

أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية

أ.د: محمد فرحي المدرسة العليا للتجارة الجزائر

أ.أشواق بن قدور - المركز الجامعي لتامنغست

الملخص:

أثار التذبذب الكبير في أسعار الأسهم في السنوات القليلة الماضية في مختلف الدول اهتمام الساسة والاقتصاديين وعامة الجمهور، وخصوصا الاثر المتبادل بين الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي. إذ أن اتجاهات التطورات الاقتصادية قد تلعب دورا هاما في تحركات أسعار وعوائد الأسهم. حيث تهدف هذه الدراسة إلى تقديم دراسة تطبيقية بشأن القنوات الرئيسية لتأثيرات تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية على حركة عوائد الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية للفترة 2003-2012، باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ. وقد أسفرت النتائج على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم.

الكلمات المفتاح: أسواق راس المال، عوائد الأسهم، نماذج VECM، الدورات الاقتصادية.

تصنيف C32, E32, E44, G10: JEL

Abstract:

In the last few years, high volatility of stock prices in various countries raised attention of politicians, economists and the general public. By high volatility we mean especially the mutual effects between financial markets and the real economy. It is not news that the trends of economic developments may play an important role in the movements of stock prices and returns. This study aims to provide practical study on the main channels of the macroeconomic fluctuations effects on the movement of stock returns in New York Stock Exchange for the period 2003-2012 using vector error correction model. The results led to the confirmation of existence of a long-term equilibrium

relationship between fluctuations in macroeconomic variables and stock returns.

Keywords: stock market, stock returns, VECM models, business Cycles.

JEL Classification : C32, E32, E44, G10.

1. مقدمة :

تشهد الأنظمة المالية في العالم خلال العقود الأخيرة تطورات متسارعة ونفلات نوعية سواء على مستوى نظم عملها أو أنشطتها ومنتجاتها، وفي ظل الانفتاح والعولمة الاقتصادية والمالية تسارعت حركية هذه الأنظمة وخاصة الأسواق المالية، وأصبحت الحكومات مسؤولة على مسايرة ومتابعة انعكاسات أو تأثير المتغيرات الاقتصادية الايجابية والسلبية للتحكم في حركة رؤوس الأموال . ومن جهة أخرى فقد بنى المحللون الاقتصاديون والماليون تحليلهم للأسواق المالية وكيفية عملها على فرضيتين أساسيتين هما سيادة مبدأ الرشادة بين المتعاملين واتسام الأسواق بالكفاءة، غير أن عدم توافر هذين الشرطين من شأنه تبرير حدوث اضطرابات قد تصل لمرحلة الأزمة المالية وبالتالي تتحقق الشرارة الأولى للأزمة الاقتصادية.

وعلى الرغم من قيام الاقتصاديين والماليين بتطوير العديد من النماذج الاقتصادية والمالية خلال العقود الأخيرة لتحليل آثار المنتجات المالية والتعامل بها في مختلف الأسواق المالية ومدى تأثيرها بالمتغيرات الاقتصادية، إلا أن النظرية الاقتصادية فشلت في توفير تفسيرات وافية لأسباب حدوث الأزمات المالية والاقتصادية . في حين بقيت الأسواق المالية تتجه باستمرار نحو العولمة بما تحمله من فرص وتهديدات.

2. اشكالية الدراسة:

تكمن اشكالية البحث في أنه بالرغم من المكانة التي تحتلها الأسواق المالية في الاقتصاد، من خلال تعبئة الادخار، تمويل الانتاج والكفاءة في تخصيص

الموارد وغيرها. إلا أن الاقتصاد أيضا يؤثر على أداء هذه الأسواق أو حالتها. حيث أن الرؤى بشأن معالم هذه العلاقة غير واضحة بشكل كاف. وعليه يمكن صياغة إشكالية البحث في إطار التساؤل التالي : هل يمكن صياغة تأثير تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية على حركة عوائد الأسهم ؟.

3. أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية هذا البحث في أن ربط العلاقة بين أسواق رأس المال والتقلبات الاقتصادية في إطار نظري وكمي يعطي فرص لتعميق التحليل الاقتصادي والقياسي في محاولة لتحديد مسارات وآلية تأثير تقلبات المتغيرات الكلية على حركة عوائد الأسهم.

4. أهداف الدراسة:

تهدف إلى معالجة مفهوم وعمل الأسواق المالية في الاقتصاد، وإلى تحديد وتشخيص الإطار النظري للعلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وأداء أسواق رأس المال. إضافة إلى تقديم أهم الأساليب الإحصائية والقياسية المطلوبة لربط هذه العلاقة.

I. الجانب النظري للدراسة

أولاً: أسواق رأس المال ودورها في الاقتصاد

1.1. مفهوم أسواق رأس المال

أصبحت الأسواق المالية تمثل مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، إذ تولي لها أهمية خاصة نظراً لحركية نشاطها الذي يعتبر انعكاساً للنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة، فكلما كان النظام المالي للدولة متطوراً كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي ودفع عجلة التنمية الاقتصادية التي يعتبر معدل تكوين رأس المال أحد أهم مرتكزاتها، ويعتمد هذا الأخير على معدل الادخار...ومن هذا المنطلق تتضح مكانة الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.

وتعرف السوق المالية على أنها: " سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفية وغير المصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذه السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، وملائمة تشريعات الاستثمار¹. " وتتكون الأسواق المالية أساسا من سوق رأس المال - وهو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات - وسوق النقد - وهو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية قصيرة الأجل - بالإضافة إلى مجموعة من المؤسسات المالية تابعة كبنوك الاستثمار .

2.1. دور أسواق رأس المال في النشاط الاقتصادي

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها، فيمكن حصرها فيما يلي²:

أ. خلق رؤوس أموال جديدة: إن قيام أي فرد بالاكتتاب بأسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات، يعني أن هذا الشخص قد أضاف مصادر تمويلية جديدة للسوق، حيث لا يمكن لهذا المستثمر سحب أمواله إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الصكوك، وهذا يعني أن الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة رؤوس أموال جيدة لهذه السوق.

¹ -حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 25.

² -عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، ص ص 4-5، نقلا عن وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية: الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002، ص ص 20 - 23 (بتصرف).

وتقوم الشركات الناجحة باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياجات المختلفة وعندما تحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال الشركة تزيد من رأس مالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الاحتياطات، أو بقيمة تقل كثيرا عن القيمة السوقية للسهم، وبذلك يزيد رأسمال المساهم كما تزيد حجم رؤوس الأموال المستثمرة في السوق المالية، ولا تنقص إلا في حالات إفلاس الشركات وتصفياتها.

ب. **تعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة :** وذلك من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق والتي تقوم بتوزيعات مغرية، بدلا من أن يتم توجيه الأموال المستثمرة نحو الأنشطة غير المنتجة، كالمضاربة في العملة والعقارات والأراضي أو اكتنازها. كذلك نلاحظ أن الشركات الربحية هي التي تمنح توزيعات مغرية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الأسهم والسندات الصادرة عن هذه الشركة.

ج. **تنمية الادخار:** عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني. حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات) وذلك وفقا لاتجاهات الأسعار.

د. **المساعدة على تلافي تقلبات الأسعار :** تقوم البورصة في هذا المجال بدور لكسر حدة التقلبات والتي ترجع أساسا لانفعالات المتعاملين في البورصة (وقد تكون خاطئة)، ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاءها المتخصصون وعملائها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات، فيشترون

ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاور، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام بها، إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

هـ. **تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة لتطوير الاقتصاد :** تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اتجاه الدولة للاقتراض الخارجي، فهي تلجأ للاقتراض الداخلي من خلال طرح سندات حكومية. كما أنه عند وجود بورصة للأوراق المالية سيسمح ذلك بتزويد السوق المالي بالسيولة بشكل مستمر، من خلال جذب رؤوس الأموال المحلية أو الخارجية لشراء الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى، مما يوفر قدرا غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية.

وتكون المشاريع في بداية تأسيسها بحاجة إلى عملية تمويل، ولذلك تتجه هذه المشاريع إلى سوق الأوراق المالية، والتي تعد بطبيعتها من أهم المصادر لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل من خلال إصدار الأسهم واقتنائها من طرف الأفراد والمؤسسات.

و. **تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية :** تساعد البورصة في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها، فحجم المعاملات يدل على أهمية الأموال السائلة المتداولة، وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة. حيث أن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو

الإنتاج، فإن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمرين للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبون بها.

ومما تقدم يتبين الدور الهام الذي يلعبه وجود السوق المالي في النشاط الاقتصادي، فهي تعد حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين عن طريق جمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار. إضافة إلى تمكين أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس أموال تكفل لهم القدرة على تمويل مشاريع جديدة أو توسيع مشاريع قائمة... فهي بذلك - أي الأسواق - تعد أداة لتوفير السيولة وتنشيط الاقتصاد.

ومن جهة أخرى توفر السوق المالية الحماية للمتعاملين من تقلبات الأسعار، فهي بذلك تعتبر أداة لتسيير المخاطر. فضلا عن عملها كسلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات المسعرة من خلال رصد حركة اسهم هذه الشركات، لأن ارتفاع اسعار الاسهم يكون نتيجة للسياسات الاستثمارية والتنشغيلية والتمويلية ذات الكفاءة وتنخفض عند العكس.

ثانيا: الإطار النظري للعلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وأداء أسواق رأس المال

توجد العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر ان يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتنبأ باتجاه سوق رأس المال . وفيما يلي سوف نتناول عددا من المتغيرات ذات التأثير المباشر على الأسواق المالية:

1- مؤشر الانتاج الصناعي : يقيس القيمة الكلية للمخرجات المنتجة من قبل المصانع، والمناجم، والمرافق وأي اتجاه متصاعد. له تأثير إيجابي على العملة لأن ارتفاع مستويات الانتاج إشارة لاقتصاد قوي، ويرد الانتاج الصناعي بسرعة على تقلبات الدورة الاقتصادية ويمكن أن يكون مؤشر

قيادي لتصنيع التوظيف، ومتوسط المداخل، والدخل الشخصي. ويعبر
التجار اهمية خاصة إلى الإنتاج الصناعي لأنه أحد مؤشرات النمو.¹

2- الناتج المحلي الاجمالي : يعد الناتج المحلي الاجمالي من اهم المؤشرات
التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي دولة، ويدل نمو الناتج من سنة
لأخرى على تطور النشاط الاقتصادي في البلد، ومن هنا فان التنبؤات التي
تتعلق بالوضع الذي سيكون عليه هذا الناتج في السنوات المقبلة يعكس بلا
شك الوضع الاقتصادي في المستقبل والذي بدوره ينعكس على حركة
الاسعار في السوق المالية.

لقد اثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات اسعار الاوراق المالية واتجاهات
الناتج ولما يزيد عن ربع قرن (1959-1985) بان هناك علاقة طردية
وقوية بين المتغيرين، فالمستثمر يجب ان يكون ملما بالناتج المحلي
الاجمالي، لان البيانات التي يتكون منها هذا الناتج سواء بالأسعار الجارية
او الثابتة تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية، ومن هنا تظهر
أهمية تتبع النشاط الاقتصادي بالنسبة الى المستثمر، وبمقدار ما يكون
التوقع دقيقا يتمكن المستثمرون من اتخاذ القرار السليم بالنسبة الى
استثماراتهم (فاذا ما عرف ان الاقتصاد مقبلا على حركة انتعاش فإن ذلك
يعتبر مشجعا لشراء الأسهم لان حركة الانتعاش هذه سوف تعمل على زيادة
أرباح المؤسسات وبالتالي ارتفاع اسعار الاصول المالية. اما غذا كانت
التوقعات تشير الى ان الاقتصاد مقبل على ركود، فان ذلك يعطي اشارة
الحذر بالنسبة للاستثمار بالأسول المالية)².

¹ صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق، دار جليس
الزمان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص 69.

² دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات الاسواق المالية، مجلة بحوث مستقبلية،
العدد 15، كلية الحدباء الجامعة، 2005، ص ص 141-142.

3- عرض النقود : تتضح العلاقة بين عرض النقود وأسعار الاسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية ايداع نسبة من الاحتياطي لديه، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الائتمان لدى الافراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك

الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض، أي انخفاض اسعار الفائدة. وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس صحيح¹.

ومن ناحية ثانية اذا ما زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الاقتصادي، فإن ارتفاع حجم السيولة يؤدي إلى ارتفاع اسعار الأسهم، إلا أنه قد يظهر أثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها في شكل اصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة، وانخفاض أسعار الأسهم².

4- سعر الصرف : يؤثر سعر الصرف بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها. ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي الى انخفاض اسعارها³.

¹ I.M.F, **Monetary Implementation at Different Stage of Market Development**, country case and appendices- supplementary information, working paper, 2004, pp 1-3.

² بشير الزغبى، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (1978-1998)، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 27، العدد 2، 2002، ص 324.

³ -Shaun Ic. Roache and Mathew D.Merrih, **Currency Risk Premiain Global Stock Markets**, IMF, Working paper, 2006, P2.

5- **معدل التضخم**: إن دراسة تأثير معدل التضخم عند تقييم الأصول المالية مهم جدا لأنه جزء من معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يستخدم كمعدل خصم في نماذج تسعير الأوراق المالية وبالتالي فإن زيادة التضخم مع ثبات العوامل الأخرى تؤدي إلى زيادة العائد المطلوب ومن ثم انخفاض أسعار الأوراق المالية والعكس صحيح¹.

ويوضح التحليل السابق العلاقة بين مستوى النشاط الاقتصادي وأسعار الأسهم . وما هو جدير بالذكر أنه ينبغي على المستثمر ان يكون ملما بأوجه هذه العلاقة حتى يتسنى له مراقبة حركة هذه المؤشرات بدقة وتتبع الاتجاه الذي يمكن ان تسير عليه الأسهم مستقبلا وبالتالي اختيار الوقت المناسب للشراء والبيع.

ثانيا/ التقلبات الاقتصادية وآلية انتقال مخاطرها إلى الأسواق المالية

لاحظ الاقتصاديون من خلال تطورات نظام اقتصاد السوق أن النشاط الاقتصادي تتناوبه تقلبات دورية يحدث خلالها تغيرات وخلل في أحد أو جميع مظاهر النشاط الاقتصادي تؤدي إلى اضطراب سوق العرض والطلب والإنتاج، وتقلبات نقدية وعدم استقرار أسعار الصرف، وارتفاع أسعار وهي ما عبر عنها ماركس بأنها التناقضات التي تؤدي إلى مرحلة الكساد والركود، وتوقف النمو الاقتصادي.

1.2. **تعريف التقلبات الاقتصادية** : تعرف التقلبات الاقتصادية التي سماها Juglar في عام 1862 بالدورات الاقتصادية على أنها : " تقلبات منتظمة

¹ - حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمة المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، ص ص 10-14.

بصورة دورية في مستوى النشاط الاقتصادي¹. وعرفت كذلك بأنها " تقلبات في النشاط الاقتصادي الكلي مثل مستويات الإنتاج والعمالة والأسعار".²

وتسمى الدورة الاقتصادية أيضا تسمى بدورة الأعمال Business Cycle في التقلبات في اتجاه المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج الكلي والتشغيل والتضخم (الارتفاع في مستوى الأسعار) والانكماش (الانخفاض في مستوى الأسعار) والبطالة³، وتتسم هذه الدورات بتكرار حدوثها الذي قد يكون منتظما في بعض الأحيان أو غير منتظم في كثير من الأحيان، أي عدم التساوي بين المدة الزمنية التي تستغرقها الاتجاهات التوسعية في الدورة التي تتمثل بالتقلبات من مركز أو نقطة التحول الدنيا، أو قاع الدورة التي تمثل حالة الكساد، وبين المدة الزمنية التي تستغرقها الاتجاهات الانكماشية التي تتمثل بالتحويلات من نقطة التحول العليا أو القمة التي تمثل وضع الانتعاش أو الرخاء، فعندما يكون الاقتصاد في وضع القمة توجد هناك عوامل ومتغيرات تدفع إلى وضع الانكماش والركود ثم الكساد (الذي يظهر الانخفاض الشديد في مستوى الأسعار⁴، وكذلك عندما يكون الاقتصاد في وضع الكساد توجد عوامل ومتغيرات تدفع للتحويل إلى وضع التوسع والانتعاش.

تجدر الإشارة إلى أن الأزمات الاقتصادية تعد أخطر مراحل الدورات الاقتصادية التي تحدث في الاقتصاديات الرأسمالية.

وقد تنتقل عدوى هذه الأزمات إلى الدول الأخرى - حسب درجة الارتباط -، ومصدر كل الأزمات الاقتصادية هو التقلبات الشديدة في بعض أو كل المتغيرات الاقتصاد الحقيقي والمالي، وسرعان ما تتفاعل التقلبات في المتغيرات

¹ - عمر حسين، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، ط 4، 1992، ص ص 214-216
² - الكريم مبارك، "الدورات الاقتصادية"، مجلة الإدارة العامة، العدد 34، 1982م، المملكة العربية السعودية، ص 180

³ موسى ادم عيسى، آثار التغيرات في قيمة النقود وكيفية معالجتها في الاقتصاد الإسلامي، مجموعه دلة البركة، جدة، 1993، ص ص 212، 211.

⁴ المرجع نفسه، ص 212.

الحقيقية والمالية لتشكل خليطاً من التأثيرات المتبادلة التي تفجر الأزمة الاقتصادية.

2.2. آلية انتقال مخاطر التقلبات الاقتصادية إلى الأسواق المالية

اصبح تحليل حركة الاسواق في ظل حركة الدورة الاقتصادية أمراً معروفا لدى الاقتصاديين. وبما ان للدورة اتجاها متوقعا فإن توقعات المستثمرين في الأسواق المالية تبنى على أساس مدى تأثر الاستثمار بهذه الدورة، حيث أن السوق ما هو إلا حصيلة مكوناته ممثلة لوحدات العجز ووحدات الفائض، ومن ثم فالأوراق المالية لهذه الوحدات المختلفة هي المتلقية لتأثير تقلب السوق بفعل الدورة الاقتصادية، وبالتالي فالتقلبات في أسعار الأوراق المالية هي جزء مهم من تقلبات السوق.

ويحل المستثمرون في الأوراق المالية في تحليل تغيرات الورقة المالية محل الاستثمار، من خلال متابعة سلوكها التاريخي ومدى تقلب العوائد بالارتباط مع حالة النشاط الاقتصادي السائد للتعرف على مدى ارتباط هذه الأداة الاستثمارية بحركة السوق مقارنة بارتباط الأوراق الأخرى. وتؤدي نتائج التحليل التاريخي لسلوك الأوراق المالية إلى حقائق نسبية مفادها بأن أسهم منشآت الأعمال التي لها دورات معينة سوف تستمر بالأغلب على هذه الدورات مستقبلاً، كما أن أسهم المنشآت التي شهدت نمواً جيداً يتوقع استمرار ذلك مستقبلاً أو مقارباً لذلك¹. وقد تنجم هذه الدورات نتيجة لعوامل محرضة منها:

1/ تقلبات سعر الصرف : يؤدي التقلب في سعر صرف العملة الوطنية إلى تغير في القدرة الشرائية للعملة الوطنية في الخارج والعملات الأجنبية في الداخل وهو ما يعني حدوث تغير في أسعار السلع الوطنية في الخارج وأسعار السلع الأجنبية في الداخل ومن ثم حدوث تغير في الطلب الخارجي على السلع الوطنية والطلب الداخلي على السلع الأجنبية وتتأثر بذلك أرباح الشركات المساهمة

¹ د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص ص 189-190.

المسكرة في السوق المالية نتيجة لهذه التغيرات. وبذلك تتأثر الاستثمارات في السوق المالية بالتقلبات سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى.

ب/ تقلبات سعر الفائدة: هي تلك الاختلافات بين معدلات العائدة المتوقعة ومعدلات العائدة الفعلية بسبب التغيرات السوقية خلال المدة الاستثمارية، حيث يختلف تأثير مخطر تغير أسعار الفائدة حسب نوع الورقة المالية، إذ نجده أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مقارنة بالأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية¹.

ج/ تقلبات التضخم: يظهر احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد لتنعكس القيمة الشرائية للمبلغ المستثمر، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية².

د/ تقلبات الانتاج الصناعي: تنجم عن عوامل تؤثر في قطاع معين دون غيره من القطاعات، وهي مخاطر مرتبطة بنشاط معين بسبب تغير أذواق المستهلكين أو وجود منافسة شديدة فمثلاً الصناعات التكنولوجية تتعرض للتقادم بسرعة، وهي مخاطر قد تكون مؤقتة أو دائمة وقد تكون كبيرة أو صغيرة³.

3.2. تقدير التقلبات الاقتصادية الدورية

لتقدير التقلبات الاقتصادية الدورية نعتمد على تحليل السلاسل الزمنية والتي تتألف في غالبية الأحيان تغيرات قد تتكرر خلال فترات زمنية متوسطة الطول، وتظهر هذه الدورات المتكررة شكلها شبيه بشكل الدالة الجيبية، ولكنها قد تكون بأطوال وسعات مختلفة وتوجد طرق كثيرة لتقديرها نذكر منها طريقة واحدة مبنية

¹ Mondher Bellalah , *gestion des Risques de taux d'intérêt et de change*, 1ere édition , de Boeck , 2005 , P 209

² طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر أفراد، إدارات، شركات، بنوك مخاطر الائتمان الاستثمار المشتقات وأسعار الصرف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص ص 368-369

³ المرجع نفسه، ص ص 373-375

على أساس النموذج الضريبي وتسمى طريقة البواقي ويحتاج تقدير هذه المركبة إلى اتباع الخطوات التالية¹:

- حساب مركبة الاتجاه العام : يمكن تقدير الاتجاه العام للسلسلة الزمنية بطريقة المربعات الصغرى، بحيث نستخدم الزمن كمتغير مستقل X وقيم السلسلة Y كمتغير تابع، ويمكن استخدام معادلة الانحدار للتنبؤ عن قيم مستقبلية لهذه السلسلة .
- حساب المركبات الموسمية : يمكن حساب المركبات الموسمية باتباع الخطوات التالية:
 - تحديد معادلة الاتجاه العام المناسبة من خلال الرسم البياني للسلسلة.
 - تقدير معادلة خط الاتجاه العام باستخدام طريقة المربعات الصغرى مع أخذ قيم X موسمياً .
 - تكوين القيم الاتجاهية بالتعويض عن X في معادلة خط الاتجاه العام.
 - حساب النسب الموسمية لكل موسم $= \frac{y}{\bar{y}} * (100)$
 - حساب متوسط النسب الموسمية لكل موسم عبر السنوات وليكن m_i
 - حساب الدليل الموسمي من المعادلة $s_i = \frac{m_i}{\sum m_i} * m * 100$ حيث m عدد المواسم، s_i الدليل الموسمي لكل موسم .
- استبعاد أثر الاتجاه العام وأثر الموسمية من قيم السلسلة Y . إذ يمثل الباقي محصلة التغيرات الدورية.

¹ لمزيد من التفاصيل راجع : صلاح الدين صلاح الهيتي، الأساليب الإحصائية في العلوم الإدارية، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2006

II. الجانب التطبيقي للدراسة

بعد العرض النظري الذي تم الطرق فيه إلى العلاقة بين التقلبات الاقتصادية والأسواق المالية، ويهدف الإجابة عن إشكالية الدراسة ومن ثم صياغة النتائج والتوصيات، نقدم الجانب التطبيقي للدراسة لاختبار أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم، ذلك بالاعتماد على البيانات اللازمة، وباستخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة على برنامج 7 EViews. وقبل ذلك لابد من التعريف بالمتغيرات الاقتصادية والمالية المستخدمة في الدراسة ومصادرها.

أولاً: نموذج مقترح لقياس واختبار أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم بسوق نيويورك للأوراق المالية

1.1. نبذة عن سوق نيويورك للأوراق المالية

تعد أسواق رؤوس الأموال في الولايات المتحدة الأمريكية مرتكزا أساسيا للنظام الرأسمالي إذ تمثل مصدرا لكثير من المؤسسات. ويمثل سوق نيويورك للأوراق المالية أهم وأكبر بورصة في العالم. إذ يعود تاريخ هذه السوق إلى سنة 1792. وتشكل مركز اهتمام أكبر وأشهر الشركات كما تتضمن أسهم حوالي 2767 شركة مختلفة. و1366 عضوا أو مقعدا هذا ما يتطلب حوالي 230 كلم من كابلات الألياف البصرية و8000 خطا هاتفيا، وهي بذلك ترتبط بمختلف فروعها المنتشرة داخل الو. م.أ وخارجها. يجري التداول عادة داخل قاعة التداول على 22 مركز تداول مخصص للمضاربة حول شركات معينة ويبلغ عددها أكثر من 75 شركة لكل مركز وخلف قاعة كل مركز يتواجد عدد كبير من الموظفين التابعين للبورصة مهمتهم الرئيسية هي اتمام المعاملات¹.

2.1 تعريف مؤشر بورصة نيويورك بكافة الأسهم NYSE Composite index

¹ New York Stock Exchange, **Facts and figures**, Historical statistics for the year 2007, PP 2-5.

أقرت سوق نيويورك للأوراق المالية في سنة 1965 انشاء مؤشر بكافة الأسهم نتيجة للانتقادات الموجهة لمؤشر داو جونز. وهو مؤشر شامل لكافة الاسهم المدرجة في بورصة نيويورك، فهو يمثل بذلك قياسا لاتجاهها مما يمكن من أخذ صورة واضحة عن حركة الأسهم.

وقد تم التركيز في هذه الدراسة على مؤشر بورصة نيويورك بكافة الأسهم كونه يعكس جميع أسعار الأسهم المدرجة بالإضافة إلى أن المستثمرين يعتبرون سوق نيويورك للأوراق المالية مقياسا رئيسيا من خلاله يتم معرفة التوجه العام لباقي أسواق الأوراق المالية العالمية.

من الناحية التاريخية هذا المؤشر متوفر منذ 7 جانفي 1939م إلى 28 ماي 1964م بمعدل مرة كل أسبوع أي قامت سلطات البورصة بتوسيع حسابه إلى ذلك التاريخ كما يتوفر على معدل يومي منذ 28 ماي 1964م حسب أسعار الإغلاق، أما المؤشرات الفرعية الأربعة فمتوفرة منذ 31 ديسمبر 1965م وفقا لأسعار الإغلاق أيضا.

يتألف من 1867 سهم ويعرض معلوماته بالدولارات والسنتات (وليس بالنقاط) ليكون ممثلا لمتوسط سعر الأسهم التي يتم التداول بها. يتم احتسابه وفقا للعلاقة التالية¹:

$$i$$

حيث:

p_{i0} : سعر الإغلاق للسهم i عند سنة الأساس (2002/12/31).

q_{i0} : عدد حصص الشركة i عند سنة الأساس (2002/12/31).

p_{it} : سعر السهم i في الفترة t

q_{it} : عدد حصص الشركة i في الفترة t

¹ - www.nyseindexes.com

c_t : معامل تصحيح يعتمد على رسمة السوق

n : عدد الأسهم في المؤشر

3.1 البيانات المستخدمة في التحليل

للقوف عند الأثر الذي تتركه التقلبات الاقتصادية على حركة عوائد الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية للفترة 2003-2012 نستخدم في بداية الأمر على بيانات المتغيرات التالية*:

- قيمة مؤشر NYSE عند الإغلاق منذ 2003/1/02 إلى غاية 2012/12/31.

- سعر الصرف الشهري للولايات المتحدة الأمريكية

- الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الشهري للولايات المتحدة الأمريكية

حيث تم الاعتماد على بيانات Yahoo finance للحصول على بيانات NYSE. أما باقي البيانات فقد تم الحصول عليها من قاعدة بيانات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE .

وانطلاقاً من البيانات الخاصة بالمتغيرات السابقة تم تقدير المتغيرات التي نستخدم عليها في الدراسة وهي:

← متغير العائد السوقي للأسهم ونرمز له بـ: $REND$: تم حساب العائد السوقي الشهري لسوق نيويورك للأوراق المالية بالاعتماد على البيانات الشهرية المتاحة حول أسعار المؤشر NYSE للفترة من 2003/01/02 ولغاية 2012/12/31. حيث تعطى سلسلة عوائد المؤشر الشهرية وفقاً للعلاقة التالية :

$$\text{العائد} = (\text{لوغاريتم القيمة الحالية للمؤشر} - \text{لوغاريتم القيمة الماضية للمؤشر}) \times 100$$

أو :

$$REND = 100 * (\log NYSE_t - \log NYSE_{t-1}) \dots (1)$$

* راجع الملحق.

← متغير تقلبات سعر الصرف : ونرمز له بـ CYCLETCHANGE: تم الحصول عليها بتصفية المركبات الدورية لسلسلة سعر الصرف الشهري للولايات المتحدة الأمريكية. ذلك بالاعتماد على ¹ Hodrick Prescott Filter المدرج في برنامج Eviews 7.

← متغير تقلبات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي ونرمز له بـ CYCLEPRODINDEX: تم الحصول عليها بتصفية المركبات الدورية لسلسلة الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الشهري للولايات المتحدة الأمريكية عن طريق Hodrick Prescott Filter.

2.3.1 التحليل الوصفي لسلاسل متغيرات الدراسة

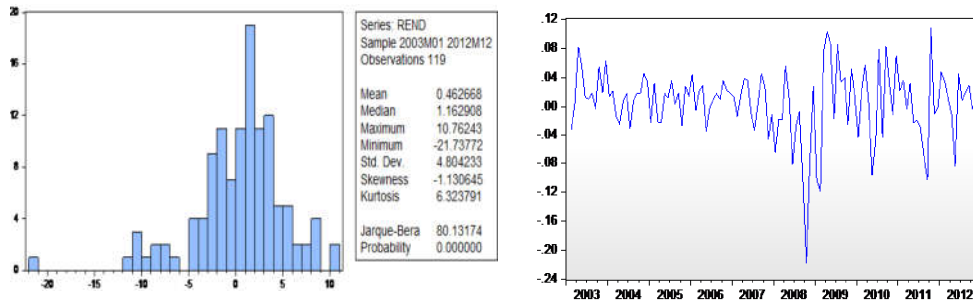
أ/ سلسلة العوائد REND: تتكون هذه السلسلة من 119 مشاهدة شهرية للفترة 2003/1 – 2012/12 بمتوسط حسابي قدره 46 \$ وقيمة عظمى قدرها 1076 \$ وقيمة دنيا تبلغ -2173 \$، بينما بلغت قية الوسيط 116.2 \$. يلتوي شكل التوزيع الاحصائي لتذبذب عوائد الأسهم في بورصة نيويورك نحو اليسار وذلك بقيم متقاربة حسب معامل Skewness الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي.

كما يتصف شكل هذا التوزيع بأنة مذبذب حيث لم تبلغ قيمته معامل Kurtosis القيمة 3 التي توافق تفريط التوزيع الطبيعي. ونستنتج مما سبق أن عوائد المؤشر NYSE لا تتوزع طبيعيا حسب الاحصائية Jarque-Bera. ويوضح الشكل التالي ذلك:

¹ - لمزيد من التفاصيل حول هذا المقياس راجع :

Ministère de l'économie et des finances du royaume du Maroc, **datation du cycle d'affaires de l'économie marocaine**, papier de travail, Mars 2009.

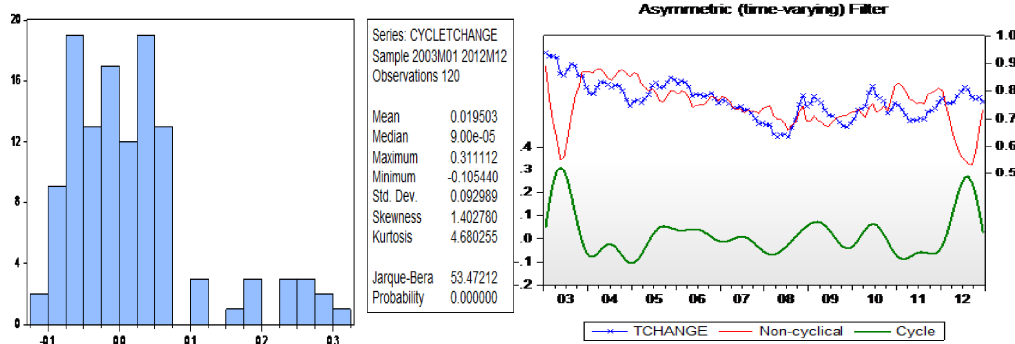
الشكل رقم (01): سلسلة عوائد مؤشر NYSE



المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 7

ب/ سلسلة تقلب سعر الصرف CYCLETCHANGE: تتكون هذه السلسلة من 120 مشاهدة شهرية للفترة 2003/1 - 2012/12. يلتوي شكل التوزيع الاحصائي لتقلب سعر الصرف نحو اليسار وذلك بقيم متقاربة حسب معامل Skewness الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي. كما يتصف شكل هذا التوزيع بأنه مفطح حيث فاقت قيمته معامل Kurtosis القيمة 3. إضافة إلى أنه لايتوزع طبيعيا حسب القيمة الاحتمالية الاحصائية Jarque-Bera. ويوضح الشكل التالي ذلك:

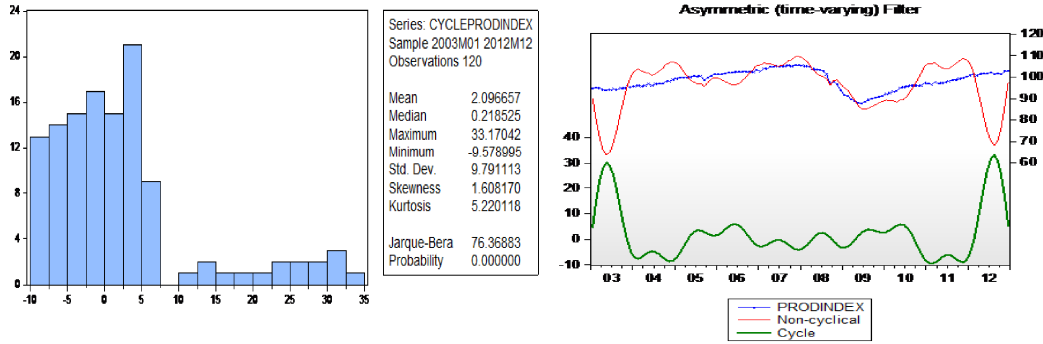
الشكل رقم (02): سلسلة تقلب سعر الصرف



المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 7

ج/ سلسلة تقلب الرقم القياسي للإنتاج الصناعي CYCLEPRODINDEX :
تتكون هذه السلسلة من 120 مشاهدة شهرية للفترة 2003/1 - 2012/12،
حيث يلتوي شكل التوزيع الاحصائي لتقلب الرقم القياسي للإنتاج الصناعي نحو
اليسار وذلك بقيم متقاربة حسب معامل Skewness الذي يقيس درجة الالتواء
عن التوزيع الطبيعي.
كما يتصف شكل هذا التوزيع بأنه مذبذب حيث لم تبلغ قيمة معامل Kurtosis
القيمة 3 التي توافق تفريط التوزيع الطبيعي. ومما سبق يتضح أن تقلب الرقم
القياسي للإنتاج الصناعي لا يتوزع طبيعيا حسب الاحصائية Jarque-Bera .
ويوضح الشكل التالي ذلك:

الشكل رقم (03): سلسلة تقلب الرقم القياسي للإنتاج الصناعي



المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 7

4.1 الأساليب القياسية المستخدمة

لتحليل أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم تم الاعتماد على نماذج متجه تصحيح الخطأ VECM التي تستخدم للتأكد من شكل العلاقة التوازنية قصيرة وطويلة الأجل. ومن أهم شروط تطبيق هذه النماذج مجدد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات وفق طريقة جوهانسن.

في حقيقة الأمر تعتبر هذه النماذج كحالة خاصة لنماذج الانحدار الذاتي VAR، حيث إذا افترضنا وجود سلسلتين X و Y متكاملتان من الدرجة (1) فإن النموذج العام الديناميكي التبادلي بين هذين المتغيرين يكون كما يلي:

حيث أن المعلمتين α_0 و α_2 تمثلان معامل تصحيح الخطأ في المعادلتين¹.

5.1 عرض وتحليل نتائج التقدير

لاختبار العلاقة بين عوائد الأسهم والتقلبات الاقتصادية باستخدام نماذج تصحيح الخطأ للفترة 2003/1/2-2012/12/31 لابد من القيام باختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

2.5.1 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

أثبتت العديد من الدراسات القياسية (Stock and Watson)²، (David F. Hendry)³، أن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية تتسم بعدم الاستقرار تنتج عنها مشكلة الانحدار الزائف Spurious Régression ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة التي يتحصل عليها، حيث تكون قيم R^2 مرتفعة حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات، وعليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة، حسب

¹ Hill c. William Griffiths, and Gury C., **Principles of econometrics**, 4th ed., New Jersey, USA, 2011, P 500.

² Stock, J. H. and Watson, M. W., **Testing for Common Trends**, Journal of American Statistical Association, Vol. 83, 1988.

³ David F. Hendry, **Econometric Modeling with Cointegrated Variables: An Overview**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 48, August 1986.

طريقة ديكي فولر المطور (ADF) وطريقة فيليب بيرون (PP). ذلك من أجل اختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة وعدم احتوائها على جذر الوحدة بحيث تكون الفرضية الصفرية هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنها غير مستقرة. ويتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو بالرفض بملاحظة القيمة الاحتمالية، فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية (ADF) أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض فرض الأساس بوجود جذر الوحدة والحكم باستقرار السلسلة الزمنية للمتغير محل الدراسة.

الجدول رقم (01): نتائج اختبار الاستقرار حسب طريقة ولتغيرات الدراسة

المتغيرات	Lag	ADF		PP	
		المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول
REND	3	الحد الثابت	1.58932-	1.61091-	19.39271-***
		الحد الثابت مع اتجاه عام	1.54573-	1.52234	19.28659-***
CYCLECHANGE	3	الحد الثابت	0.80780-	1.05987-	4.256205-***
		الحد الثابت مع اتجاه عام	2.69229-	2.29933-	4.250160-***
CYCLEPRODINDEX	3	الحد الثابت	2.03422-	1.93457-	10.54459-***
		الحد الثابت مع اتجاه عام	1.34102-	1.29402-	10.52441-***

*** معنوية عند مستوى 1%، ** معنوية عند مستوى 5%، * معنوية عند مستوى 10%.

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج 7 EViews

بناء على نتائج الجدول رقم (01) نجد ان السلاسل عوائد المؤشر NYSE وتقلبات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وسعر الصرف غير مستقرة عند المستوى حسب اختبائي ديكي فولر المطور ADF وفيليب بيرون PP. وأن هذه المتغيرات تصبح مستقرة عند الفرق الأول لها. ويعني ذلك امكانية تطبيق اختبار

جوهانسن للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ للكشف عن طبيعة العلاقة بينهما.

3.5.1 اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

تكمن هذه الخطوة في التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة. حيث يظهر الجدول الموالي قيمة معامل الأثر Trace يليه الجدول رقم (03) الذي يظهر القيمة العظمى، وكلا الاختبارين يمكن من خلالهما معرفة وجود تكامل مشترك بين عوائد المؤشر NYSE وتقلبات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وسعر الصرف.

الجدول رقم (02): قيمة معامل الاثر Trace حسب اختبار جوهانسن

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.984183	697.6282	29.79707	0.0001
At most 1 *	0.839356	229.0533	15.49471	0.0001
At most 2 *	0.180002	22.42517	3.841466	0.0000
Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج 7 EViews

الجدول رقم (03) : القيمة العظمى حسب اختبار جوهانسن

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.984183	468.5749	21.13162	0.0001
At most 1 *	0.839356	206.6281	14.26460	0.0001
At most 2 *	0.180002	22.42517	3.841466	0.0000
Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج 7 EViews

ويظهر انطلاقا من نتائج الجدولين امكانية وجود 3 علاقات تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة عند مستوى معنوية 1%.

ويعني ذلك امكانية تطبيق اسلوب متجه تصحيح الخطأ. ولكن قبل ذلك يجب علينا تحديد فترة التأخير المثلى لنموذج متجه تصحيح الخطأ.

4.5.1 اختبار تحديد فترة التأخير المثلى لنموذج متجه تصحيح الخطأ

لتحديد هذه الفترة تم الاعتماد على قيمة معيار Akaike (AIC)، معيار Schwarz (SC) ومعيار Hannan-Quinn (HQ). إذ يتم تحديد فترة التأخير المثلى وفقا لأصغر قيمة التي يأخذها كل معيار. كما هو ممثل في الجدول التالي:

الجدول رقم (04) : قيم معايير (AIC)، (SC) و (HQ) عند فترات تأخير مختلفة

Lag	AIC	SC	HQ
0	9.598314	9.671545	9.628022
1	4.305592	4.598514	4.424421
2	-1.007219	-0.494606	-0.799267
3	-6.046508	-5.314203	-5.749434
4	-11.95268	-11.00068	-11.56648
5	-17.02199	-15.85030	-16.54667
6	-24.38762	-22.99624	-23.82318
7	-40.43203*	-38.60126*	-39.68934*
8	-31.22299	-29.61191	-30.56942

* indicates lag order selected by the criterion

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 7

اسفرت نتائج الجدول أن درجة التأخير المثلى هي 7 فترات .

5.5.1. نتائج متجه تصحيح الخطأ

يظهر الجدول رقم (05) نتائج تحليل معادلات متجه تصحيح الخطأ.

الجدول رقم (05): نتائج متجه تصحيح الخطأ

Error Correction:	D(REND)	D(CYCLEPRODINDEX)	D(CYCLETCHANGE)
CointEq1	-0.913956***	3.12E-06***	4.30E-08***
D(REND(-1))	-0.114721***	-3.18E-06***	-4.06E-08***
D(REND(-2))	-0.294624	-3.00E-06***	-3.54E-08***
D(REND(-3))	-0.263280	-2.69E-06***	-2.85E-08***
D(REND(-4))	-0.138089	-2.29E-06***	-2.19E-08***
D(REND(-5))	-0.178177	-1.85E-06***	-1.64E-08***
D(REND(-6))	-0.252308*	-1.36E-06***	-1.12E-08***
D(REND(-7))	-0.220773*	-9.02E-07***	-7.20E-09***
D(CYCLEPRODINDEX(-1))	77976.02***	6.983339***	-0.007391***
D(CYCLEPRODINDEX(-2))	-519592.2***	-21.58563***	0.048986***
D(CYCLEPRODINDEX(-3))	1514952.***	38.47136***	-0.142139***
D(CYCLEPRODINDEX(-4))	-2503956.***	-43.10996***	0.233874***
D(CYCLEPRODINDEX(-5))	2533305.***	30.97785***	-0.235592***
D(CYCLEPRODINDEX(-6))	-1569024***.	-13.85982***	0.145290***
D(CYCLEPRODINDEX(-7))	551067.1***	3.498053***	-0.050799***
D(CYCLETCHANGE(-1))	-6930051***.	30.50646***	8.017303***
D(CYCLETCHANGE(-2))	46384825***	-215.3545***	-28.56694***
D(CYCLETCHANGE(-3))	-1.36E+08***	661.4614***	59.07945***
D(CYCLETCHANGE(-4))	2.25E+08***	-1146.575***	-77.56931***
D(CYCLETCHANGE(-5))	-2.28E+08***	1212.235***	66.22610***
D(CYCLETCHANGE(-6))	1.41E+08***	-782.3461***	-35.91960***
D(CYCLETCHANGE(-7))	-49450702***	285.6261***	11.32219***
C	-1.149577*	5.72E-06***	6.20E-08***
R-squared	0.597168		
Adj. R-squared	0.477278		
F-statistic	4.980953		
Prob(F-statistic)	0.000000		
Durbin-Watson stat	2.071879		

*** معنوية عند مستوى 1% ، ** معنوية عند مستوى 5% ، * معنوية عند مستوى 10% .

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 7

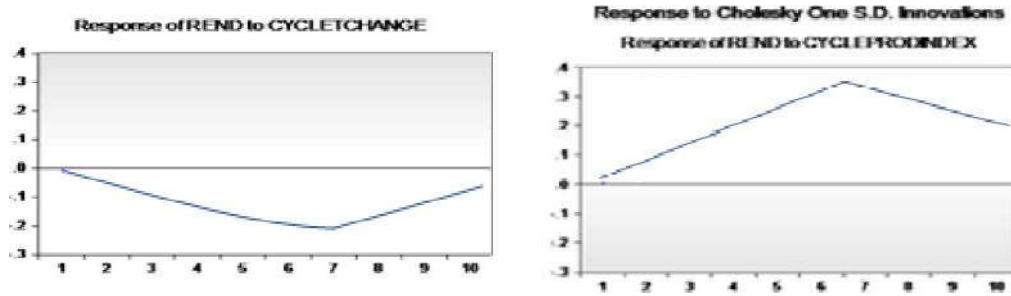
من خلال قراءة نتائج الجدول رقم (5) يتضح وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من تقلبات المتغيرات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وتقلبات سعر الصرف إلى عوائد الأسهم. ذلك لأن معلمة تصحيح الخطأ أو ما يسمى بمعامل سرعة التكيف ذا إشارة سالبة ومعنوي احصائيا (عند مستوى 1 %). إضافة إلى ذلك فإنه يتبين من خلال معادلة عوائد الأسهم أن جل معلمات الأجل القصير

معنوية احصائيا. ويدل ذلك على وجود توازن قصير الأجل بين تقلبات المتغيرات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وتقلبات سعر الصرف وعوائد الأسهم. من ناحية أخرى يمكن ملاحظة أن هذه التقلبات تفسر حركة عوائد الأسهم بنسبة 47.73 % حسب معامل التحديد المصحح. كما يتضح ان النموذج معنوي احصائيا عند مستوى 1 % ولا يعاني من مشكل الارتباط الذاتي.

6.5.1. اختبار استجابة ردة الفعل

يتم اعتماد دالة الاستجابة الفورية لمتتبع المسار الزمني لمختلف الصدمات المفاجئة التي تتعرض لها المتغيرات المختلفة المتضمنة في النموذج، أين تكمن الصعوبة في تفسير المعامل الواحد بشكل فوري، وعليه فإن (IRF) تبين ردود أفعال المتغير التابع نتيجة حدوث تغير مفاجئ في حد الخطأ بمقدار وحدة معيارية واحدة، مما يتسبب في تغير المتغير المعتمد في الوقت الحالي وفي المستقبل، والذي سينعكس على المتغيرات الأخرى المتضمنة في النموذج أيضا في الوقت الحالي والمستقبلي وتعكس كيفية استجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي صدمة مفاجئة في أي متغير في النموذج مع مرور الزمن، وقد تم اجراء اختبار استجابة ردة الفعل لعوائد المؤشر NYSE نتيجة حدوث صدمة مفاجئة في تقلبات باقي المتغيرات الاقتصادية المدرجة في الدراسة وتقد تم الحصول على النتائج التالية:

الشكل رقم (04) : استجابة عوائد المؤشر NYSE لصدمة في تقلبات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وسعر الصرف



المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 7

يتبين من خلال الشكل رقم (04) استجابة عوائد المؤشر NYSE لصدمة في تقلبات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وسعر الصرف وذلك لمدة 10 فترات زمنية.

وحسب تقديرات دوال الاستجابة الفورية المبينة في الشكل، فإن حدوث صدمة في تقلب الرقم القياسي للإنتاج الصناعي مقدرة بانحراف معياري واحد سيكون لها أثر معنوي ايجابي على عوائد سوق نيويورك للأوراق المالية ويصل طول فترة الاستجابة كحد أقصى إلى 0.372460 % في الشهر الثاني الذي يلي الصدمة.

أما فيما يخص تأثير الصدمة في تقلب سعر الصرف على عوائد NYSE فسيكون لها أثر سلبي على طول فترة الاستجابة تصل إلى ادنى مستوى بمقدار -0.202432 % في الشهر الثاني من حدوث الصدمة.

خاتمة:

لقد جاءت هذه الدراسة لتحديد أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية، خلال الفترة 2003/01/2 - 2012/12/31، وبعد إجراء الاختبارات الضرورية واللازمة لتحقيق هذا الهدف توصلت الدراسة من خلال اختبار الفرضيات إلى الاستنتاجات التالية:

1. بينت نتائج اختبار التكامل المشترك وجود علاقة تباين مشترك بين متغيرات الدراسة وهذا يعني أنها تتحرك معا.
2. وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وقصيرة الأجل تتجه من تقلبات المتغيرات الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وتقلبات سعر الصرف إلى عوائد الأسهم.
3. حدوث صدمة في تقلب سعر الصرف يؤثر بشكل سلبي على عوائد الأسهم ويمكن ارجاع ذلك الى تعرض العملة الوطنية لهجوم مضاري عنيف يؤدي إلى تخفيض قيمتها تجاه العملات الأخرى الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمارات في الأسهم لأن تخفيض سعر الصرف يؤدي إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات الوطنية ومن ثم زيادة أرباحها المتوقعة مما يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في السهم فيزداد الطلب المحلي على شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وعوائدها.
4. حدوث صدمة في تقلب الرقم القياسي للإنتاج الصناعي سيكون له أثر ايجابي على عوائد الأسهم، وتعود هذه النتيجة الى الدور الفعال الذي سينتج عن تدخل الحكومة لزيادة المبيعات وزيادة الطلب على السلع الصناعية بهدف التحفيز على رفع النشاط الاقتصادي وبالتالي زيادة الانتاج وزيادة الاستثمار والذي سيؤدي الى زيادة التداول في السوق المالي ورفع العوائد.
5. اظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة أن حدوث صدمة في تقلب المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة يسمح للعوائد العودة إلى مستواها التوازني إلا عند الشهر 7 .

المراجع

1. بشير الزغبى، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (1978-1998)، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 27، العدد 2، 2002.
2. حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمة المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف .
3. حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
4. د. صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
5. د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
6. دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات الاسواق المالية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، كلية الحداثة الجامعة، 2005.
7. صلاح الدين صلاح الهيتي، الأساليب الاحصائية في العلوم الإدارية، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2006.
8. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر أفراد، إدارات، شركات، بنوك مخاطر الائتمان الاستثمار المشتقات وأسعار الصرف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
9. عمر حسين، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، القاهرة، ط 4، 1992.
10. عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف.
11. الكريم مبارك، الدورات الاقتصادية، مجلة الإدارة العامة، العدد 34، 1982، المملكة العربية السعودية.
12. موسى ادم عيسى، آثار التغيرات في قيمة النقود وكيفية معالجتها في الاقتصاد الإسلامي، مجموعه دلة البركة، جدة، 1993.
13. David F. Hendry, Econometric Modeling With Cointegrated Variables: An Overview, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 48, August 1986 .
14. Hill c. William Griffiths, and Gury C., Principles of econometrics, 4 th ed., New Jersey, USA, 2011.

15. I.M.F, Monetary Implementation at Different Stage of Market Development, country case and appendices- supplementary information, working paper, 2004.
16. Ministère de l'économie et des finances du royaume du Maroc, datation du cycle d'affaires de l'économie marocaine, papier de travail, Mars 2009 .
17. Mondher Bellalah , gestion des Risques de taux d'intérêt et de change 1ere édition , de Boeck , 2005 .
18. New York Stock Exchange, Facts and figures, Historical statistics for the year 2007.
19. Piyapas Tharavanij and Monash University, Capital Market and Business Cycle Volatility, MPRA Paper No. 5188, posted 7. October 2007.
20. Shaun Ic. Roache and Mathew D.Merrih, Currency Risk Premiain Global Stock Markets, IMF, Working paper, 2006.
21. Stock, J. H. and Watson, M. W., Testing for Common Trends, Journal of American Statistical Association, Vol. 83, 1988.
22. www.nyseindexes.com

- ملحق : السلاسل الاحصائية لمتغيرات الدراسة

	الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الشهري **	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق
سعر الصرف الشهري **	الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الشهري **	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق	عند الإغلاق
2003M01	48.68680	94.60000	0.941649	2007M12	97.40320	105.6000	0.686388	
2003M02	47.16070	95.00000	0.928272	2008M01	91.26160	105.3000	0.679480	
2003M03	47.30210	94.80000	0.925589	2008M02	89.62460	105.1000	0.678146	
2003M04	51.31560	94.00000	0.922013	2008M03	87.97290	104.8000	0.644179	
2003M05	54.35370	94.00000	0.863654	2008M04	92.99600	103.9000	0.634944	
2003M06	55.05170	94.00000	0.857526	2008M05	94.01080	103.5000	0.642842	
2003M07	55.58990	94.40000	0.879439	2008M06	86.60480	103.2000	0.643010	
2003M08	56.60160	94.20000	0.898038	2008M07	84.38640	102.8000	0.634154	
2003M09	56.44030	94.80000	0.891643	2008M08	83.82080	101.1000	0.668063	
2003M10	59.59010	94.80000	0.855320	2008M09	75.32800	96.90000	0.696091	
2003M11	60.73020	95.50000	0.854767	2008M10	60.61090	97.70000	0.751621	
2003M12	64.64000	95.40000	0.814114	2008M11	55.99300	96.50000	0.785486	
2004M01	65.51630	95.70000	0.792891	2008M12	57.57050	93.80000	0.745201	
2004M02	66.92370	96.20000	0.790819	2009M01	51.95790	91.70000	0.755724	
2004M03	65.99060	95.70000	0.815598	2009M02	46.17030	91.10000	0.782243	
2004M04	64.39420	96.10000	0.834460	2009M03	49.78980	89.70000	0.766963	
2004M05	64.84720	96.80000	0.832926	2009M04	55.13360	89.00000	0.758238	
2004M06	66.02990	96.00000	0.823558	2009M05	60.04070	88.10000	0.732805	
2004M07	64.03150	96.80000	0.815355	2009M06	59.05150	87.70000	0.713503	
2004M08	64.54220	97.00000	0.821368	2009M07	64.24280	88.50000	0.709885	
2004M09	65.70250	97.00000	0.818521	2009M08	66.43240	89.40000	0.700900	
2004M10	66.92710	97.90000	0.800834	2009M09	69.10880	90.00000	0.686827	
2004M11	70.05720	98.10000	0.769859	2009M10	67.39450	90.30000	0.674987	
2004M12	72.50060	98.80000	0.745911	2009M11	70.92360	90.80000	0.670649	
2005M01	70.89830	99.20000	0.762199	2009M12	71.84960	91.20000	0.684540	
2005M02	73.21230	99.80000	0.768493	2010M01	68.83780	92.10000	0.700779	
2005M03	71.67530	99.80000	0.757648	2010M02	70.35040	92.50000	0.730765	
2005M04	70.08320	99.90000	0.772948	2010M03	74.47800	93.20000	0.737060	
2005M05	71.34330	100.0000	0.787919	2010M04	74.74400	93.50000	0.746006	
2005M06	72.17780	100.5000	0.822078	2010M05	67.91570	95.00000	0.796253	
2005M07	74.76660	100.3000	0.830746	2010M06	64.69650	95.20000	0.819193	
2005M08	74.96090	100.4000	0.813541	2010M07	69.98990	95.70000	0.783457	
2005M09	76.32980	98.50000	0.816052	2010M08	67.04150	96.00000	0.775758	
2005M10	74.33120	99.70000	0.832351	2010M09	72.81070	96.20000	0.765702	
2005M11	76.45280	100.7000	0.848554	2010M10	75.13350	95.90000	0.719577	
2005M12	77.53950	101.2000	0.843503	2010M11	74.30940	96.20000	0.732405	
2006M01	81.06550	101.3000	0.826300	2010M12	79.64020	97.10000	0.756462	
2006M02	80.60610	101.4000	0.837665	2011M01	81.39160	97.00000	0.748811	
2006M03	82.33200	101.7000	0.831988	2011M02	84.38550	96.60000	0.732703	
2006M04	84.71430	102.1000	0.815017	2011M03	84.04980	97.50000	0.714532	
2006M05	81.89110	102.0000	0.783143	2011M04	86.71410	97.00000	0.692559	

2006M06	81.69070	102.4000	0.790583			2011M05	84.77280	97.30000	0.697143
2006M07	82.42120	102.4000	0.788455			2011M06	83.19100	97.50000	0.695079
2006M08	83.88560	102.6000	0.780571			2011M07	80.79440	98.10000	0.701133
2006M09	84.69650	102.5000	0.785540			2011M08	75.28390	98.60000	0.697230
2006M10	87.74980	102.4000	0.792983			2011M09	67.91650	98.70000	0.726457
2006M11	89.69000	102.3000	0.776416			2011M10	75.63380	99.20000	0.729854
2006M12	91.39020	103.3000	0.756861			2011M11	74.84500	99.50000	0.737802
2007M01	92.54730	102.8000	0.769353			2011M12	74.77030	100.1000	0.758942
2007M02	91.24540	104.0000	0.764899			2012M01	78.38480	100.8000	0.775004
2007M03	92.61820	104.0000	0.755213			2012M02	81.13240	101.3000	0.756264
2007M04	96.27730	104.8000	0.739896			2012M03	82.06930	100.7000	0.757553
2007M05	99.78640	104.9000	0.740134			2012M04	81.19060	101.5000	0.759802
2007M06	98.73020	104.9000	0.745255			2012M05	74.63960	101.7000	0.782165
2007M07	95.54500	104.9000	0.729123			2012M06	78.01840	101.7000	0.798362
2007M08	95.96980	105.0000	0.734129			2012M07	78.63930	102.2000	0.813875
2007M09	100.3928	105.5000	0.719744			2012M08	80.14930	101.4000	0.806519
2007M10	103.1161	105.0000	0.702903			2012M09	82.51000	101.6000	0.777992
2007M11	98.56850	105.6000	0.681078			2012M10	82.21400	101.4000	0.770782
Source : * Yahoo finance : fr.finance.yahoo.com (consulté le 31/12/2013)						2012M11	82.60430	102.8000	0.779608
** OCDE : stats.oecd.org (consulté le 31/12/2013)						2012M12	84.43510	102.8000	0.762283