، ولها انشاء واحتساب مؤشرات مالية خاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة بالسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها.

ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني وسيمكّنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً.<sup>1</sup>

أما العينة الدراسة فتم اختيارها على اثنان عشرة شركة وهي: البنك العربي، البنك الاهلي، بنك الاتحاد، الاردن الاولي، المستقبل العربية، الاولي للتمويل، الاسمنت، الشمالية، الفوسفات، التأمين الأردنية، العرب للتأمين، حديد الاردن، حيث تم اعتماد على التقرير الإحصائية الشهرية المنشورة في سوق المالية عمان (التداول)، من أجل اختبار الفرضيات الدراسة سيتم استخراج القيم معدل التضخم وقيم عوائد الأسهم لبيانات شهرية خلال خمسة سنوات وبلغ عددها 720 مشاهدة خلال فترة الدراسة.

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

##### أولاً: 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 عمان للأوراق المالية تم استخراج هذه المعطيات من التقرير الإحصائية الشهرية المنشورة في سوق عمان (التداول).

**مصادر ثانوية:** وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في الجانب النظري وتتمثل في الكتب والمجلات العلمية والمذكرات كما قمنا بالإطلاع على مختلف الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع التضخم وعوائد الأسهم.

##### ثانياً: تحديد متغيرات الدراسة

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

**المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع في عوائد الأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، اعتماداً على متوسط عائد السهم خلال الفترة من 2011 الى 2015 ونرمز له ب EPS؛

<sup>1</sup> الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة عمان (2017/04/11) <http://www.ase.com.jo/ar>

**المتغير المستقل:** يتمثل المتغير المستقل في الدراسة على معدل التضخم الذي يعتبر من أهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم، ونرمز له بـ  $Inf$ .

### المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

من أجل الإجابة عن إشكاليات الدراسة و اختبار فرضيات تم استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية، القياسية، المؤشرات المالية والاقتصادية المتمثلة في:

### الفرع الأول: الأساليب والأدوات الإحصائية المستخدمة في تحليل النتائج

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

### الفرع الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل

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

### أولاً: 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 ال زمنية 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، أسر 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 التالية:

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

حيث:  $y_{it}$ : تمثل قيمة متغير الاستجابة في الملاحظة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ؛

$B_{0(i)}$ : تمثل قيمة نقطة التقاطع في الملاحظة  $i$ ؛

$B_j$ : تمثل قيمة ميل خط الانحدار؛

$X_j(it)$ : تمثل قيمة المتغير التفسيري  $j$  في الملاحظة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ؛

$\varepsilon_{it}$ : تمثل قيمة الخطأ في الملاحظة العوامل في مثالنا السابق؛

$i$  هو قيم مقاطع الأماكن،  $t$  هو الزمن.

### ثانياً: النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

هناك لنماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (نابل) ثلاثة أنواع رئيسية وهي:<sup>1</sup>

#### ■ نموذج الانحدار التجميعي PRM

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات  $B$  ثابتة لجميع الفترات

الزمنية، وعليه يمكن كتابة هذا النموذج بالصيغة التالية:

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

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

#### ■ نموذج الآثار الثابتة FEM

هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع تتفاوت من

مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية.

وعليه يمكن كتابة هذا النموذج بالصيغة التالية:

<sup>1</sup> كزريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد (21) ص 5-9.

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

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 ( 5Variable Model).

بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج بالشكل الآتي:

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

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) :

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

### ▪ 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:<sup>1</sup>

$$B_0 = \mu + v_i \quad \text{حيث} \quad i = 1,2,\dots,N$$

<sup>1</sup> عابد بن عابد العبدلي ،محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بائل ،مجلة دراسات اقتصادية إسلامية ،المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب ،البنك الإسلامي للتنمية جدة ،مجلد 12 ،عدد 1 ،2010 ،ص 19

بتعويض هذه الصيغة  $B_0$  في الصيغة العامة نجد:

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

علما أن  $vi$  تمثل حد الخطأ في مجموع البيانات المقطعية:

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

### المبحث الثاني: عرض نتائج و مناقشة التحليل الدراسة

من خلال المبحث الأول تم التعرف على متغيرات الدراسة، الآن 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 معاملات النموذج

##### أولا : صياغة النموذج القياسي

من خلال المعادلة الرياضية يمكن كتابة النموذج القياسي كمايلي:

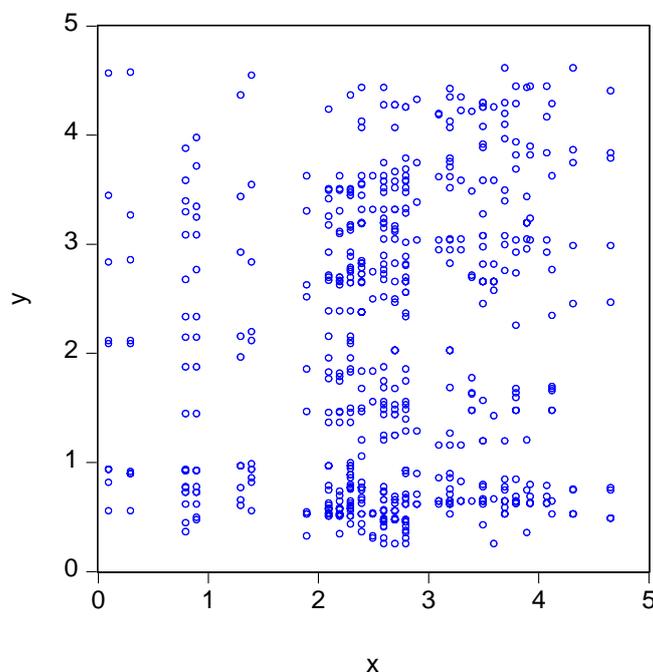
$$EPS = f ( Inf )$$

$$Y_{it} = B_0(i) + B_j x_j (it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,10 \quad t=1,2,\dots,48$$

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

ثانيا: نتائج التمثيل النقطي لعلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم

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



المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9

من خلال التمثيل النقطي نلاحظ أن العلاقة بين المتغيرين غير واضحة وعليه سنحاول الكشف على العلاقة بتقدير مجموعة من النماذج القياسية الخطية وغير الخطية من أجل اختيار النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة 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	1.493143	10.73926	0.0000
X	0.123469	2.506008	0.0124
R-squared	0.008671		
f-statistic	6.280075		
Prob(f-statistic)	0.012430		
Durbin-watson stat	0.080821		

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

دراسة المعنوية للنماذج:

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

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

$$|t_c| = 10.73926 > t_{0.05} = 1.96 \quad \text{بالنسبة } B_0 :$$

نلاحظ أن قيمة Student بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة 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 يعني نرفض الفرضية العدمية  $H_0$ ، أي أن للمعلم  $B_0$  ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

$$|t_c| = 2.506008 > t_{0.05} = 1.96 \quad \text{بالنسبة } B_1 :$$

نلاحظ أن قيمة Student بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.0124 أصغر من نسبة المعنوية 0.05)، وهذا يعني نرفض الفرضية  $B_1$ ، أي أن للمعلم  $B_1$  له دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

كليا : نلاحظ من خلال إحصائية f-statistic التي تساوي 6.280075 أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر التي تساوي 3.84 ، ( أن إحصائية فيشر ل Prob (f-statistic) أصغر من 0.05 ( 0.012430 ≥ 0.05 ) )، إذن نرفض الفرضية  $B_1$  أي أن للنموذج دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

**☒ نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)**

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

المتغيرات	المعامل (coefficient)	t-statistic	الاحتمال (Prob)
C	1.493143	14.92385	0.0000
X	0.123469	3.482482	0.0005
R-squared		0.494525	
f-statistic		57.64033	
Prob(f-statistic)		0.000000	
Durbin-watson stat		0.158504	

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

جزئيا : من خلال جدول أعلاه أن إحصائيات Student نلاحظ كما يلي :

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

$$|t_c| = 14.92385 > t_{0.05} = 1.96 \quad \text{بالنسبة } B_0 :$$

نلاحظ أن قيمة Student بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة 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 يعني نرفض الفرضية العدمية  $H_0$  ، أي أن للمعلم  $B_0$  ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

$$|t_c| = 3.482482 > t_{0.05} = 1.96 \quad \text{بالنسبة } B_1 :$$

نلاحظ أن قيمة Student بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.0005 أقل من نسبة المعنوية 0.05)، وهذا يعني نرفض الفرضية  $B_1$ ، أي أن للمعلم  $B_1$  له دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

كليا : نلاحظ من خلال إحصائية f-statistic التي تساوي 57.64033 أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر التي تساوي 3.84، (أن إحصائية فيشر ل Prob(f-statistic) أصغر من 0.05 (  $0.05 \geq 0.0000$  )، إذن نرفض الفرضية  $H_0$  أي أن للنموذج دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

### القدرة التفسيرية:

من خلال الجدول أعلاه أن قيم  $R^2$  تساوي 0.49 نلاحظ أن X يفسير الظاهرة Y بنسبة 49% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية مقبولة.

### مشاكل قياسية:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع (DW= 0.15) ضمن  $[d_1, 0]$ ، أي وجود ارتباط ذاتي موجب للأخطاء العشوائي كل من المتغير المستقل والتابع، وهذا 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	1.493143	5.243574	0.0000
X	0.123469	3.482482	0.0005
R-squared		0.016610	
f-statistic		12.12768	
Prob(f-statistic)		0.000527	
Durbin-watson stat		0.156076	

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

### دراسة المعنوية لنموذج:

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

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

$$|t_c| = 5.243574 > t_{0.05} = 1.96 \quad \text{بالنسبة } B_0:$$

نلاحظ أن قيمة Stndent بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة 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 يعني نرفض الفرضية العدمية  $H_0$ ، أي أن للمعلم  $B_0$  ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

$$|t_c| = 3.482482 > t_{0.05} = 1.96 \quad \text{بالنسبة } B_1:$$

نلاحظ أن قيمة Student بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 (وللتأكد من هذه النتيجة نقارن بين الاحتمال Prob مع نسبة المعنوية 0.05، نلاحظ أن نسبة الاحتمال التي تساوي 0.0005 أصغر من نسبة المعنوية (0.05)، وهذا يعني نرفض الفرضية  $B_1$ ، أي أن للمعلم  $B_1$  ذات دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

كلية: نلاحظ من خلال إحصائية f-statistic التي تساوي 12.12768 أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر التي تساوي 3.84، (أن إحصائية فيشر ل Prob(f-statistic) أصغر من 0.05 (0.000527)  $\leq 0.05$ ))، إذن نرفض الفرضية  $H_1$  أي أن للنموذج دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05.

#### القدرة التفسيرية:

من خلال الجدول أعلاه أن قيم  $R^2$  تساوي 0.01 نلاحظ أن  $X$  يفسر الظاهرة  $Y$  بنسبة 1% وعليه للنموذج قدرة تفسيرية ضعيفة جدا.

#### مشاكل قياسية:

من خلال جدول أعلاه نلاحظ أن القيمة تقع ( $DW=0.15$ ) ضمن  $[d_1, 0]$ ، أي وجود ارتباط ذاتي موجب للأخطاء العشوائي كل من المتغير المستقل والتابع، وهذا نرفض الفرضية  $H_1$ .

#### الفرع الثالث: أساليب اختيار النموذج الملائم للدراسة

في أول ما يجب القيام به عند استخدام نموذج بانل هو التحقق من خاصية التجانس أو عدم التجانس للنموذج المستخدم أو المدروس، ولتحديد النموذج المناسب للبيانات الطويلة سوف نقوم بعرض أسلوبين الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة عن طريق اختبار مضاعف لاجرنج (LM) والثاني: هو أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، في حالة وجود أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم فإننا نقوم بالاختيار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال استخدام اختبار مضاعف لاجرنج .

الجدول رقم (2-4): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	الاحتمال Prob
Breusch-Pagan	4923.538	0.0000
Honda	70.16793	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 .

كما لاحظنا في الجدول أعلاه أن النموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل فيجب اختبار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية باستخدام اختبار Hausman للاختيار ما بين هما.

ثانيا : أسلوب اختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة وذلك من خلال استخدام اختبار Hausman وتكون فرضية العدم كالتالي:

$H_0$  : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم؛

$H_1$  : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

الجدول رقم (2-5): 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 اختبار Hausman الذي يتبع توزيع " كاي مربع " (درجة واحدة) التي تساوي 0.0000 أقل من قيمة الاحتمال 1.0000، أي أنه نرفض الفرضية العدمية  $H_0$ ، وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  التي تقول بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج الدراسة

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

أولاً: تحليل نتائج تقديرات نماذج بيانات المقطعية:

من خلال جداول الملحق (1) الذي يمثل نتائج تقديرات نماذج بيانات المقطعية، وفي ضوء نتائج تقدير نماذج نلاحظ أن:

- معلمات النموذج منها ما هو معنوي ومنها ما هو 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 (0.0005) أنها أصغر من (0.05)، مما يدل على أن 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 شركات بورصة عمان.

- قيمة  $R^2$  بلغت 0.49 أي أن التضخم يفسر عائد السهم بنسبة 49 %، وهذا للنموذج قدرة تفسيرية مقبولة.

- قيمة  $R^2$  بلغت 0.01 أي أن التضخم يفسر عائد السهم بنسبة 1 %، وهذا للنموذج قدرة تفسيرية ضعيفة جدا، وهذا يعني أن هناك متغيرات خارجية تم اهمالها تؤثر في المتغير التابع بنسبة 99 % .

ثانياً: تحليل نتائج اختبارات المفاضلة ما بين النماذج الثلاث:

نلاحظ من خلال جدول رقم (2-4) أن قيم احتمالية لاختبار LM كانت أكبر من 0.05، أي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، حيث أن:

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

$H_1$  : نموذج التأثيرات الثابتة يناسب دراسة اثر التضخم على عوائد الأسهم.

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

ومن هنا نقوم بالمفاضلة بين النموذجين الثابت أو العشوائي باستعمال اختبار Housman

(هوسمان) كما هو مبين في جدول رقم (5-2)، نلاحظ أن قيمة الاختبار أقل من قيمة الاحتمال 0.05

وهذا يدل على قبول الفرضية البديلة ومنه أن النموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم للدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم.

نستنتج مما سبق أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم لدى الشركات المدرجة بورصة عمان، ويرجع ذلك إلى عدم وجود خصائص مشتركة لعينة الشركات، فإذا ارتفعت التضخم، قد يؤدي ذلك إلى ارتفاع عوائد الأسهم.

## خلاصة الفصل

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من دراستنا لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع من خلال دراسة تأثير التضخم على عوائد الأسهم المدرجة في القطاعات بورصة عمان، وذلك من البحث عن النماذج التي تفسر العلاقة بين التضخم على عوائد الأسهم.

بدأنا أولاً بوضع الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في طريقة الدراسة والأدوات المستخدمة، وكذا تحديد مصادر الحصول على المعلومة، وبعدها تطرقنا إلى عرض النتائج وتفسيرها وتحليلها تم ربط النتائج بالفرضيات.

ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها:

حيث تبين أن التضخم يؤثر على عوائد الاسهم، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية بين معدل التضخم والعائد على السهم.

الخاتمة

## خاتمة:

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع معدلات التضخم وتأثيره على عوائد الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية، حيث تناولت إشكالية البحث السؤال الرئيسي التالي : ما مدى تأثير التضخم على عوائد الاسهم في بعض الشركات المدرجة في سوق عمان المالي ؟، وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين، حيث حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إبراز هذا التأثير من خلال اختيار 12 شركة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ، وخلصت الدراسة إلى مايلي:

أولاً: نتائج الدراسة:

- توصلنا في هذه الدراسة إلى عدة نتائج نلخصها فيمايلي:
- تختلف النظريات المفسرة لأثر التضخم على عوائد الأسهم باختلاف المدارس؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعوائد الأسهم أي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05؛ وحسب نماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية.
- قوة الارتباط بين التضخم وعوائد الأسهم مقبولة؛
- أظهرت نتائج اختبار Housman للمفاضلة بين نماذج "بانل" أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج المناسب لدراسة اثر التضخم على عوائد الأسهم، وذلك للخصوصية التي تتميز بها كل الشركات؛
- أظهرت نتائج تقدير النموذج أن هناك علاقة طردية بين التضخم وعوائد الأسهم.

ثانياً : نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن ربط كل نتيجة بفرضية :

**الفرضية الأولى:** تتمثل في وجود علاقة بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، أي عند زيادة التضخم بوحدة واحدة ينتج عنه زيادة عائد السهم بالمقدار نفسه، وهو يوافق نظرية فيشر. ومنه عند استخدام النماذج القياسية وجود دلالة إحصائية عند مستوي معنوية 0.05، أي طبيعة العلاقة التي تربط بين هذه المتغيرات هي علاقة طردية كما قال فيشر في فرضيته، وهو ما يثبت الفرضية الأولى.

**الفرضية الثانية:** بعد الدراسة التطبيقية اتضح لنا أن مخاطر التضخم تؤثر على عوائد الاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، وهو يتوافق مع بعض النظريات الاقتصادية ، كما يحقق فرضية الثانية.

**الفرضية الثالثة:** أشارت نتائج اختبار Housman أن هناك نموذج ملائم للدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم وهو النموذج التأثيرات العشوائية، تم قبول الفرضية الثالثة.

#### ثالثا: توصيات الدراسة

بناء على النتائج المتوصل إليها في الدراسة القياسية السابقة نوصي بما يلي :

- يجب قيام الشركات سوق عمان المالي التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح، والعمل على زيادة نسبة التوزيع؛
- ضرورة التحكم في العوامل المؤثرة على عوائد الاسهم لضمان نجاح المستثمر؛
- نوصي بإعادة إجراء الدراسة مرة اخرى في سوق مالي مختلف أو في فترة زمنية مختلفة للتأكد من صحة النتائج الدراسة.

#### رابعا : آفاق الدراسة

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

- إجراء دراسات حول العوامل المؤثرة على عائد السهم؛
- دراسة لأثر الرفع المالي والتشغيلي معا على عواد الاسهم باستخدام طرق ونماذج إحصائية في تحليل المعطيات الدراسة؛
- القيام بدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم في البلدان العربية باستعمال تحليل المعطيات؛



# قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

أ- الكتب

- 1- النعيمي عدنان تايه، أرشيد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان .
- 2- جابر الزبيدي، التضخم والكساد، عمان مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2011.
- 3- غازي حسين عناية، التضخم المالي، الإسكندرية، مؤسسة شباب جامعة، 2000 .
- 4- فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات الأسعار الأسهم منهج الاقتصادي الكلي، دار المريخ للنشر، مملكة عربية السعودية، 2002 .
- 5- ناظم محمد أشمري، محمد موسى، مدخل علم الاقتصاد، طبعة الثالثة ، دار زيران لمنشر والتوزيع، عمان، 2001 .
- 6- محمد طنيب ، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان ،الأردن ، 2009.
- 7- وضاح نجيب رجب، التضخم والكساد، الاسباب والحلول وفق مبادئ الاقتصاد الاسلامي ، دار النفائس للنشر والتوزيع الطبعة الاولى 2010.

ب- الرسائل العلمية

- 8- أحمد محمد صالح الجلال، دور السياسات النقدية والمالية في مكافحة التضخم في البلدان النامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماجستير ،غير منشورة ،2005، جامعة الجزائر.
- 9- دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الاسهم في سوق المالي عمان، مذكرة مقدمة للاستكمال متطلبات شهادة ماجستير غير منشور جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا يونيو 2008.
- 10- ايمان درويش، أثر التضخم على عواد الاسهم دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في بورصة السعودية للفترة 2002-2014 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ،غير منشورة ،جامعة ورقلة، 2015 .

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

12- سمية بلجيلية، أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لأسهم 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.

14- شهرزاد حوي، أثر التضخم على عوائد الأسهم حالة بورصة السعودية للفترة 2012-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2016.

15- علي فكرون، اثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم دراسة حالة بورصة قطر 2010-2012، مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2013.

16- 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 2013/2014 .

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

#### ت- المجلات و الدراسات

18- زكريا يحيى الجمال، 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:المصادر باللغة الأجنبية

أ- الكتب

22- Gangadhar. V . Ramesh babu , **investment managemnt , anmol pulication** , PVT , LTD , 2006.

ب- الرسائل العلمية

23- James NGuema Ondo , **Les rendements boursiers et l'importance des facteurs de risque macroéconomiques canadiens**, Maîtrise en économie, Canada , 2015.

24- M'hamed Bettaieb Master en **La causalité entre l'inflation et les rendements boursiers** ,réelsau Management, Université de Sherbrooke ,1997 .

ثالثا:الموقع الإلكتروني

25- <http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/monthly/2017/02/03>

26- <http://www.ase.com.jo/ar/2017/04/11/>

الملاحق

## الملحق رقم (1): نتائج تقدير نماذج بانل

## النموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 03/16/17 Time: 17:39  
 Sample: 2011M01 2015M12  
 Periods included: 60  
 Cross-sections included: 12  
 Total panel (balanced) observations: 720

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.493143	0.139036	10.73926	0.0000
X	0.123469	0.049269	2.506008	0.0124

R-squared	0.008671	Mean dependent var	1.820583
Adjusted R-squared	0.007290	S.D. dependent var	1.279826
S.E. of regression	1.275153	Akaike info criterion	3.326783
Sum squared resid	1167.478	Schwarz criterion	3.339503
Log likelihood	-1195.642	Hannan-Quinn criter.	3.331693
F-statistic	6.280075	Durbin-Watson stat	0.080821
Prob(F-statistic)	0.012430		

## النموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 03/16/17 Time: 17:48  
 Sample: 2011M01 2015M12  
 Periods included: 60  
 Cross-sections included: 12  
 Total panel (balanced) observations: 720

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.493143	0.100051	14.92385	0.0000
X	0.123469	0.035454	3.482482	0.0005

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.494525	Mean dependent var	1.820583
Adjusted R-squared	0.485945	S.D. dependent var	1.279826
S.E. of regression	0.917605	Akaike info criterion	2.683791
Sum squared resid	595.2929	Schwarz criterion	2.766472
Log likelihood	-953.1646	Hannan-Quinn criter.	2.715710

F-statistic 57.64033  
 Prob(F-statistic) 0.000000

Durbin-Watson stat 0.158504

النموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 03/16/17 Time: 17:49  
 Sample: 2011M01 2015M12  
 Periods included: 60  
 Cross-sections included: 12  
 Total panel (balanced) observations: 720  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.493143	0.284757	5.243574	0.0000
X	0.123469	0.035454	3.482482	0.0005

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.923534	0.5032
Idiosyncratic random	0.917605	0.4968

Weighted Statistics

R-squared	0.016610	Mean dependent var	0.231630
Adjusted R-squared	0.015241	S.D. dependent var	0.924678
S.E. of regression	0.917605	Sum squared resid	604.5549
F-statistic	12.12768	Durbin-Watson stat	0.156076
Prob(F-statistic)	0.000527		

Unweighted Statistics

R-squared	0.008671	Mean dependent var	1.820583
Sum squared resid	1167.478	Durbin-Watson stat	0.080821

## الملحق رقم (2): نتائج اختبارات المقاضلة بين النماذج

## اختبار مضاعف لاغرانج LM

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-section	Time	Both
Breusch-Pagan	4923.538 (0.0000)	3.790648 (0.0515)	4927.329 (0.0000)
Honda	70.16793 (0.0000)	-1.946959 --	48.23951 (0.0000)

## اختبار Hausman

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

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

\* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X	0.123469	0.123469	-0.000000	NA

Cross-section random effects test equation:  
Dependent Variable: Y  
Method: Panel Least Squares  
Date: 03/16/17 Time: 17:51  
Sample: 2011M01 2015M12  
Periods included: 60  
Cross-sections included: 12  
Total panel (balanced) observations: 720

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.493143	0.100051	14.92385	0.0000
X	0.123469	0.035454	3.482482	0.0005

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

---

R-squared	0.494525	Mean dependent var	1.820583
Adjusted R-squared	0.485945	S.D. dependent var	1.279826
S.E. of regression	0.917605	Akaike info criterion	2.683791
Sum squared resid	595.2929	Schwarz criterion	2.766472
Log likelihood	-953.1646	Hannan-Quinn criter.	2.715710
F-statistic	57.64033	Durbin-Watson stat	0.158504
Prob(F-statistic)	0.000000		

---

الملحق رقم (4): بيانات شهرية لمتوسط عوائد الأسهم لبعض الشركات لسوق عمان المالي (2011-2015)

année	البنك العربي	البنك الاهلي	بنك الاتحاد	الاردن الاولي	المستقبل العربية	الاولى للتمويل	الاسمنت	الشمالية	الفوسفات	العرب للتأمين	حديد الاردن	التأمين الأردنية
31-01-2011	2,34	3,62	0,52	1,65	4,28	0,64	2,76	1,47	1,69	1,67	3,19	1,47
28-02-2011	2,25	3,68	0,64	1,56	4,28	0,65	2,73	1,47	1,67	1,59	3,19	1,47
31-03-2011	2,69	3,48	1,62	1,63	4,21	0,64	2,71	1,47	1,47	1,77	3,19	2,02
30-04-2011	3,78	3,51	0,75	1,68	4,06	0,62	2,82	2,02	2,02	2,02	0,52	2,02
31-05-2011	3,13	3,66	0,68	1,67	4,06	0,62	2,82	2,02	2,02	2,02	0,52	2,37
30-06-2011	2,72	3,54	1,05	1,67	4,06	0,62	2,82	2,37	2,37	2,37	0,48	2,65
31-07-2011	2,45	3,58	0,42	1,56	4,25	0,66	2,81	2,65	2,65	2,65	0,62	2,65
31-08-2011	2,57	3,58	0,25	1,42	4,25	0,66	2,81	2,65	2,65	2,65	0,62	2,65
30-09-2011	2,36	3,58	0,67	1,39	4,25	0,66	2,81	2,65	2,65	2,65	0,62	3,19
31-10-2011	2,89	3,57	0,55	1,2	4,33	0,65	3,04	3,19	3,19	3,19	0,64	3,19
30-11-2011	2,82	3,55	0,43	1,2	4,38	0,65	4,12	3,19	3,19	3,19	0,64	3,19
31-12-2011	2,95	3,43	0,35	1,2	4,43	0,74	3,04	3,19	3,19	3,19	0,64	0,52
31-01-2012	2,75	3,49	0,84	4,09	4,61	0,74	2,99	0,52	0,52	0,52	0,57	0,52
28-02-2012	2,45	3,74	0,75	3,86	4,52	0,74	2,98	0,52	0,52	0,52	0,56	0,48
31-03-2012	2,46	3,78	0,76	3,83	4,43	0,74	2,98	0,48	0,48	0,48	0,67	0,56
30-04-2012	2,92	3,83	0,78	4,16	4,44	0,68	3,03	0,62	0,53	0,62	0,61	0,58
31-05-2012	3,23	3,89	0,79	3,81	4,47	0,68	3,03	0,62	0,62	2,83	0,65	0,49
30-06-2012	2,92	3,93	0,84	3,81	4,34	0,68	3,03	0,62	0,63	3,07	0,57	0,45
31-07-2012	2,97	4,07	0,79	3,91	4,29	1,19	3,07	0,59	0,65	2,94	0,55	0,64
31-08-2012	3,39	4,19	0,77	3,96	4,22	1,19	3,07	0,57	0,65	2,94	0,55	0,63
30-09-2012	3,27	4,25	0,77	3,88	4,26	1,19	3,07	0,61	0,69	2,94	0,55	0,64
31-10-2012	3,03	4,12	0,85	3,61	4,42	1,15	2,94	0,64	0,72	0,7	0,47	0,55
30-11-2012	3,03	4,18	0,85	3,61	4,19	1,15	2,94	0,64	0,68	0,6	0,47	0,64
31-01-2013	3,04	4,22	0,82	3,58	4,34	1,15	2,94	0,65	0,73	3,07	0,47	0,61
28-02-2013	3,04	3,75	1,26	3,7	4,28	0,89	0,89	0,66	0,61	0,61	0,45	0,74
31-03-2013	3,03	3,74	1,28	3,38	4,32	0,76	0,94	0,66	0,63	0,61	0,45	0,76
30-04-2013	2,88	3,68	1,28	3,28	4,25	0,81	0,96	0,61	0,61	0,61	0,52	0,55
31-05-2013	2,81	3,19	1,43	3,31	4,27	0,65	1,24	0,55	0,56	0,55	0,52	0,58
30-06-2013	2,65	3,11	1,43	3,31	4,27	0,67	1,24	0,49	0,55	0,55	0,52	0,55
31-07-2013	2,46	3,04	1,43	3,31	4,27	0,88	1,24	0,55	0,48	0,55	0,52	0,56
31-08-2013	2,49	3,16	1,52	3,51	3,57	0,60	1,48	0,53	0,53	0,47	0,50	0,57
30-09-2013	2,51	3,14	1,52	3,51	3,57	0,23	1,48	0,47	0,48	0,47	0,56	0,47

31-10-2013	2,55	3,01	1,52	3,49	3,57	0,29	1,48	0,55	0,37	0,47	0,54	0,45
30-11-2013	2,55	2,8	1,74	3,47	3,62	0,30	1,55	0,45	0,35	0,45	0,57	0,48
31-12-2013	2,67	2,76	1,74	3,47	3,66	0,34	1,55	0,45	0,41	0,45	0,61	0,52
31-01-2014	2,74	2,49	1,83	3,31	3,71	0,33	1,39	0,32	0,53	0,52	0,57	0,65
28-02-2014	2,84	0,67	1,83	3,31	3,74	2,65	1,46	0,36	0,52	0,54	0,76	0,59
31-03-2014	2,62	0,64	1,81	3,30	3,76	2,65	1,43	0,34	0,52	0,53	0,74	0,52
30-04-2014	2,62	0,54	1,85	3,32	3,92	2,51	1,33	0,32	0,52	0,52	0,88	0,58
31-05-2014	2,64	0,75	1,81	3,17	3,51	2,38	1,45	0,43	0,55	0,5	3,19	0,53
30-06-2014	2,66	0,74	1,82	3,15	3,47	2,38	1,49	0,52	0,53	0,51	3,19	0,51
31-07-2014	2,66	0,73	1,78	3,09	3,50	2,38	1,47	0,51	0,51	0,2	3,19	0,57
31-08-2014	2,69	0,69	1,74	3,11	3,49	2,69	1,36	0,57	0,56	0,57	0,52	0,55
30-09-2014	2,71	0,52	1,76	3,25	3,49	2,69	1,39	0,56	0,57	0,57	0,52	0,57
31-10-2014	2,74	0,62	1,85	3,12	3,49	2,69	1,36	0,57	0,59	0,57	0,48	0,56
30-11-2014	2,72	0,81	2,64	3,18	3,44	2,78	1,45	0,73	0,74	0,76	0,62	0,76
31-12-2014	2,78	0,99	2,64	3,15	3,46	2,76	1,49	0,78	0,47	0,76	0,68	0,88
31-01-2015	2,78	0,85	2,51	3,17	3,49	2,76	2,32	0,79	0,54	0,83	0,63	0,89
28-02-2015	2,78	0,91	2,43	3,26	0,55	2,85	2,31	0,83	0,68	0,7	0,67	0,93
31-03-2015	2,78	0,81	2,11	3,44	0,55	2,83	2,08	0,93	0,93	0,93	0,68	0,93
30-04-2015	2,78	0,85	2,11	3,54	0,55	2,83	2,22	0,81	0,98	0,94	0,66	0,96
31-05-2015	2,78	0,65	1,96	3,43	0,61	2,92	2,35	0,76	0,96	0,96	0,77	0,88
30-06-2015	4,36	0,64	1,95	3,47	0,65	2,88	2,16	0,77	0,94	0,93	0,68	0,91
31-07-2015	4,23	0,62	1,95	3,41	0,50	2,91	2,15	0,78	0,96	0,94	0,64	0,92
31-08-2015	3,97	0,47	2,36	3,34	0,61	3,08	2,14	0,92	0,92	0,89	0,61	0,79
30-09-2015	3,87	0,44	2,43	3,39	0,65	3,08	2,18	0,92	0,93	0,75	0,57	0,84
31-10-2015	3,78	0,41	2,57	3,32	0,61	2,69	1,85	0,92	0,92	0,84	0,63	0,79
30-11-2015	3,74	0,4	1,68	3,23	0,63	2,72	1,79	0,85	0,84	0,75	0,59	0,78
31-12-2015	3,58	0,36	1,44	3,29	0,65	2,69	1,87	0,79	0,86	0,62	0,55	0,72

الملحق رقم (5) : بيانات شهرية لمعدلات التضخم في السوق عمان المالي (2011-2015)

mois	2011	2012	2013	2014	2015
جانفي	4,13	3,7	3,2	2,4	0,3
فيفري	3,8	4,32	2,9	2,2	0,1
مارس	3,4	4,66	2,8	1,9	1,4
أفريل	3,2	4,08	2,6	2,3	1,3
ماي	2,7	3,93	2,7	2,1	2,3
جوان	2,4	3,8	2,7	2,2	2,1
جويلية	3,5	3,5	2,7	2,2	0,9
أوت	3,6	3,7	2,6	2,1	0,8
سبتمبر	2,8	3,5	2,8	2,3	2,2
أكتوبر	2,6	3,2	2,8	2,4	2,6
نوفمبر	2,4	3,1	2,6	2,3	0,8
ديسمبر	3,9	3,3	2,5	2,3	0,9

# الفهرس

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

17	المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها في الدراسة
17	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
18	الفرع الثاني: طريقة جمع المعطيات وتحديد متغيرات الدراسة
19	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
19	الفرع الأول: الأساليب والأدوات الإحصائية المستخدمة في تحليل النتائج
19	الفرع الثاني: الاطار القياسي المتبع في التحليل
22	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
22	المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة
22	الفرع الأول : تقدير معلمات النموذج
23	الفرع الثاني: نتائج تقديرات نماذج بيانات المقطعية (التحليل الساكن)
27	الفرع الثالث : أساليب اختيار النموذج الملائم للدراسة
29	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج الدراسية
31	خلاصة الفصل
32	الخاتمة
35	قائمة المراجع
40	قائمة الملاحق
49	الفهرس