



جامعة آل البيت
Al al-Bayt University
كلية إدارة المال والأعمال
قسم التمويل والمصارف

أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية؛ دراسة
حالة بورصة عمان

**Impact of oil prices volatility on financial
markets case of Amman stock exchange**

إعداد

أريج ممدوح خليل العموش

إشراف

الدكتور حسين علي الزيود

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل
والمصارف

عمادة الدراسات العليا

جامعة آل البيت

٢٠١٤

تفويض

أنا الموقعة أدناه (أريج ممدوح خليل العموش) أفوض جامعة آل البيت بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات الجامعية أو الهيئات أو الأشخاص المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها حسب التعليمات النافذة في الجامعة .

الاسم :- أريج ممدوح خليل العموش

التوقيع :-

التاريخ:- / / ٢٠١٤

إقرار والتزام بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها

الرقم الجامعي: ١١٢٠٥٠٣٠٠١

أنا الطالبة: أريج ممدوح خليل العموش

الكلية: إدارة المال والأعمال

التخصص: التمويل والمصارف

أعلن بأنني قد التزمت بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية المفعول المتعلقة بإعداد رسائل الماجستير والدكتوراه عندما قمت شخصياً بإعداد رسالتي بعنوان: أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية؛ دراسة حالة بورصة عمان، وذلك بما ينسجم مع الأمانة العلمية المتعارف عليها في كتابة الرسائل والأطاريح العلمية. كما أنني أعلن بأن رسالتي هذه غير منقولة أو مستتلة من رسائل أو أطاريح أو كتب أو أبحاث أو أي منشورات علمية تم نشرها أو تخزينها في أي وسيلة إعلامية، وتأسيساً على ما تقدم فإنني أتحمل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك بما فيه حق مجلس العمداء في جامعة آل البيت بإلغاء قرار منحي الدرجة العلمية التي حصلت عليها وسحب شهادة التخرج مني بعد صدورها دون أن يكون لي أي حق في التظلم أو الاعتراض أو الطعن بأي صورة كانت في القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

توقيع الطالبة: التاريخ / / ٢٠١٤

عمادة الدراسات العليا
جامعة آل البيت

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة:

(أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية ؛ دراسة
حالة بورصة عمان)

وأجيزت بتاريخ: ٢٠١٤/ /

إعداد
أريج ممدوح خليل العموش
إشراف
الدكتور حسين علي الزيود

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

.....	(رئيساً) المشرف	الدكتور حسين علي الزيود
.....	عضواً	الدكتور محمود جردات
.....	عضواً	الدكتور غازي الرقيبات
.....	عضواً	الأستاذ الدكتور احمد إبراهيم ملاوي

الإهداء

أهدي ثمرة الجهد

إلى من أحمل أسمه بكل فخر

إلى من أعطى فلا يكل العطاء

والذي الحبيب

إلى من علمتني أن العلم هو سلاح الحياة

إلى من قاسمتني السهر والعناء

أمي الحبيبة

إلى رفيق الدرب

إلى من يشاركني في السراء والضراء

زوجي الغالي

إلى من هي نور حياتي

إلى من ملئت حياتي فرحاً

أبنتي (حبيبتي)

إلى من لا أطيق الحياة بدونهم

إلى رياحين حياتي

إخواني وأخواتي

إلى من كانوا لي القدوة الحسنه

إلى من كانوا لي النبراس المضيء

أساتذتي

أهدي هذه الرسالة المتواضعة راجية الله عز وجل أن تكون خير دليل ومعين.

أريج

الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد. فقد قال صلى الله عليه وسلم (من لا يشكر الناس لا يشكر الله) ومن هذا المنطلق فإني أحمد الله تعالى وأشكره أن من علي بإتمام هذه الدراسة فله الشكر والثناء أولاً وأخراً.

كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لأستاذي القدير الدكتور حسين الزيود الذي تكرر بالإشراف على هذه الدراسة وقدم لي الكثير من العون والمشورة والتوجيه فكان بحق نعم المعلم والمستشار فجزاه الله عني خير الجزاء وبارك له في أهله وعمله كما أقدم شكري وتقديري لأعضاء لجنة المناقشة الأفاضل على توجيهاتهم وتفضلهم في قبول مناقشة هذه الرسالة وإبداء ملاحظاتهم القيمة على ما جاء فيها راجياً أن أكون أهلاً للإفادة من توجيهاتهم.

كما أتقدم بالشكر والتقدير لجميع أعضاء الهيئة التدريسية في قسم التمويل والمصارف.

وفي الختام أتوجه بالشكر والتقدير لجميع من ساهم في إنجاز هذا العمل البسيط.

والله ولي التوفيق

الباحثة

أريج العموش

فهرس المحتويات

Contents

ك	الملخص	.....
ل	Abstract	.....
١	الفصل الأول : الإطار العام للدراسة	.....
٢	١-١ مقدمة:	.....
٣	٢-١ مشكلة الدراسة:	.....
٣	٣-١ أهمية الدراسة:	.....
٣	٤-١ أهداف الدراسة:	.....
٤	٥-١ فرضيات الدراسة:	.....
٤	٦-١ متغيرات الدراسة:	.....
٤	٧-١ أسلوب الدراسة:	.....
٤	٨-١ مجتمع الدراسة وعينتها:	.....
٤	٩-١ مصادر جمع البيانات:	.....
٥	١٠-١ التعريفات الإجرائية:	.....
٧	الفصل الثاني : الإطار النظري والدراسات السابقة	.....
٨	١-٢ نظرة عامة في أسعار النفط	.....
٩	٢-٢ الأطراف المسيطرة على الإنتاج وتسعير النفط:	.....
١٠	الطرف الأول:- الشركات العالمية النفطية	.....
١١	الطرف الثاني: منظمة الدول المصدرة للنفط:	.....
١٣	٣-٢ المعايير المستخدمة في تسعير النفط على المستوى العالمي:	.....
١٣	٤-٢ التطور التاريخي للتذبذب في أسعار النفط في ظل المتغيرات الدولية:-	.....
١٩	٥-٢ الدراسات السابقة:	.....
٢٥	الفصل الثالث : أسباب تذبذب أسعار النفط	.....
٢٦	١-٣ مقدمة	.....
٣٣	٢-٣ التداعيات المترتبة على تقلبات أسعار النفط العالمية:	.....
٣٧	٣-٣ أثر التذبذب في أسعار النفط على الدول العربية:	.....
٣٨	٤-٣ أثر التذبذب في أسعار النفط على قطاع الخدمات:	.....
٤٠	الفصل الرابع : الأسواق المالية	.....
٤١	١-٤ الأسواق المالية:	.....
٤١	١-١-٤ أنواع الأسواق المالية:-	.....
٤٢	٢-٤ بورصة عمان :	.....

٤٢	١-٢-٤ نشأة بورصة :-
٤٣	٢-٢-٤ التطور التاريخي لبورصة عمان في المملكة الأردنية الهاشمية (الشواورة، ٢٠٠٨):
٤٥	٣-٢-٤ أهداف بورصة عمان للأوراق المالية:
٤٦	٤-٢-٤ أقسام بورصة عمان للأوراق المالية:
٤٧	٣-٤ العوامل التي تؤثر على سوق الأسهم:
٥٣	٤-٤ العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية:
٥٥	الفصل الخامس : اختبار الفرضيات
٥٥	والنتائج والتوصيات
٥٨	١-٥ بيانات الشركات الخدمية (عينة الدراسة):
٥٨	٢-٥ استقرار البيانات:
٥٩	٣-٥ الوصف الإحصائي:
٦٠	٤-٥ التحليل القياسي:
٦٦	٥-٥ اختبار الفرضيات:
٨١	٦-٥ ملخص النتائج:
٨٢	٧-٥ التوصيات :-
٨٣	قائمة المراجع
٨٣	أولاً- المراجع العربية:
٨٦	ثانياً- المراجع الأجنبية:
٨٧	ثالثاً: المواقع الإلكترونية:
٨٩	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
١.	أسعار النفط (١٩٩٠ - ٢٠١٣)	٦٠
٢.	البيانات المجمعة للشركات (عينة الدراسة) خلال الفترة الزمنية (٢٠١٢-٢٠٠٣).	٦١
٣.	المقاييس الإحصائية الوصفية لأسعار النفط وسعر السهم وحجم التداول والقيمة السوقية	٦٢
٤.	نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية (Unit Root Test)	٦٦
٥.	نتائج اختبار للتكامل المشترك لأسعار الأسهم (٢٠١٢-٢٠٠٣)	٦٩
٦.	أثر تذبذب أسعار النفط على أسعار الأسهم في سوق عمان المالي	٧٠
٧.	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لأسعار الأسهم	٧٢
٨.	نتائج اختبار للتكامل المشترك لحجم التداول (٢٠١٢-٢٠٠٣)	٧٤
٩.	أثر تذبذب أسعار النفط على حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية	٧٥
١٠.	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لحجم التداول	٧٧
١١.	نتائج اختبار للتكامل المشترك للقيمة السوقية للسهم (٢٠١٢-٢٠٠٣)	٧٩
١٢.	أثر تذبذب أسعار النفط على القيمة السوقية في سوق عمان المالي	٨٠
١٣.	نتائج اختبار تحليل مكونات التباين للقيمة السوقية للسهم	٨٢

فهرس الأشكال

الصفحة	الشكل	الرقم
٦٠	أسعار النفط من عام ١٩٩٠-٢٠١٣	١
٦٤	أسعار النفط لعام ٢٠١٢-٢٠٠٣	٢
٦٥	أسعار الأسهم لعام ٢٠١٢-٢٠٠٣م	٣
٦٥	حجم التداول لعام ٢٠١٢-٢٠٠٣م	٤
٦٥	القيمة السوقية للسهم لعام ٢٠١٢-٢٠٠٣م	٥
٦٧	سلسلة الفروق الأولى لأسعار النفط	٦
٦٧	سلسلة الفروق الأولى لأسعار الأسهم	٧
٦٨	سلسلة الفروق الأولى لحجم التداول	٨
٦٨	سلسلة الفروق الأولى للقيمة السوقية	٩
٧٣	استجابة أسعار الأسهم وأسعار النفط	١٠
٧٧	استجابة حجم التداول وأسعار النفط	١١
٨٣	استجابة القيمة السوقية للسهم وأسعار النفط	١٢

فهرس الملاحق

الصفحة	الملاحق	الرقم
٩٣	بيانات الشركات الخدمية	١

أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية؛ دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية

إعداد

أريج ممدوح خليل العموش

إشراف

حسين علي الزيود

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر التذبذب في أسعار النفط على مؤشرات شركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان ، والمتمثلة بأسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول للفترة (٢٠١٢-٢٠٠٣) باستخدام البيانات السنوية لأسعار الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية، للتعرف على فرص الاستثمار وتزويدهم بنتائج يمكن إن يستفيد منها كافة الأطراف في بورصة عمان .
واستخدمت الدراسة الأساليب الإحصائية والقياسية، حيث تم تطبيق نموذج متجه الانحدار الذاتي، وتحليل السلاسل الزمنية وذلك لاختبار مدى استقرار البيانات وقد أظهرت النتائج وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتذبذبات في أسعار النفط على كل من أسعار الأسهم، القيمة السوقية وحجم التداول لشركات الخدمات في بورصة عمان.

Impact of oil prices volatility on financial markets case of Amman stock exchange

**By
Areej Mumdooh Khaleel Al-Emoosh**

**Supervised by
Hussein Ali Al-Zeaud**

Abstract

This study aimed to investigate the effect of fluctuations in oil prices on the indicators service companies listed on the Amman Stock Exchange, and of stock prices and the market value and trading volume for the period (2003-2012) by using annual data of stock prices and trading volume and market value, to identify investment opportunities and provide them with the results can be the benefit of all parties in the Amman Stock Exchange.

The study used standard statistical methods, where the application of the self-vector regression model, and time series analysis in order to test the stability of the data.

The results showed a statistically significant effect of fluctuations in oil prices on both the stock price, market capitalization and trading volume for the service companies in the Amman Stock Exchange.

الفصل الأول : الإطار العام للدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

١-١ مقدمة:

إن النفط يمثل المحرك الرئيسي للاقتصاد العالمي والعصب الصناعي لدول العالم، وهو من أهم المعايير الرئيسية التي لها تأثير عالمي سواء من الناحية الاقتصادية أو السياسية، وهو من أهم الدعامات التي ترتكز عليها الحضارة الإنسانية ومن جميع مصادر الطاقة يعد النفط في الوقت الحاضر أكثر السلع الإستراتيجية تداولاً في العالم.

إن تعدد أسباب ما تشهده الساحة النفطية العالمية من تذبذب وارتفاع غير مسبوق في الأسعار، حيث تتشابك العوامل السياسية والاقتصادية والبيئية والفنية وغيرها من العوامل، التي أدت بأسعار النفط إلى الارتفاع والانخفاض، وفي ظل التقلبات الحادة للأسعار النفط في الأسواق الدولية بسبب اختلال عوامل السوق المتمثلة أساساً في محدودات الطلب والعرض على النفط، وان لتقلبات أسعار النفط دوراً مؤثراً على أسعار الأسهم في الأسواق المالية للدول المصدرة للنفط بشكل أكبر من الدول المستهلكة مع الأخذ بنظر الاعتبار محدودية هذا الاختلاف.

أما بالنسبة للدول المصدرة فإن ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى حدوث فائض بالميزانية بسبب زيادة التدفقات النقدية ومن الممكن إن توظف في الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم المحلية والمؤشر العام للأسهم إجمالاً، حيث تتأثر الأسهم وفقاً للتغيرات في سوق النفط، لأنها دول تعتمد بشكل رئيسي على النفط.

كما أن التغيرات التي تحصل في أسعار النفط ستكون لها علاقة ارتباط وثيقة، مع التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم المالية من خلال تأثيرها على الأنشطة الاقتصادية المختلفة، كالتأثير في أرباح الشركات التي يكون للنفط فيها كلفة تشغيل مباشرة أو غير مباشرة، حيث إن الشركات التي يدخل النفط ضمن مدخلاتها الإنتاجية تتأثر أسهمها مباشرة بتذبذب أسعار النفط تأثر عكسي، فارتفاع النفط يؤدي إلى انخفاض جزئي للأسهم هذه الشركات والعكس صحيح.

لذا فإن الزيادة في أسعار النفط تؤدي إلى انخفاض في عوائد الشركات المتوقعة وأسعار أسهمها المالية، وذلك إذا استطاعت سوق الأسهم المالية السيطرة على مؤشرات التدفق النقدي بشكل فعال بزيادة أسعار النفط.

ولذا تتأثر كثير من قرارات المتعاملين بسوق الأسهم بتطورات أسعار النفط وبالتالي تعتبر التقلبات في أسعار النفط عامل مهم لفهم التقلبات في أسعار الأسهم في الأسواق المالية.

ويعتبر الأردن من الدول المستوردة والمنتجة للنفط ، ولكن لا يصل حد أنتاجه من النفط إلى الاكتفاء الذاتي، لذلك يلجأ الأردن إلى استيراد النفط ومشتقاته ، وبذلك تتأثر الشركات في قطاع الخدمات بارتفاع أسعار النفط العالمية أو انخفاضها ، وبالتالي تتأثر بذلك الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً

٢-١ مشكلة الدراسة:

يعتبر النفط سلعة إستراتيجية ويؤدي دوراً هاماً في اقتصاديات كثير من دول العالم سواء المنتجة و المستوردة، وتؤدي التقلبات الحادة لأسعار النفط إلى اختلال في الأسواق المالية، وقد يؤدي التذبذب في أسعار النفط إلى حدوث تغيرات في أسعار الأسهم، وخصوصاً في أسعار أسهم القطاعات التي يدخل النفط فيها، وبالتالي تتأثر بذلك الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً، ويعتبر الأردن من الدول المستوردة للنفط، لذلك تسعى الدراسة إلى معرفة اثر التذبذب في أسعار النفط على أسهم الشركات الخدمية.

وتكمن مشكلة الدراسة في الإجابة عن التساؤلات التالية :

- ١) هل يوجد اثر للتذبذب في أسعار النفط على أسعار أسهم الشركات الخدمية؟
- ٢) هل يوجد اثر للتذبذب في أسعار النفط على حجم التداول لأسهم الشركات الخدمية؟
- ٣) هل يوجد اثر للتذبذب في أسعار النفط على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية؟

٣-١ أهمية الدراسة:

تكتسب هذه الدراسة أهمية خاصة وذلك لندرة الدراسات العربية عن هذا الموضوع، حيث أنها تلقي الضوء على تحديد أهم العوامل والأسباب للتذبذب في أسعار النفط. وتكمن الأهمية الخاصة لهذه الدراسة أنها تسعى إلى معرفة اثر التذبذب في أسعار النفط على أسعار وحجم التداول والقيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية بحيث تتأثر كثير من قرارات المتعاملين بسوق الأسهم بتطورات أسعار النفط بحيث يستفيد منها المستثمرون من خلال التعامل في هذه الأسواق.

٤-١ أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى بيان أثر التذبذب في أسعار النفط على أسعار الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية للشركات الخدمية.

١-٥ فرضيات الدراسة:

تنص فرضية الدراسة على الإجابة عن مشكلة الدراسة والمتمثلة بالفرضيات التالية:-
الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتذبذب في أسعار النفط على أسعار أسهم الشركات الخدمية.

الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتذبذب في أسعار النفط على حجم التداول لأسهم الشركات الخدمية.

الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتذبذب في أسعار النفط على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية.

١-٦ متغيرات الدراسة:

المتغير المستقل:- التذبذب في أسعار النفط.

المتغيرات التابع:- أسعار الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية.

١-٧ أسلوب الدراسة:

المنهج الوصفي التحليلي:

حيث قامت الباحثة باستخدام المنهج الوصفي لجمع المعلومات المتعلقة بموضوع التذبذب في أسعار النفط وأثره على أسعار الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية للشركات الخدمية.

المنهج القياسي:

استخدمت الباحثة المنهج القياسي وذلك من خلال تحليل البيانات للحصول على المؤشرات الإحصائية المطلوبة وتفسيرها وتحليلها بما يتلاءم مع موضوع الدراسة، وقد استخدمت الباحثة برنامج التحليل الإحصائي (E-views) لاختبار اثر التذبذب في أسعار النفط على متغيرات الدراسة.

١-٨ مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة عمان .

تتكون عينة الدراسة من الشركات في قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان .

١-٩ مصادر جمع البيانات:

تم الرجوع إلى جمع البيانات إلى ما يلي:

أ- المصادر الثانوية والمتعلقة بالإطار النظري للدراسة، والتي تشمل الكتب والبحوث المنشورة في المجلات العلمية المحكمة والمقالات والمؤتمرات والدراسات السابقة في حقل الأسواق المالية واثـر التذبذب في أسعار النفط عليها.

ب- المصادر الأولية والمتعلقة بالبيانات التي تم جمعها من اجل الدراسة والتي شملت على التقارير والنشرات الشهرية الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية المتعلق بالشركات الخدمية في عينة الدراسة، من خلال الرجوع إلى قواعد البيانات الموجودة في المواقع الإلكترونية للبورصة.

١٠-١ التعريفات الإجرائية:

أسعار النفط :- تطلق على سعر خام غرب تكساس الوسيط (الخام الخفيف المتداول في بورصة نيويورك التجارية أو مزيج برنة المتداول على بورصة انتركونتيننتال)، سعر برميل من النفط يختلف من مكان لآخر اعتمادا على عدة عوامل، مثل الثقل النوعي ومحتواه من الكبريت ومكان استخراج (ويكيبيديا، ٢٠١٢).

- **سعر السهم :-** هو السعر الذي يتحدد وفقا لعوامل الطلب والعرض هبوطا وصعودا كأى سلعة تجارية، فالعرض والطلب هما ما يحرك سعر السهم في السوق، وهناك عدة قيم تسند للسهم وهي كالتالي (<https://uaesm.maktoob.com>):

أ- القيمة الاسمية:- هي سعر اعتبـاري تضعه الشركة للسهم في بداية إنشائه، والقيمة الاسمية للسهم في العادة لا ترتبط بسعر السهم في السوق.

ب- القيمة السوقية:- قيمة السهم في السوق وتتأثر بالعرض والطلب ويستطيع المستثمر معرفة قيمة السهم السوقية عن طريق الصحف اليومية أو الإنترنت.

ج- القيمة الدفترية:- هي القيمة التي يتوقع حامل السهم إن يحصل عليها في حال تصفية الشركة، ويمكن حسابها بمعرفة الفرق بين أصول الشركة وديونها ومن ثم يقسم على عدد الأسهم.

- **القيمة السوقية:-** هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، علما بأن هذه الظروف كثيراً ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة، وخاصة بالنسبة لظروف التبادلين الدولي والداخلي، وان القيمة السوقية لا تساوي القيمة الدفترية، فالقيمة الدفترية تعتمد على القيمة التاريخية، بينما القيمة السوقية تقاس بقيمة التداول للأسهم (ويكيبيديا، ٢٠١٤).

- **حجم التداول:** - هو العدد الإجمالي للأسهم المتداولة لشركة أو لسوق بأكمله خلال فترة محددة، ويتم الإعلان عن حجم التداول يوميا بواسطة أسواق الأسهم، ويعتبر حجم التداول عاملا مهما من العوامل التي يبنى عليها قرار المضاربة بالأسهم والتحليل الفني
(www.almaany.com).

الفصل الثاني : الإطار النظري والدراسات السابقة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

٢-١ نظرة عامة في أسعار النفط

إن السوق النفطية لا تختلف عن الأسواق الأخرى إذ تمثل نظاماً للقاء رغبات المنتجين والمستهلكين، حيث إن السلعة المعروضة في السوق النفطية ذات مرونة طلب قليلة، بمعنى لن يكون للتغيرات أثر كبير في الكمية المطلوبة، حيث إن سعر أي سلعة يتحدد على أساس تفاعل قوى الطلب والعرض بتأثير عوامل اقتصادية أخرى، حيث إن العرض والطلب على النفط يحيط بهما العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والفنية وغيرها من العوامل، فإن أية محاولة لوضع أسس علمية واقتصادية وموضوعية لتحديد أسعار النفط تبقى من قبيل الاجتهاد فقط (نودهااس، ٢٠٠٦).

حيث يعرف سعر النفط الخام :- بأنه قيمة السلعة النفطية معبراً عنها بوحدة نقدية في زمان ومكان معينين ومعلومين، وان العلاقة بين سعر النفط وقيمتها ليست متساوية ومتعادلة وثابتة، بل هي في كثير من الأحيان كانت علاقة غير متكافئة، إذا كان سعر النفط الخام ولقترات زمنية سابقة وطويلة أقل من القيمة.

حيث إن لسعر النفط مسميات عديدة يمكن إن نعرضها على مجموعتين:-

(١) المجموعة الأولى:- وهي مجموعة المسميات منذ عقود الامتياز وعقود المناصفة وعقود

المشاركة والتملك الكلي، وبالتالي فإن حركات الأسعار في السوق النفطية ضمن هذه

المجموعة يمكن إن تعرض تحت المفاهيم الآتية:-

أ) السعر المعلن :- وهو السعر الذي كان يتحدد من قبل الشركات النفطية الاحتكارية وذلك

على وفق مصالحها ومصالح الدول التي تنتمي إليها، محسوباً بالوحدات النقدية

الأمريكية.

ب) السعر المتحقق (سعر السوق)؛- وهو السعر الذي كان يتفق عليه بين طرفين يتمتعان

باستقلال تام وقد كان هذا النوع من النشاط يتم عادة بين الشركات الصغيرة المتملقة التي

كانت تفتقر إلى سوق خاص بها (عمر، ٢٠١٣).

ج) السعر الضربي:- يعني كلفة البرميل المستخرج زائداً المدفوعات النقدية والضرائب التي

كانت تضاف إلى تلك الكلفة.

د) سعر الإشارة:- وهو السعر الذي يقل عن السعر المعلن ويزيد عن السعر المتحقق.

٥) سعر التحويل:- وهو أحد أنواع أسعار النفط الخام الذي أوجدته الشركات الاحتكارية وتعاملت بت بين فروع الشركة الواحدة ويمكن تعريفه بأنه سعر انتقال النفط الخام من نشاط إلى آخر ومن قسم إلى آخر ضمن الشركة الواحدة.

٢) المجموعة الثانية:- وهي مجموعة المسميات التي ظهرت في فترة لاحقة بالقياس مع المجموعة الأولى بسبب نشوء أسواق جديدة كالأسواق الفورية والتعاقدات طويلة الأجل، أما أنواع الأسعار ضمن هذه المجموعة كالآتي:

أ) السعر الفوري:- وهو قيمة برميل النفط المتبادل في الأسواق الحرة المفتوحة للنفط الخام والمتجسدة بوحدة نقدية معينة.

ب) السعر الاسمي:- وهو القيمة النقدية لبرميل النفط الخام معبراً عنه بالوحدة النقدية الأمريكية مثلاً، السعر الاسمي للنفط العربي الخفيف (٧٠) دولار (الهيئي، ١٩٩٤).

ج) السعر الحقيقي (الفعلي):- وهو كمية السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها من الخارج بالسعر الاسمي من النفط الخام (السعر الحقيقي هو السعر الاسمي مخصوماً منه معدل التضخم) (الهيئي، ١٩٩٤).

د) أسعار الصفقات الأجل الطويل:- ويقصد بها الأسعار النفطية التي يتم عقدها الآن على إن يتم التسليم في مدة لاحقة، مثلاً سعر برميل النفط الخام الذي يتم عقده ففي ٢٠١٣/١/١ على إن يتم التسليم بتاريخ ٢٠١٤/١/١.

٥) سعر البرميل الورقي:- وهو سعر البرميل في النفط الخام على أساس سعر مكوناته التي سميت برميل أوبك والبرميل المركب (القرشي، ١٩٧٨).

٢-٢ الأطراف المسيطرة على الإنتاج وتسعير النفط:

لقد مرت الصناعات البترولية منذ نشأتها بثلاث شركات ثم سبع شركات عالمية للنفط، سيطرت على الإنتاج العالمي واحتكرت الإنتاج وتمكنت من السيطرة على آليات الطلب والعرض، واتجهت الدول المصدرة والمنتجة للنفط إلى إنشاء كيان مؤسسي أو كارتل ينظم العلاقة بين أطراف السوق، وهنا سنتطرق إلى الأطراف التي لها علاقة بالإنتاج وتسعير النفط:

الطرف الأول:- الشركات العالمية النفطية

سنعرض هنا أنواع الشركات العالمية للنفط وأثرها على أسعار النفط:

أ- الكارتل العالمي (الشقيقات السبع) (مخلفي، ٢٠١٣):- نجد إن الصناعة النفطية منذ نشأتها في ١٩٧٠، وسوقها الدولية تسيطر عليها مجموعة قليلة من الشركات الاحتكارية العالمية، حيث شكلت الكارتل العالمي واصطاح على تسميتها تاريخياً الشقيقات السبع وهي مملوكة أساساً لصالح الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وهولندا، حيث كانت ولوقت متأخر تسيطر على حوالي ٨٠% من إنتاج النفط العالمي، كما أنها امتلكت ٧٠% من صناعة التكرير العالمية بالإضافة لامتلاكها على ٥٠% من ناقلات النفط، تتواجد إدارة خمس من هذه الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية وهي كما يلي:-

١) شركة ستاندراد أويل أوف نيوجرسي

٢) شركة سوكوني وبيل.

٣) شركة ستاندراد أويل أوف كاليفورنيا.

٤) شركة جولف.

٥) شركة تكساس.

٦) شركة رويال دتتش (شيل).

٧) شركة النفط البريطانية.

لقد سيطرت شركات الشقيقات السبع على السوق العالمية للنفط خلال ما يزيد على خمس عقود زمنية، وقد بلغت سيطرة هذه الشركات سيطرة تكاد تكون شبه تامة على صناعة النفط وذلك حتى الخمسينات من القرن العشرين، ففي سنة ١٩٥٠ مثلاً أنتجت هذه الشركات كل النفط الذي تم إنتاجه خارج شمال الولايات المتحدة الأمريكية والدول الشيوعية، حيث كانت تمتلك عدة ميزات منها ارتباطها الوثيق ببعضها الذي ساعدها في تنسيق سياستها السعرية، ووقوعها في الولايات المتحدة الأمريكية جعلها تمتع بمركز سياسي واقتصادي قوي، وبالتالي شكلت شبكة عالمية لتغطي الأنشطة الإنتاجية المختلفة كالإنتاج والتسويق والنقل والتوزيع بالإضافة إلى تنوع أنشطتها في الصناعات المختلفة غير النفطية (الخوالي، ١٩٩٢)، ولكن مع ازدياد أهمية الشركات المستقلة خلال الخمسينات فقد تقلص نسبياً مركز شركات النفط الكبرى مع بقاء هذه الشركات مهيمنة على معظم مراحل صناعة النفط، ومع ظهور العولمة ومسيرة الاندماجات والاستحواذ في صناعة النفط العالمية عملت على إخفاء أسماء شركات كبيرة كانت من ضمن ما يعرف بالشقيقات السبع والتي كان لها دوراً مؤثراً في صناعة النفط العالمية خلال النصف الأول من القرن الماضي، أما القرن الحالي فبرزت الشركات النفطية العملاقة منها جلف أويل، تكساكو وكلاهما اندمجتا مع شركة شيفرون الأولى في عام ١٩٨٤

والثانية في عام ٢٠٠٠ إضافة إلى شركة وبيل اندمجت مع اكسون ولم يبق اليوم من الشقيقات السبع سوى أربع هي بي بي، اكسون، شيفرون، شل.

ب- الشركات العالمية الكبرى الأخرى : مثل الشركة الفرنسية للنفط في الشرق الأوسط هي شركة تمتلك فيها الحكومة الفرنسية قدراً كبيراً من رأس المال وكانت تمارس نشاطها في شمال افر بقاء وخاصة في الجزائر عندما كانت محتلة من طرف فرنسا ولكن حجمها يعتبر صغيراً مقارنة مع الشركات العالمية (الشقيقات السبع)، اكتيتين في أوروبا، وكذلك شركة فيليبس بترو ليوم وهذه الشركات مؤثرة في سوق النفط مثل الشركات السبع (عبدالله، ٢٠٠٣).

ت- الشركات الأمريكية المستقلة: وهي شركات لا تعمل إلا في الولايات المتحدة ذات أحجام مختلفة، وتمتاز هذه الشركات لإنتاجها للنفط فقط.

الطرف الثاني: منظمة الدول المصدرة للنفط:

اكتسبت المنظمة العربية أهمية كبيرة خصوصاً بعد اكتشاف النفط، مما دفع الدول التي تنتج النفط مثل العراق والسعودية والكويت وإيران إن توحد جهودها للحفاظ على مصالحها، التي تؤثر من خلاله على الدول المستهلكة للنفط، وقد أنهت الدول المؤسسة للمنظمة تحكم الشركات العالمية في أسعار النفط على المستوى العالمي، فكان يجب تأسيس منظمة الأقطار المصدرة للنفط (أوبك) ضرورة لا مفر منها من أجل الشركات المتعددة الجنسيات التي تسيطر على حوالي ٩٠% من النفط المنتج في العالم، بفضل الامتيازات التي أعطتها لها الدول المنتجة والتي أهلتها للتقريب عن النفط.

منظمة الدول المصدرة للنفط هي هيئة دولية تضم اثنتي عشرة دولة تعتمد على صادراتها النفطية اعتماداً كبيراً لتحقيق دخولها ويختصر اسمها منظمة الأوبك (المزماني، ٢٠١٣)، ويعمل أعضاء الأوبك لزيادة العائدات من بيع النفط في السوق العالمية، تملك الدول الأعضاء في هذه المنظمة ما يتراوح بين ثلثي وثلاثة أرباع الاحتياطي العالمي المستخلص من النفط، وقد أنتجت هذه البلدان في نهاية الثمانينيات حوالي نصف النفط العالمي المطروح في الأسواق والدول الأعضاء في منظمة أوبك هي (الإمارات العربية المتحدة، اندونيسيا، إيران الجابون، الجزائر، السعودية، العراق، فنزويلا، قطر، الكويت، ليبيا، نيجيريا)، أنشئت منظمة أوبك عام ١٩٦٠م من قبل السعودية وإيران والعراق والكويت وفنزويلا، وكانت صناعة النفط في تلك البلدان في ذلك الوقت تحت سيطرة شركات النفط الأمريكية والأوروبية، وكانت هذه الشركات تدفع للحكومات المضيفة ضرائب دخل وعائدات (حصصاً من إرباحها) محسوبة على أساس السعر المعلن الذي تضعه الشركات للنفط الخام في السوق العالمية، في عام ١٩٥٩ و ١٩٦٠ زاد إنتاج النفط كثيراً عن الطلب العالمي، أدت الزيادة الناجمة عن ذلك إلى تخفيض السعر المعلن في عديد من الشركات الكبرى، ثم إلى تخفيض مدفوعاتها إلى

الحكومات المضيفة، فجاء تأسيس أوبك رداً على هذا التخفيض في الأسعار، حيث عملت الدول المنتجة للنفط على اكتساب سيطرة أكبر على تسعير النفط وترتيبات الإنتاج، حيث لم يكن للمنظمة تأثير كبير على أسعار النفط في الستينيات، حيث كان يتم التوسع في الإنتاج بحيث يتوافق مع الطلب، ولكن في السبعينات بدأ الطلب العالمي على النفط يفوق الإمدادات التي توفرها الدول غير الأعضاء في الأوبك، وأدى هذا الاتجاه عالمية لتغطي الأنشطة الإنتاجية المختلفة كالإنتاج والتسويق والنقل والتوزيع بالإضافة إلى تنوع أنشطتها في الصناعات المختلفة غير النفطية، ولكن مع ازدياد أهمية الشركات المستقلة خلال الخمسينات فقد تقلص نسبياً مركز شركات النفط الكبرى مع بقاء هذه الشركات مسيطرة على معظم مراحل صناعة النفط، ومع ظهور العولمة ومسيرة الاندماجات والاستحواذ في صناعة النفط العالمية عملت على إخفاء أسماء شركات كبيرة كانت من ضمن ما يعرف بالشقيقات السبع والتي كان لها دوراً مؤثراً في صناعة النفط العالمية خلال النصف الأول من القرن الماضي، أما القرن الحالي فبرزت الشركات النفطية العملاقة منها جلف أويل، تكساكو وكلاهما اندمجتا مع شركة شيفرون الأولى في عام ١٩٨٤ والثانية في عام ٢٠٠٠ إضافة إلى شركة وبيل اندمجت مع اكسون ولم يبق اليوم من الشقيقات السبع سوى أربع هي بي بي، اكسون، شيفرون، شل. للمنظمة أربعة فروع إدارية، تعقد منظمة الأوبك اجتماع مرتين في العام لوضع السياسات العامة، ويضع مجلس الحكام سياسات المؤتمر موضع التنفيذ ويقوم بتوجيه أمانة السر بمعالجة الشؤون الإدارية والدبلوماسية، أما للجنة الاقتصادية فإنها تقدم المشورة للمنظمة حول أسعار النفط والاتجاهات الاقتصادية.

٢-٣ المعايير المستخدمة في تسعير النفط على المستوى العالمي:

البتترول هو سلعة إستراتيجية وأكثر السلع تداولاً في العالم وسعره يتفاوت حسب نوعيته، فالبتترول الخفيف أغلى ثمناً في سوق النفط العالمية، وتوجد أكبر أسواق النفط في العالم في لندن ونيويورك وسنغافورة، كما إن مشتقات النفط كالجاولين وزيت التدفئة تمتع بسوق رائجة هي الأخرى (جابر، ٢٠٠٢).

ونظراً لوجود أنواع وأصناف مختلفة من البترول فقد تم الاتفاق بين متداولو النفط على اختيار أنواع محددة تكون بمثابة معيار للجودة وعلى أساسها يتم زيادة أو خفض قيمة السلع البترولية كما ما يلي (الشوك والدليمي، ٢٠١٠):

(١) على مستوى العالم اختير خام برنت في المملكة المتحدة ليكون مرجعياً عالمياً.

(٢) وفي منطقة الخليج العربي يستخدم خام دي كمييار للتسعيرة.

(٣) وفي الولايات المتحدة يستخدم خام وسط تكساس المتوسط.

أما بالنسبة لمنظمة الدول المصدرة للنفط :-

فقد وضعت منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) نظاماً مرجعياً خاصاً بها عرف بسلة أوبك

وهو عبارة عن متوسط سبعة خامات محددة من النفط وهي:-

(١) الخام العربي الخفيف السعودي

(٢) خام دي الإماراتي

(٣) خام ميناس الاندونيسي

(٤) خام بوني الخفيف النيجري

(٥) خام صحاري الجزائري

(٦) خام ايستموس المكسيكس

(٧) خام تيا خوانا الخفيف الفنزويلي

فإن أسعار النفط غير ثابتة فهي عرضة للتغيير السريع، نتيجة عوامل عديدة سياسية

واققتصادية وغيرها.

٢-٤ التطور التاريخي للتذبذب في أسعار النفط في ظل المتغيرات الدولية:-

إن أسعار النفط مثل أسعار جميع السلع، تخضع لتقلبات كبيرة مع مرور الوقت، وخاصة تلك

المرتبطة بدور الأعمال التجارية فعند زيادة الطلب على سلعة مثل النفط بشكل يتجاوز القدرة

الإنتاجية، فإن السعر سوف يرتفع بشكل حاد جداً لأن كل من الطلب والعرض غير مرن إلى حد بعيد

في المدى القصير، فمستهلكي النفط قد يصدمون من ارتفاع أسعار النفط بشكل كبير ولكن عاداتهم

تحدد استهلاكهم له وهي تؤخذ وقت للتكيف غير إن كلا من الشركات والإفراد عليهم معرفة سبل

لخفض استهلاك النفط كاستجابة لارتفاع الأسعار، وارتفاع الأسعار تشجع الاستثمارات الجديدة في إيجاد مصادر جديدة.

وعندما يتجاوز العرض الطلب ينبغي إن تنهار الأسعار حتى تصبح التكلفة الحدية للإنتاج أكبر من السعر فتبدأ آبار النفط بالإغلاق لأنها أصبحت غير اقتصادية على الأقل مؤقتاً، فيقل المعروض وبالتالي يزداد السعر من جديد، والطلب على النفط يعتمد اعتماداً كبيراً على نمو الاقتصاد العالمي، ويقول بعض الاقتصاديين إن ارتفاع أسعار النفط لها اثر كبير سلبي على النمو العالمي (الجهيني، ٢٠١١).

أثر التذبذب في أسعار النفط في الفترة (١٩٩٠ - ٢٠١٣)

إن من أهم أسباب تذبذب أسعار النفط الحروب والصراعات والنزاعات، فكان غزو العراق للكويت في الثاني من أغسطس ١٩٩٠ قد رفع الأسعار من ١٢ دولار امريكي إلى ٣٦ دولار امريكي ولم يدوم هذا الارتفاع طويلاً، فكانت الدول الصناعية المستهلك الرئيسي للنفط بالمرصاد فسارعت وكالة الطاقة الدولية فدفعت بجزء كبير من المخزون الاستراتيجي المخصص للطوارئ بمجرد ارتفاع الأسعار، فضخت للسوق النفطية ٢.٥ مليون برميل يوميا ولمدة خمسة عشر يوماً، مما دفع بأسعار النفط إلى ٣٢ دولار للبرميل في نوفمبر ١٩٩٠ ثم عادت للانخفاض لتبلغ ١٩ دولار رغم إن الكويت لم تحرر بعد ورغم انقطاع إمدادات النفط من العراق والكويت للسوق الدولية.

وقد استمرت الأسعار في نزولها التدريجي المستمر في أوائل عام ١٩٩٨ تدهورت إلى اقل من ١٠ دولارات، وقامت منظمة أوبك في يوليو ٢٠٠٠ بخفض الإنتاج بواقع ٥٠٠ ألف برميل يوميا، إذا بقي سعر سلة خامات الأوبك فوق ٢٨ دولار للبرميل لمدة عشرين يوماً عمل متصلة لمنع الأسعار من مواصلة ارتفاعها وبعد ذلك تدنى السعر إلى ٢٢ دولار، وكانت أحداث الحادي عشر من سبتمبر الإرهابية عام ٢٠٠١ م الشرارة التي فجرت عمليتي الأسعار والإنتاج وقلبت معادلتها رأساً على عقب، حيث تغلبت تلك الهجمات الانتحارية الإرهابية على كل الصدمات النفطية التي سبقها مروراً بعام ١٩٧٣ - ١٩٧٩ - ١٩٩٠ وغيرها من الصدمات النفطية.

فقد شكلت الحرب على أفغانستان والعراق واحتلالهما أثراً بليغاً على الأسعار، فأخذت تتصاعد بشكل متسارع فوصلت إلى ٢٦ دولار وقفزت إلى ٤٥ دولار في عام ٢٠٠٤، وكان للحرب الإسرائيلية على لبنان في عام ٢٠٠٦ دور فعال في زيادة الأسعار فوصلت إلى ٧٨ دولار، قبل إن تعود إلى التدني لتصل ما بين ٥٥ - ٦٠ دولار، وتغيرت معادلة الأوبك التي كانت تطمح قبل الحروب بسعر مستقر ما بين ٢٢ - ٢٨ دولار لتصبح المعادلة المطلوبة كسعر عادل ما بين ٥٠ - ٦٠ دولار للبرميل الواحد.

لا شك إن الصعود السحري لأسعار النفط كان ولا يزال مرده الرئيس إلى الحوادث والكوارث والصراعات والحروب التي حلت بالعالم، يعتبر النفط عصب السياسة الدولية ومحرك عجلة الاقتصاد العالمي وشريانه الحيوي وموجة ارتفاع أسعاره خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ وبلوغه معدلات عالية وأرقام قياسية انعكس تأثيره إيجابياً على اقتصاديات الدول المنتجة وسلبيًا على الدول المستهلكة (قارة، ٢٠٠٧)، وولد قلقاً واضطراباً في أوساط الدول المستهلكة، وجرت محاولات من قبل مجموعة الدول المنتجة (أوبك) لكبح جماح هذا الارتفاع غير الطبيعي، بتخفيض الإنتاج ولكن المحاولة لم تسفر عن نتيجة مجدية، واختلف خبراء المال والاقتصاد في تفسير وتحليل أسباب زيادة الطلب وارتفاع سعره ومن ثم هبوطه في وقت كانت أسواق أوروبا وأمريكا تعاني أصلاً من شبه ركود وانكماش بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج والأجور والخدمات ومشاكل تتعلق بالتصريف والتسويق والنقل والتأمين، وكان لدى الولايات المتحدة الأمريكية خزائن هائل من النفط، يعتقد أنها قامت ببيعه في إثناء قمة صعود أسعار النفط وتزامن هذا الارتفاع غير الطبيعي في أسعار الطاقة (النفط ومشتقاته) مع حصول تذبذب في أسعار العملات العالمية الأخرى كالبيورو والين اللذين واصلتا تذبذبهما، وأعقب ارتفاع أسعار النفط وانخفاض الدولار هبوط تدريجي في أسعار النفط وانهايار البورصات وسوق المال العالمي بدء بانهايار سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وانعكست آثاره على دول أوروبا والكثير من دول العالم وأفرز أزمة مالية عالمية.

وفي عام ٢٠٠٨ وتحديداً خلال شهر يوليو عندما غامر (ريتشارد ارينز) الذي يملك مؤسسة للسمسرة في بورصة نيويورك ليشتري ألف برميل من النفط بسعر اعلي من ١٤٧ دولار ليحقق خسارة طفيفة، فإن ذلك لا يمثل في حد ذاته المؤشر الرئيسي لارتفاع أسعار النفط، وإجمالاً فإن التوترات والصراعات والحروب وحالة عدم اليقين التي يشهدها العالم خصوصاً في منطقة الخليج العربي والشرق الأوسط وتزايد المضاربات على النفط وتدهور سعر الدولار وبرودة الطقس، كلها تدفع بأسعار النفط إلى أعلى، فالعالم على رغم نمو الطلب الصيني والهندي وبعض دول آسيا على النفط، فإن دولا مهمة ومنها الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستهلك للنفط عالمياً، وفي ظل ارتفاع الأسعار استطاعت أن تقلص من طلبها على هذه المادة السحرية فلم يزيد معدل نموه في عام ٢٠٠٨ عن ٤%. وان الدول الصناعية التي تعتبر إن ارتفاع أسعار النفط يحمل في ثناياه تهديداً للاقتصاد العالمي، حيث وصلت أسعار النفط إلى ١٤٧ دولار للبرميل (جياووك، ٢٠٠٥).

وتعد أسواق النفط من أكثر الأسواق تذبذباً في أسعارها وهو الأمر الذي يظهر بشكل جلي بسبب عوامل سياسية واقتصادية أو حتى طبيعية، ومن العوامل التي أثرت في تذبذب أسعار النفط في عام ٢٠١٠ بركان أيسلندا والمسمى ببركان اياقيا لايوكول والذي أدى إلى تخفيض الطلب على بعض المنتجات النفطية خاصة وقود الطائرات، وبالتالي تخفيض الطلب على النفط بشكل عام، كما

قامت بعض المصافي بتغيير طريقة التكرير للتخفيف من إنتاج وقود الطائرات لتجنب الآثار السلبية لانخفاض أسعار وقود الطائرات، كما انخفضت أسعار النفط وزاد التذبذب في أسعارها فضلاً عن زيادة تكاليف شركات النفط، حيث أشار أحد خبراء النفط إلى أن انخفاض حركة الطيران في أوروبا بمتوسط ٥٥% بل الانخفاض ببعض الأحيان ٨٠% وذلك بعد أربعة أيام من ثورة بركان ايفيالاويكول هذا الانخفاض، خفض الطلب على وقود الطائرات لكن أثرها المؤقت في أسعار النفط كان كبيراً نسبياً، ربما بسبب تزامن البركان مع ارتفاع المخزون التجاري في الولايات المتحدة حيث انخفضت الأسعار بنحو ٤.٥ دولار للبرميل، حيث نجد إن البركان خفض الطلب على النفط بمقدار ١٩ إلف برميل يوميا وهي كمية بسيطة جدا مقارنة بـ ٨٥ مليون برميل التي تستهلك يوميا وسبقه كذلك بركان كاتالا.

وإذا كان تدني الطلب على النفط نتيجة أزمة الكساد الاقتصادي العالمي فاجأ كل من في سوق النفط الدولية منظمة الأوبك – الدول المنتجة للنفط خارج المنظمة، شركات النفط الكبرى – الدول المستهلكة الرئيسية للنفط التي تمثلها وكالة الطاقة الدولية، فإن الأسعار في عام ٢٠١١ وصلت إلى ١٢٥ دولار مع الإحداث الكبرى والتغيرات السريعة في بعض دول العالم العربي وفي مقدمتها ليبيا التي يبلغ إنتاجها ١.٧ مليون.

وعلى الرغم من العوامل الاقتصادية والسياسية والتي من المفروض أن تحد من الطلب العالمي على النفط فقد استمر الطلب في الارتفاع، كما استمر مستوى الأسعار بتذبذب في نطاق محدود نسبياً طوال عام ٢٠١١ وذلك لأسباب وعوامل أخرى تركت بصماتها على ميزان العرض والطلب منها على سبيل المثال: انحسار إمدادات النفط الليبي بمعدل ٣٠٠ ألف برميل يوميا حتى نهاية شهر أيلول في عام ٢٠١٠ على الرغم من الزيادة في إنتاج بعض دول أوبك (السعودية والإمارات والكويت) والتي يقدر مجموعها بنحو ١٧٠ مليون برميل والسحب من المخزون الاستراتيجي من الدول الأعضاء في وكالة الطاقة الدولية والذي وصل مجموعه إلى نحو ٦٠ مليون برميل، مع العلم بأن معدل إنتاج ليبيا قبل الثورة كان نحو ١.٧ مليون برميل يوميا، حيث يتم استهلاك نحو ٢٥٠ – ٣٠٠ إلف برميل يوميا داخليا فيما يتم تصدير الباقي، وكما ساعد النقص في إمدادات دول أخرى من خارج منظمة أوبك في المحافظة على استقرار الأسعار في الوقت الذي شهد طلبا متزايدا من اليابان على المنتجات النفطية وعلى الغاز تحديداً تعويضا لكارثة فوكوشيما وإغلاق المفاعلات النووية المنتجة للطاقة الكهربائية، كما ساعدت على ذلك العوامل الطبيعية كالأعاصير والعواصف الاستوائية في خليج المكسيك والتي أغلقت كميات مهمة من إنتاج النفط والغاز الأمريكي في هذه المنطقة البحرية، فقد أدت العاصفة الأولى (لي) إلى حجب نحو ٢.٤ بليون قدم مكعب يوميا من الغاز الطبيعي من خليج المكسيك بالإضافة إلى نحو ٨٦٠ إلف برميل يوميا من النفط الخام أو ما

يعادل نحو ٤٢% من إنتاج الغاز الأمريكي من خليج المكسيك ونحو ٢٧% من إنتاج النفط الخام من المنطقة نفسها.

وبشكل عام تراجع حجم الإنتاج من الدول غير الأعضاء في منظمة الأوبك خلال العام ٢٠١١ بأكثر من ٦٠٠ ألف برميل يومياً، بسبب تراجع الإنتاج من حقول بحر الشمال (القسمين البريطاني والنرويجي) ووجود مشكلات تقنية في إنتاج النفط الحجري (السجيل) الكندي، مما أدى إلى عدم ارتفاع مستويات الإنتاج إلى المعدلات المخطط لها بالإضافة إلى التعقيدات السياسية التي واجهت تصدير نفوط بحر قزوين إلى أوروبا مما أدى إلى تأخر هذه المشاريع عن مواعيدها المحددة (أسواق الطاقة العالمية، ٢٠١١).

حيث أدى الإنتاج التجاري للغاز الصخري في الولايات المتحدة إلى حدوث تغيير جذري وأساسي في أسعار الغاز عالمياً، حيث بدأت الولايات المتحدة أكبر مستورد للغاز المسال في العالم في تصدير الغاز إلى بريطانيا، لقد أدى انخفاض معدلات الطلب وزيادة الملحوظة في إنتاج بعض دول أوبك بالإضافة إلى قرار وكالة الطاقة الدولية استعمال الاحتياطي الاستراتيجي المتوفر لديها وتسويق بعض الاحتياطي في إثناء فترة الصيف، أدت هذه العوامل مجتمعة إلى حدوث توازن بين العرض والطلب في الأسواق العالمية خلال فصل الصيف والى استقرار المخزون التجاري النفطي لدول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (الدول الصناعية الغربية) عند معدله للسنوات الخمس الماضية، وذلك رغم انقطاع إمدادات النفط الليبية حيث يعد مستوى المخزون التجاري للنفط هو مؤشر مهم في تقديرات الأسواق لأسعار النفط ومدى ارتفاعها أو انخفاضها حيث حافظت أسعار النفط الخام على معدلات مستقرة خلال عام ٢٠١١ إذا سجل معدل سلة نفوط أوبك ١١٢.١٨ دولار من الشهر الثاني وكما سجل نحو ١١١.٦٢ دولار خلال شهر تموز ونحو ٣٢. ١٠٦ دولار خلال شهر آب.

إن الوفرة الكبيرة في إمدادات النفط الخام التي توقعها العديد من المحللين والمعرفة لم تتحقق بالكامل في عام ٢٠١٣، حيث ثبت إن الطلب على النفط كان أقوى قليلاً مما كان متوقعا والعرض قوض بالعديد من الانقطاعات غير المبرمجة في الإنتاج، هذه الانقطاعات أبطت أسعار نفط بحر الشمال برنت مستقرة نسبياً، في عام ٢٠١٣ بمتوسط أسعار بلغ ١٠٨.٧ دولاراً للبرميل مقابل ١١١.٧ دولاراً للبرميل في عام ٢٠١٢، أنهى خام برنت في عام ٢٠١١ بفارق ٣١ سنناً تحت مستوى نهاية عام ٢٠١٢ التي بلغت ٢٢ دولاراً للبرميل بين ٧٥. ٩٦ إلى ١١٩.١٧ دولاراً للبرميل، هذا النطاق يعتبر أضيق فرق منذ عام ٢٠٠٦.

في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفاع الإنتاج المحلي من النفط الخام حفر الاستثمارات الضخمة في خطوط الأنابيب وصهاريج التخزين والنقل بالسكك الحديدية، ما ساعد على إيصال النفط

الخام إلى الأسواق بصورة أكثر كفاءة، ورفع أسعار النفط القياسي الأمريكي - خام غرب تكساس الوسيط حيث بلغت متوسط أسعاره لعام ٢٠١٣ (٩٨.٠٣) دولار للبرميل، بعد أن كان ٩٤.١٥ دولار للبرميل في عام ٢٠١٢، أنهى خام غرب تكساس الوسيط في عام ٢٠١٣ عند ٩٨.٠٢ بعد أن أغلق عند ٩١.٨٢ دولار للبرميل في عام ٢٠١٢ خلال عام ٢٠١٣ تم تداول خام غرب تكساس الوسيط القياسي بنطاق ٢٧ دولار للبرميل.

الرهان على الفارق بين أسعار تداول خام بحر الشمال القياسي برنت وخام غرب تكساس الوسيط ظل أكثر أمور التجارة سخونة في أسواق النفط العالمي، لكن وجود عدد كبير جدا من المتغيرات أدى إلى حدوث تقلبات غير متوقع في الأسعار، ما جعل التوقعات في هذا الجانب عديمة الفائدة، في عام ٢٠١٣ تراجع الفرق بين أسعار تداول خام بحر الشمال القياسي برنت وخام غرب تكساس الوسيط بنحو ٦.٩ دولار للبرميل عن عام ٢٠١٢ إلى متوسط قدره ١٠.٦٣ دولار للبرميل، لكن مثل أسعار النفط الخام الأساسية شهد الفرق بين خام برنت.

وتكساس لتقلبات كبيرة أيضا، حيث اتسع الفرق إلى ٢٠.٧٥ دولار للبرميل في فبراير تراجع إلى ٢.٧٣ دولار للبرميل في تموز.

على الرغم من أن عام ٢٠١٣ شهد نمواً كبيراً في إنتاج النفط الخفيف الحلو من الولايات المتحدة الأمريكية بلغ نحو مليون برميل في اليوم في المتوسط حسب إدارة معلومات الطاقة الأمريكية، إلا أن أسعار خام بحر الشمال القياسي الخفيف الحلو برنت شهد تراجعا محدودا، وذلك أن إنتاج النفط الخام الليبي الخفيف الحلو انهار في الوقت نفسه الذي بدأ فيه الخام الأمريكي إغراق الأسواق خلال موسم الصيف، بصرف النظر عن الإنتاج الليبي واصلت أسواق النفط الخام العالمية افتقارها الإمدادات السورية والإيرانية، في حين لم يتمكن العراق من زيادة الإنتاج كما كان متوقعا.

بينما انخفض إنتاج سورية بنحو ١٥٥ ألف برميل في اليوم في عام ٢٠١٣، في حين خسرت إيران نحو ٣٠٠ ألف برميل في اليوم إضافية، في الوقت نفسه أضاف العراق نحو ١٠٠ ألف برميل في اليوم فقط إلى الأسواق العالمية بدلاً من ٤٠٠ ألف برميل في اليوم التي كانت متوقعة، على الرغم من أن العراق نجح في إضافة هذه الكمية على مستوى الحقل، لكنها لم تصل إلى الأسواق العالمية، بصورة رئيسية نتيجة سوء الأحوال الجوية في موانئ التحميل.

من ناحية الطلب، الطلب العالمي على النفط نما بنحو ١.٢ مليون برميل في اليوم في المتوسط في عام ٢٠١٣ مدعوماً بتعافي الاقتصاد العالمي وبارتفاع استهلاك النفط في الدول الصناعية الأعضاء في منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي بأقوى مما كان متوقعا.

في الوقت نفسه قامت منظمة أوبك بخفض إنتاجها بنحو ٩٠٠ ألف برميل في اليوم في عام ٢٠١٣، بعد أن أنتجت نحو ٣١ مليون برميل في اليوم في عام ٢٠١٢ لكن الجزء الأكبر من

التخفيضات لم يكن طوعياً، حيث انهار الإنتاج الليبي في النصف الثاني من عام ٢٠١٣، ما أسهم في خفض إنتاجها بمعدل ٤٠٠ ألف برميل في اليوم في عام ٢٠١٣، في حين أن الفساد المؤسسي في نيجيريا أدى إلى خسارة ٢٠٠ ألف برميل في اليوم من إنتاجها.

في بحر الشمال قامت الشركات العاملة بتشديد إمدادات النفط الخام الخفيف الحلو في حوض الأطلسي وشحنه إلى آسيا، بصورة رئيسية من حقل فورتيز إلى كوريا الجنوبية، نتيجة لذلك ظل منحى أسعار برنت في حالة التراجع، بمعنى أن أسعار الشهر الفوري هي أعلى من أسعار الأشهر اللاحقة وبلغ متوسط الفرق بين الشهر الفوري والثاني ٦٣ سنتاً في عام ٢٠١٣ مقابل ٦٦ سنتاً في عام ٢٠١٢، وفي الولايات المتحدة للسنة الرابعة على التوالي ضاقت الكونتانجو لخام تكساس الوسيط، بمعنى أن الأسعار المستقبلية (الآجلة) أعلى من الأسعار الفورية، حيث أن زيادة طاقات النقل استنزفت فائض النفط الخام في الوسط الأمريكي، نتيجة لذلك تقلص الخصب في أسواق نايمكس الآجلة، بين أسعار عقد الشهر الفوري لخام تكساس الوسيط، وعقد الشهر الثاني إلى ٧ سنتات فقط في عام ٢٠١٣ مقابل ٣٩ سنتاً في عام ٢٠١٢.

في عام ٢٠١٣ ارتفع إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية من النفط الخام إلى أكثر من ثمانية ملايين للبرميل في اليوم للمرة الأولى منذ عام ١٩٨٨ م، حيث تجاوز إنتاجها المحلي وارداتها من النفط الخام، في حين أن الواردات من النفط الخام الحلو توقفت تقريباً على ساحل الخليج في الولايات المتحدة.

٢-٥ الدراسات السابقة:

قام العديد من الباحثين بتناول عدة دراسات والتي بدورها اختبرت اثر التذبذب في أسعار النفط على أسهم الأسواق المالية ولفترات مختلفة بعدة نماذج إحصائية. وتم اخذ أهم واحد هذه الدراسات ومنها:-

أولاً:- الدراسات العربية:

١- دراسة المرصد الاقتصادي في الجامعة الأردنية (٢٠٠٩) بعنوان (أسعار البترول وعوائد سوق الأسهم في الدول المستوردة، دراسة مقارنة حول الأردن وتونس وتركيا).

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء العلاقة بين أسعار البترول وعوائد سوق الأسهم في عدد من الدول المستوردة للبترول والتي تقع في منطقة الشرق الأوسط، ويعتبر استقصاء هذه العلاقة مهما بالنسبة لهذه الدول، والتركيز على العوامل الاقتصادية مثل أسعار الفائدة ومؤشر الإنتاج الصناعي واثار أسعار البترول عند التنبؤ بأسعار الأسهم، لأن أسعار النفط المرتفعة يمكن أن يؤثر على أسواق الأسهم في هذه الدول، واستخدمت هذه الدراسة بيانات شهرية خلال الفترة ١٩٩٧/١١ إلى ٢٠٠٨/٣

لعدد من الدول وهي تونس والأردن وتركيا، واستخدمت أسلوب التكامل المشترك ونموذج الانحدار الخطي.

وتشير نتائج الدراسة إلى إن أسعار الأسهم في هذه الدول لا تتأثر بتغيرات أسعار البترول العالمية مشيرة إلا إن هذه الدول تعتبر مستوردة للبترول، حيث أن أي زيادة إضافية في التكاليف يرافقه زيادة إضافية في الإيرادات، ووجود علاقة سببية ما بين عوائد سوق الأسهم والمتغيرات الاقتصادية (سعر الفائدة ومؤشر الإنتاج الصناعي).

٢- دراسة بن جمعة (٢٠٠٩) بعنوان (تأثير أسعار النفط على الأسهم السعودية).

هدفت الدراسة إلى بيان أثر التغير في أسعار النفط على الأسهم السعودية كونها دولة منتجة للنفط، حيث أدى انخفاض أسعار النفط إلى تدني دخل السعودية، وخلق عجزاً متوقعاً في ميزانيتها العامة بمقدار ٦٥ مليار ريال، وارتفاع أسعار النفط له تأثير على دخل الدولة وبالتالي على مستوى الإنفاق، واستخدمت الدراسة المتوسط الأسبوعي لسعر النفط من بداية ٢٠٠٨ وحتى نهاية ٢٠٠٩، واستخدمت معامل الانحدار البسيط بين مؤشر الأسهم العام كمتغير تابع وسعر النفط الخفيف العربي كمتغير مستقل.

وتبين من نتائج الدراسة إن هناك ترابطاً طردياً وقوياً بين سعر النفط والمؤشر بمقدار (٠.٦٩) أي إن سعر النفط استطاع إن يفسر ٦٩% من التغير في مؤشر الأسهم، بينما ما نسبته ٣١% ناتج عن عوامل أخرى، فلقد برهنت هذه النتائج على إن مؤشر أسعار النفط أهم عامل يؤثر على أداء السوق المالي.

٣- دراسة عمر (٢٠١٣) بعنوان (تذبذب أسعار على المستوى العالمي والتحليل الإحصائي لسلسلة الزمنية (٢٠٠٠-٢٠٠٩)).

هدفت الدراسة إلى دراسة العوامل التي تؤدي إلى التذبذب في أسعار النفط على المستوى العالمي باستخدام تقديرات السلسلة الزمنية (٢٠٠٩، ٢٠٠٠) ومن النتائج التي توصلت إليها انه من الممكن إرجاع جانب كبير من تذبذبات أسعار النفط على المستوى العالمي إلى عوامل الطلب والعرض فضلا عن المتغيرات الاقتصادية كعامل الكساد والتضخم في البلدان الصناعية وانخفاض قيمة الدولار.

٤- دراسة المزيبي (٢٠١٣) بعنوان (العوامل التي أثرت على تقلبات أسعار النفط العالمية).

هدفت الدراسة إلى بيان العوامل التي أثرت على تحديد أسعار النفط وتدايعات ارتفاع أسعار النفط، حيث استخدمت المنهج الوصفي والتحليلي للبيانات عن تقلبات أسعار النفط ما بين عام ٢٠٠٠، ٢٠١١م ومن النتائج التي توصلت إليها أن هناك العديد من العوامل مجتمعة أثرت على تحديد أسعار النفط عالمياً منها عوامل اقتصادية وعوامل جيوسياسية وعوامل نفسية وعوامل فنية وعوامل نقدية كما ترتب على ارتفاع أسعار النفط مجموعة من التدايعات الاقتصادية والسياسية.

ثانياً: الدراسات باللغة الإنجليزية:

١- دراسة AGREN (2006) بعنوان (هل عدم ثبات أسعار النفط تنعكس على سوق الأسهم).

هدفت الدراسة إلى بيان اثر انتقال التقلبات في أسعار النفط على أسعار الأسهم حيث استخدمت الدراسة بيانات البورصة الأسبوعية بدء من الأسبوع الأول من ١٩٨٩ إلى الأسبوع السابع عشر من ٢٠٠٥ في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، السويد، اليابان، النرويج، واستخدمت نموذج (Bekk). ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة إن هناك علاقة قوية بين التقلبات في أسعار النفط وأثرها على أسعار الأسهم في اليابان والنرويج والولايات المتحدة الأمريكية، بينما كان التأثير ضعيفاً في السويد وكان لتأثير الاختبار معنوية ضعيفة بينما التقلبات التي حدثت في أسواق الأسهم كانت لها صلة قوية بعوامل اليقين وأسواق النفط وحيث إن الارتفاع الذي شهدته الأسواق النفط كان مزيجاً غير طبيعياً من العرض المقيد والطلب المتفجر والمضاربات المالية للنفط الخام .

٢- دراسة Kilian & Park (٢٠٠٧) بعنوان (اثر صدمات أسعار النفط على سوق الأسهم الأمريكية).

هدفت الدراسة إلى بيان أثر صدمات أسعار النفط على سوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد استخدمت الدراسة بيانات على أساس أسبوعي يغطي الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٦، واستخدمت أسلوب التكامل المشترك لتحليل العلاقة بين أسعار النفط ومؤشر سوق الأسهم الأمريكية. ومن نتائج التي توصلت إليها الدراسة إن التغيرات في أسعار النفط عامل مهم لفهم التقلبات في أسعار الأسهم ويعزى تراجع سوق الأسهم في الولايات المتحدة إلى زيادة في أسعار النفط الخام الناجم عن مخاوف بشأن الاستقرار السياسي في الشرق الأوسط.

٣- دراسة Goginieni (٢٠٠٨) بعنوان (رد فعل أسواق الأسهم تبعاً للتغيرات في أسعار النفط).

هدفت هذه الدراسة إلى بيان اثر التغيرات في أسعار النفط على سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة، حيث يعتمد رد فعل السوق على حجم التغير في أسعار النفط، وبيان مدى حساسية

الصناعات التي تعتمد بشكل كبير على النفط والتغيرات في أسعاره، واستخدمت الدراسة البيانات اليومية (١٩٨٣-٢٠٠٦) لبيان اثر ورد فعل سوق الأسهم ككل والصناعات المختلفة لتغيرات أسعار النفط اليومية للنفط.

ومن النتائج التي توصلت إليها إن سوق الأسهم هو حساس للتغيرات في أسعار النفط والتغيرات في الأسعار كبيرة خلال الفترات التي تشارك الولايات المتحدة في نزاع مسلح في الشرق الأوسط حيث يكون لها اثر سلبي على عوائد السوق.

٥- دراسة Elhedi (٢٠١١) بعنوان (العلاقة بين التذبذب في أسعار النفط وأسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي).

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك اعتمادا على البيانات اليومية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٠ لدول الست الأعضاء (البحرين، الكويت، عمان، قطر، الإمارات، السعودية)، باستخدام النموذج الشرطي.

ومن النتائج التي توصلت إليها إن هناك ارتباط وثيق بين أسعار النفط وأسعار الأسهم، حيث توصلت الدراسة إن انخفاض أسعار النفط تؤثر سلباً بشكل كبير على عائدات سوق الأسهم لثلاثة دول وهي البحرين، عمان، قطر.

٦- دراسة Rocio et al. (٢٠١١) بعنوان (أثر التذبذب أسعار النفط على عوائد الأسهم في سوق الأسهم الأمريكي).

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل اثر التذبذب في أسعار النفط في أسواق الأسهم في سبعة بلدان في أمريكا اللاتينية وهي (الأرجنتين، البرازيل، كولومبيا، تشيلي المكسيك، بيرو، فنزويلا)، وتم اخذ البيانات على أساس أسبوعي يغطي الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠١٠) لأسواق الأسهم في هذه البلدان، وذلك لإجراء تحليل البيانات وإيجاد العلاقة بين مؤشر البورصة لأسعار الأسهم والتغيرات في أسعار النفط، بالإضافة إلى وجود متغيرات مستقلة مثل مؤشر داوجونز وأسعار الصرف مقابل الدولار الأمريكي. ومن النتائج التي توصلت إليها إن التغيرات في أسعار النفط لم يؤثر على أسعار الأسهم في كل من الدول التالية (الأرجنتين، البرازيل، كولومبيا، تشيلي المكسيك، البيرو) باستثناء فنزويلا كانت التغير في أسعار النفط تؤثر ايجابيا على أسعار الأسهم فيها .

٧- دراسة Olugbenga (٢٠١٢) بعنوان (سلوك سوق الأسهم وصددمات أسعار النفط دراسة نيجيرية).

هدفت هذه الدراسة حول العلاقة السببية بين أسعار النفط و عوائد الأسهم في نيجيريا باستخدام النموذج الشرطي واختبارات التكامل المشترك جوهانسن، خلال الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠١٠). ومن نتائج الدراسة إن صدمات النفط على عوائد الأسهم إيجابي على المدى القصير وأثر سلبي على عوائد الأسهم على المدى الطويل ومن النتائج التي توصلت إلى أن هناك روابط سببية بين أسعار النفط وأسعار الأسهم.

٨- دراسة Cuesmi & Fattoum (٢٠١٣) بعنوان (العلاقة بين مؤشر النفط الخام برنت ومؤشر أسواق الأسهم في دول منظمة التعاون الاقتصادي).

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أن صدمات أسعار النفط الناجمة عن الاضطراب العالمي والإحداث السياسية والحروب يكون لها تأثير هام على العلاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم، وإيجاد العلاقة بين مؤشر النفط الخام ومؤشر أسواق الأسهم في دول منظمة التعاون الاقتصادي، وتغطي الدراسة ١٠ دول من منظمة التعاون الاقتصادي للفترة (١٩٩٠ - ٢٠١٢) وهي (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، إسبانيا، الدنمرك، ألمانيا، نيوزيلندا، إيطاليا، استراليا، اليابان، حيث يتم دراسة هذه العلاقة من خلال الارتباط الشرطي الديناميكي.

ومن النتائج التي تم التوصل إليها عند تطبيق معاملات الارتباط وجد إن الارتباط إيجابي بين انخفاض أسعار النفط والأسهم في أسواق الدول التالية: (الولايات المتحدة، استراليا، اليابان، نيوزيلاند) الفترة ١٩٩١-١٩٩٢ حيث وجدت الدراسة أنه في عام ١٩٩١-١٩٩٢ تعرضت أسواق الأسهم للانخفاض بسبب التغيرات في الطلب لتحوط للنفط الخام بالإضافة إلى حرب العراق، أما بالنسبة لإسبانيا وألمانيا وفرنسا حيث أدت الأزمة المالية الآسيوية إلى اثر سلبي على جانب الطلب على النفط، مما أدى إلى انخفاض أسعار النفط وشهدت هذه الأسواق انخفاض صغير ومستقر.

٩- دراسة Creti et al. (٢٠١٣) بعنوان (تأثير أسعار النفط على الأسواق المالية: تحليل البلدان المصدرة والمستوردة).

هدفت إلى دراسة مدى الترابط بين أسعار النفط ومؤشر سوق الأوراق المالية في مجموعتين من الدول: دول النفط المستوردة (الولايات المتحدة، إيطاليا، ألمانيا فرنسا، هولندا) وتلك المصدرة (الإمارات المتحدة العربية، الكويت، المملكة العربية السعودية، فنزويلا) حيث أنها استخدمت أساليب إحصائية متعددة منها الارتباط الشرطي والسلاسل الزمنية.

ومن النتائج التي توصلت إليها إن ارتفاع أسعار النفط تؤثر على الدول المستوردة مما يؤدي إلى الركود الاقتصادي، وان العوامل الاقتصادية قد تؤدي إلى التضخم وارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي

انخفاض أسعار الأسهم وانخفاض الإرباح، وبالتالي فإن انخفاض أسعار النفط يترك أثر سلبي على الدول المستوردة، أما في حالة الدول المصدرة فإن ارتفاع أسعار النفط يترك أثر إيجابي وذلك بسبب زيادة العوائد المالية، وأن تأثير التذبذب في أسعار النفط على الدول المصدرة أكبر من تأثيره على الدول المستوردة، وذلك بسبب اعتمادها الرئيسي على عائدات النفط.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

أن أغلب الدراسات التي تناولت أثر التذبذب في أسعار النفط على عوائد الأسهم هي لدول غربية متطورة وذات أسواق مالية متطورة، ولكن ما يميز هذه الدراسة عن غيرها أنها تناولت اثر التذبذب في أسعار النفط على أسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول في الشركات الخدمات ، باستخدام البيانات السنوية لأسعار الأسهم وحجم التداول والقيمة السوقية ، والفترة الزمنية التي غطتها الدراسة (٢٠٠٣-٢٠١٢).

الفصل الثالث : أسباب تذبذب أسعار النفط

الفصل الثالث

أسباب تذبذب أسعار النفط

١-٣ مقدمة

لا جدال بأن النفط يمثل المحرك الرئيسي للاقتصاد العالمي والعصب الصناعي لدول العالم قاطبة وهو من أهم المعايير الرئيسية التي لها تأثير عالمي سواء من الناحية الاقتصادية أو السياسية والعسكرية، بل هو أهم الدعامات التي تركز عليها الحضارة الإنسانية ومن جميع مصادر الطاقة الأخرى يعد النفط في الوقت الحاضر أكثر السلع الإستراتيجية تداولاً في العالم، حيث شهدت أسعار النفط العديد من التقلبات الاقتصادية الواسعة إذ حصلت حالات من الارتفاع المفاجئ والانخفاض مما أدى إلى تراجع الاستثمار في صناعة النفط ومن الأسباب الواضحة التي أدت إلى التذبذب في أسعار النفط ما يلي:

(١) العوامل الاقتصادية (أبو الصوف، ٢٠١٣): إن الاستقرار في سوق النفط العالمي يعتمد على العرض والطلب والموازنة بينهما بالإضافة إلى المخزون العالمي من النفط، لأن النفط سلعة إستراتيجية لها أهميتها في النمو الاقتصادي، فهناك عوامل تؤثر في جانب الطلب والعرض العالمين على النفط ومن أهم هذه العوامل (المزماني، ٢٠١٣):

(أ) الطلب العالمي على النفط:- ينقسم الطلب على النفط إلى نوعين، الطلب بغرض الاستهلاك والطلب بغرض المضاربة ويمر الطلب على النفط بعدة تغيرات منذ الصناعة البترولية، وإن الطلب العالمي على النفط في تزايد مستمر، حيث أن الطلب على النفط بغرض الاستهلاك يتأثر بزيادة معدلات النمو الاقتصادي العالمي والتي ساهمت بزيادة الطلب على المنتجات النفطية، وإن دخول الصين والهند وزيادة استهلاكهم للنفط أثر على الطلب العالمي على النفط. أما الطلب على النفط بغرض المضاربة أو الأسواق المستقبلية للنفط فقد عرفت هذه الأسواق منذ منتصف الثمانينات ودخول السماسرة والمضاربيين للأسواق العالمية وتعاملهم في بيع البراميل الورقية بهدف تحقيق الأرباح وتأثر الطلب بصورة رئيسية بعوامل عديدة ذات تأثيرات مختلفة، ومنه معدلات النمو الاقتصادي المشجعة للطلب.

(ب) العرض العالمي على النفط: تعتبر الإمكانيات المتاحة من المخزون في حقول النفط، وسياسات الدول النفطية ومدى حاجاتها إلى النفط لمواجهة احتياجاتها المحلية أو تصديره ومن أجل الحصول على موارد نقدية لتلبية الاحتياجات المالية أو الاحتفاظ به للأجيال المستقبلية، من العوامل المؤثرة على العرض العالمي على النفط، كذلك الطلب على النفط

وسعره يلعب دوراً حيوياً في عرض النفط كذلك المخزون التجاري والاستراتيجي يؤثر في حجم العرض وخاصة في التقلبات الموسمية (مركز الأهرام، ٢٠٠٨).

(ج) عجز القدرات الإنتاجية: فإن القدرة الإنتاجية معبراً عنها إمكانية استخراج النفط ونقله إلى المستهلك أصبح يشكل عبئاً ثقيلاً، وعجز القدرة الإنتاجية عن مواجهة الزيادة غير المسبوقة في الطلب العالمي على النفط على الرغم من توافر النفط، لقد مارست الدول الغربية ضغوطاً على أسعار النفط وتخفيضها بشكل حاد مما أدى إلى عرقلة عمليات تطوير حجم الاستثمارات في الصناعة النفطية عندما هبطت عائداته خاصة في دول (أوبك) التي تمتع بفائض هائل من الاحتياطي ونفقات إنتاج مخفضة، وبذلك عجزت القدرة الإنتاجية للنفط عن مواجهة الزيادة غير المسبوقة في الطلب العالمي على النفط نتيجة لنمو اقتصادي عالمي غير ارتفاع السعر ناتجة للظروف السياسية والأمنية التي أصابت منطقة الشرق الأوسط وخاصة منطقة الخليج، كما أن استخدام الدول الصناعية الغربية جانباً من مخزونها النفطي تخلصاً من أعبائه ونفقاته بعد إن اطمأنت إلى عدم قدرة الدول المنتجة للنفط على وقف صادرات النفط أدى ذلك إلى انخفاض كبير في المخزون وأصبحت عاجزة عن مواجهة الطلب المتزايد، حيث تشير التحليلات الاقتصادية إلى أن منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) التي تزود السوق بما يقدر بـ ٤٠% من النفط العالمي لم تعد قادرة على زيادة الإنتاج بشكل كبير (www.algzera.net).

(د) سياسة التخزين (الجميلي، ١٩٩٩): أن القاء الضوء على قضية المخزون النفطي أمر ضروري للتعرف على إحدى المشكلات المرتبطة بأزمة أسعار النفط والمخزونات النفطية هي أما مخزونات صناعية لشركات وأما مخزونات حكومية لسد استهلاك مرحلي أو مخزونات إستراتيجية تمتلكها الدول الصناعية لسد حاجاتها إذا تعرضت الإمدادات النفطية لأي طارئ وتعد الولايات المتحدة الدولة ذات الخزين الأكبر والأكثر تأثيراً في السوق النفطية ويقابل ذلك ضعف المخزونات في الآونة الأخرى وخاصة الأوروبية حيث يؤدي برد الشتاء إلى إفراغ المخزونات النفط المكرر، وتقليل المخزون من النفط الخام، كما أن بعض دول الأوبك وخاصة المملكة العربية السعودية تساهم في تلك العملية عبر تخزين نفطها في الدول الاسكندنافية، وفي الكاريبي والولايات السعودية المتحدة وفي روتردام بهولندا، مما يمثل عملية تدوير للثروة النفطية خارج أراضي الوطن العربي، وخطر ما في السياسة هو السماح للولايات المتحدة باستئجار النفط المخزون في الخارج واستخدامه في أوقات الطوارئ حسب الاحتياجات الأميركية ولضبط الأسعار.

٥) المضاربات في البورصة: لم تعد السوق النفطية تقتصر على صفقات البيع والشراء التقليدية بل أصبحت عملية المضاربة فاعلاً مهماً في السوق وأصبح المضاربون أكثر تنوعاً فهم شركات ومصارف ومؤسسات مالية وحتى أفراد، وأصبحوا لا يكتفون بخدمة مصالحهم أو مصالح من يستخدم خدماتهم من المستثمرين فقط، بل تحولوا إلى عناصر مؤثرة في محاولات تغيير معادلة الأسواق النفطية لتحقيق أهداف سياسية واقتصادية. (البازوكان، ٢٠٠٤).

ويسعى المضاربون لتحقيق إرباح سريعة من خلال توقعات الأسعار في الارتفاع أو الانخفاض أو عبر الأسعار المستقبلية للنفط الخام في بورصات النفط الدولية ويتم تحقيق هدفهم عبر عمليات شراء أو بيع منظمة ومخطط لها، حيث يعتقد أن المضاربين هم المسئول الرئيس على ارتفاع الأسعار بسبب آثار عمليات المضاربة على استقرار الأسعار. (Bach, 2008).

وذلك من خلال السعي غير المتناهي وراء تحقيق الأرباح الأمر الذي أدى بهم إلى إغراق سوق العقود الآجلة ومنه قيادة الأسعار إلى مستويات غير مبررة عن طريق التلاعب بالتوقعات حول نقص الإمدادات في المستقبل وهناك من يشير إلى ارتفاع أسعار النفط في ٢٠٠٨ كانت بسبب المضاربة، حيث أن عوامل السوق واستمرار نمو الطلب على النفط سمح بعمليات مضاربة على نطاق واسع مما دفع الأسعار إلى الارتفاع (Ukca, 2008).

٦) تكاليف الاستخراج والتكرير: تعمل مصافي التكرير المتوفرة بعدد محدود جداً في العالم وخصوصاً في الولايات المتحدة بأقصى طاقتها وتلقى صعوبة في تلبية طلب الاستهلاك على المشتقات النفطية مثل البنزين الذي ارتفعت أسعاره عند الضخ، والمصافي المتوفرة معدة لمعالجة النفط الخفيف الذي لا يحتوي سوى على كميات منخفضة من الكبريت وهي نوعية أصبحت غير متوفرة كثيراً بينما النفط الثقيل هو الأكثر توافراً في الأسواق.

ولقد زادت الحاجة لمصافي تكرير النفط التي تعد من المنشآت المكلفة ولا تقبل الشركات على الاستثمار فيها كثيراً وأصبحت أكثر منشآت التكرير الموجودة قديمة ولا يمكنها مواكبة حاجة السوق بينما تواجه عملية إقامة منشآت تكرير جديدة معارضة منظمات حماية البيئة بسبب أثارها السلبية فالاحتياج المتزايد لمصافي تكرير النفط زاد المخاوف من احتمالات حدوث تراجع في كميات النفط وبالتالي استمرار ارتفاع الأسعار وإلى جانب مشاكل التكرير تقف مشاكل ضعف مستوى الاستثمار في الاستكشاف بسبب انخفاض الأسعار لفترة طويلة سابقة وحسب تقديرات مؤسسة باركيلز كابيتال الأمريكية

فأن إمدادات النفط من الدول المنتجة غير الأعضاء في أوبك ارتفعت بنحو ٧٠٠ ألف برميل سنوياً بين عامي ١٩٩٠ - ٢٠٠٠ ولكن منذ ذلك الحين تجمد النمو وهذا التباطؤ ساهم في زيادة الطلب على إنتاج أوبك مما أدى إلى تراجع في الطاقة الإضافية للمنظمة ويتوقع المحللون استمرار هذا الاتجاه لأن الشركات النفطية لا تستثمر بشكل واسع ذلك لوجود عقبات قانونية أمام فرص التنقيب في المناطق الواعدة مثل المكسيك التي يمنع دستورها الشركات الأجنبية من الاستثمار وقد أصدرت مجموعة (ستي غروب) الأمريكية دراسة في عام ٢٠٠٥ توقعت بها زيادة في الاستثمارات المالية المخصصة للتنقيب والاستكشاف بحدود ٦% مقارنة مع ١٢% في عام ٢٠٠٤ كما أن الاكتشافات الجديدة في المياه العميقة ويزيد عمقها عن ألف متر كانت في عام ٢٠٠٣ تشكل ٧٠%، وكما حذرت وكالة الطاقة الدولية من تزايد تكلفة إنتاج النفط خارج دول الأوبك لأن معظم النفط المطلوب سيأتي من الحقول الصغيرة وهذا بدوره سيؤدي إلى الحد من الاستثمارات وبالتالي زيادة الطاقة الإنتاجية الإضافية على المدى الطويل.

(ز) السياسة الضريبية في الدول المتقدمة:- تعد الضرائب المفروضة على النفط من بين أكبر مصادر لتمويل الميزانيات الدول الأوروبية حيث تصل إلى ٧٦% من سعر لتر البنزين أو الديزل الذي يباع للمستهلك الأوروبي في حين أن الضريبة في الولايات المتحدة تصل إلى ٢٦% مما يجعل المدخولات من الضرائب المفروضة على النفط والأرباح التي تجنيها الشركات النفطية الغربية تتجاوز أحياناً ثلاثة أضعاف مدخولات الدول المنتجة للنفط.

(ح) التحليلات والتوقعات الاقتصادية غير الدقيقة:- حيث تقدم أكثر من جهة دولية وإقليمية وشركات ومراكز دراسات تقديرات عديدة عن الأسعار والأسواق وكثيراً ما تكون تلك التغييرات من بين أسباب الاضطراب في سوق النفط لما ينجم عنها حيث تركز أسواق النفط العالمية على متابعة بيانات المخزونات الأسبوعية الرسمية التي تصدر من الولايات المتحدة، المستهلك الأكبر للنفط في العالم، وعلى تقارير المخزونات والعرض والطلب الشهرية لوكالة الطاقة الدولية، حيث يرى المحللون أن إخفاق وكالة الطاقة الدولية في توقع القفزة التي شهدتها الأسعار في عام ٢٠٠٤ كان سبباً لاضطراب السوق وبطء تحركات منظمة الأوبك التي كانت تشعر بالقلق من تنامي مخزونات الدول المستهلكة ويبدو أن أخطاء في المعلومات قد ساهمت في ارتفاع أسعار النفط، حيث أن توقعات الاستهلاك كانت خاطئة مما تسبب في منع الشركات من تعزيز مخزوناتها، كما ألفت بعض اللوم في صعود الأسعار إلى مستويات قياسية على ضعف الإحصاءات الخاصة بالعوامل الأساسية لسوق النفط مما زاد من الاضطراب في تلك السوق.

٢) العوامل السياسية (عربية، ٢٠٠٨):- تلعب العوامل السياسية دوراً هاماً ومؤثراً في ارتفاع أسعار النفط في التوترات والاضطرابات والنزاعات التي تحدث في مناطق إنتاج النفط وتكريره والذي يهدد أمن تدفق الإمدادات النفطية إلى المستهلكين وتدفع أسعار النفط إلى الارتفاع وبذلك بقي العامل السياسي عاملاً أنياً ومرحلياً مرهوناً بظروف سياسية معينة، حيث ساهمت الاضطراب والنزاعات خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٠) في تذبذب أسعار النفط إلى مستويات غير مسبقة وتشمل على الاضطرابات السياسية والأمنية في الدول المنتجة للنفط شأنها تؤدي إلى ارتفاع الأسعار من خلال انخفاض العرض والعكس صحيح في حال عدم حدوث اضطرابات في أي دولة من الدول المنتجة للنفط، وتشمل على الاضطرابات السياسية والأمنية فيما يلي:

أ) توتر الأوضاع الأمنية على الحدود العراقية بين حزب العمال الكردستاني وتركيا في ذلك الوقت واستمرار توتر الأوضاع السياسية والأمنية في العراق وعدم استقرارها.

ب) التوتر بين الغرب وإيران بسبب برنامج طهران النووي واحتمالات فرض مجلس الأمن والدول الأوروبية مزيد من العقوبات على إيران ثاني أكبر دولة مصدرة للنفط بعد السعودية.

ج) أحداث الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١ ودورها في تدني أسعار النفط الخام.

د) شعور السوق النفط العالمية بأن ممرات النفط غير آمنة وذلك بسبب الحرب الأميركية على الإرهاب سواء في الخليج العربي أو شمال إفريقيا ولا سيما نيجيريا أكبر مصدر للنفط في إفريقيا، وفي الواقع أن الأعمال الإرهابية وان كانت لم تستهدف منشآت نفطية إلا أن الخوف من أن تنتقل هذه الأعمال الإرهابية إلى المنشآت النفطية التي تجعل الأسواق النفطية في حالة من التوتر وعدم الاستقرار وذلك يساعد في ارتفاع أسعار النفط.

هـ) التوترات الجيوسياسية (عدم الاستقرار السياسي) ومشاكل في بعض الدول المنتجة للنفط والخوف من العمليات التخريبية في مناطق إنتاج النفط المهمة (إبراهيم، ٢٠١٣).

و) إعلان الولايات المتحدة في عام ٢٠٠١ أنها سوف تحبس الاحتياطي الاستراتيجي المتوافر لديها بشكل منفرد إذا ما احتاجت إليه لذلك انخفضت الأسعار في ذلك العام و عام ٢٠٠٢ مقارنة بعام ٢٠٠٠ (مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، ٢٠٠٣).

٣) العوامل الإستراتيجية:- حيث يدخل تحت هذا العنوان الصراع في السوق النفطية بين منظمة الأوبك ووكالة الطاقة الدولية، الدول المنتجة من خارج الأوبك، صراع الهيمنة بين الولايات المتحدة والقوى الدولية الكبرى على رأسها الصين واليابان وحيث أن منظمة أوبك هي الهدف الأول والأخير لما تشهده الساحة النفطية، فبعد أن كانت المنظمة اللاعب الرئيسي فيها وكانت الأسواق الدولية تتابع كل تصريح لمندوبي دولها وتتنظر بحذر وقلق نتائج أي اجتماع من

اجتماعات أوبك باتت هذه الاجتماعات تنعقد بناء على رغبة الدول المستهلكة وتبحث في سبل تظمين احتياجاتها بدلاً من أن تكون مدافعا عن حقوق المنتجين (زلوم، ٢٠٠٥).

(٤) العوامل المرتبطة بالبيئة (حاج، ٢٠٠٦): مثل العوامل المناخية وهي عوامل مرتبطة بتقلبات فصول السنة في نصف الكرة الأرضية الغربي والكوارث الطبيعية وخصوصاً ما ينجم عن الأعاصير ومن هذه التغيرات إعصار امبرتو الذي ضرب مصافي النفط في الولايات المتحدة الأمريكية وأعاصير كاترينا وريتا وتوقف إنتاج النفط الأمريكي عقب إعصار أيفان الذي حرم الولايات المتحدة من أكثر من ١٠ ملايين برميل من الإنتاج وذلك منتصف شهر أيلول ٢٠٠٤ وهذا بالإضافة لتوقف الإنتاج في بعض حقول المكسيك نتيجة أضرار هذا الإعصار بإنقاذهم للإمدادات النفطية للسوق والذي استمر بتوقفه عن الإنتاج لمدة تزيد عن ٣ إلى ٤ شهور تقريباً بالإضافة إلى توقف مؤقت في المفاعلات النووية المولدة للكهرباء في اليابان وإعصار تسونامي في آسيا، حيث تؤدي هذه الكوارث إلى آثار سلبية على المنشآت النفطية هناك مما يؤثر على عرض النفط الأمر الذي ينعكس في ارتفاع الأسعار والعكس صحيح في حال عدم حدوث كوارث طبيعية.

(٥) العوامل النفسية:- تلعب العوامل النفسية دوراً كبيراً في سوق النفط لا تختلف كثيراً في أهميتها وحجمها عن العوامل الأخرى من حيث كمية العرض والطلب بل تتداخل جميع العوامل بشكل قوي ليشكلا في النهاية الصورة الأخيرة لسوق النفط (علي، ١٩٩٨)، كذلك توقع حدوث الاضطرابات وتحولها إلى نزاعات أو أزمة، وتوقع نقص في الإمدادات النفطية الخام والمشتقات أو شائعة تؤدي إلى ارتفاع أسعار النفط ومن هذه العوامل:

(أ) انخفاض قيمة الدولار مقابل اليورو دفع المستثمرين إلى استخدام النفط ملاذاً آمناً في مواجهة ضعف الدولار، حيث تعالت الأصوات في قمة دول أوبك على رأسها دول مجلس التعاون الخليجي عن تسعير النفط مقابل سلة من العملات وليس بالدولار الأمريكي، وهذا يؤهلها تقادي انخفاض قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى، حيث ترى دول المجلس أن ارتفاع أسعار النفط لا يمكنه تعويض الخسائر الناجمة عن انخفاض قيمة عوائده في ظل انخفاض قيمة الدولار الأمريكي (أيوب، ٢٠٠٨).

(ب) التهديدات المستمرة من قبل المتمردين في نيجيريا حيث طلبوا شركات البترول بوقف إنتاجها مما أدى إلى ارتفاع أسعار البترول حيث أن نيجيريا خامس دولة مصدرة للنفط في أوبك.

ج) تهديد دول الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأميركية لإيران بوقف أعمالها النووية مما جعل في أذهان محلي السوق والمضاربيين اعتقاداً بأنها تخفض إنتاجها من ثلاث مليون برميل يوميا الذي يقوم بإنتاجها إلى النصف.

٦) العوامل الفنية (المزماني، ٢٠١٣):- تؤدي أعمال التطوير والصيانة الدورية نتيجة لحدوث مشكلات فنية أو حريق إلى وقف الإنتاج لفترة زمنية محدودة وقد شهد عام ٢٠٠٨ حدوث حرائق وفيضانات وأعطال أدى إلى توقف الإنتاج في مناطق وارتفاعه في مناطق أخرى ومن أمثلة ذلك:-

أ) قامت شركة ارامكو بإغلاق رصيف رقم ١٠ في مرفأ رأس التنورة بسبب اندلاع الحرائق حيث يمثل مرفأ التنورة السعودي طاقة لشحن ٥.٥ إلى ٦ مليون طن يوميا من النفط
ب) الفيضانات في تكساس بالولايات المتحدة أدى لخفض إنتاج مصفاة النفط بمقدار ١٨٠ ألف برميل يوميا .

ج) الأعطال في بعض مصافي التكرير النفطية الأمريكية مثل شركة ميرفيأويل في ولاية لويزيانا.

د) وقوع حريق في مصفاة تابعة لمجموعة اكسون وبيل الواقعة في فأولي ببريطانيا والتي تبلغ طاقتها الإنتاجية حوالي ٣٢٦ ألف برميل في اليوم .

هـ) وقوع حريق في وحدة تكرير النفط الخام في مصفاة بلسكا جولا التي تتولى إدارتها شركة شيفرون في المسيسيبي.

٧) العوامل النقدية:- أن العلاقة بين الدولار والنفط علاقة متينة ومميزة و مترابطة، فالدولار دائما يؤثر في أسعار النفط ويعكس الطلب المتزايد على النفط والسلع الأخرى، كما أن معظم الدول المنتجة للنفط تبيع بالدولار، حيث أن معظم المحللين يتفقون أن هناك علاقة إيجابية بين التغيرات في سعر الصرف الحقيقي للدولار وأسعار النفط، فأن الزيادة السريعة في أسعار النفط خلال العام الحالي والأعوام السابقة يعود إلى ضعف الدولار نتيجة الديون الأمريكية بالإضافة إلى العوامل الأخرى، أن هبوط سعر الدولار يقلل من القوة الشرائية للدولار لدول منظمة أوبك ومجلس التعاون الخليجي مما يجعلها تحجم عن زيادة الإنتاج، لقد برز آثار انخفاض الدولار في منطقة الخليج في زيادة الشراء من السوق الأوروبية لصالح السوق الأمريكية سيتطلب وقتا كبيرا يستمر الدولار ضعيفا أمام اليورو والإسترليني فالعلاقة بين التغير في سعر الدولار والتغير في سعر النفط وثيقة جداً لكون الدولار هو العملة الأولى في العالم من حيث القوة، كما أن النفط هو السلعة الأهم والأكثر تداولاً على مستوى العالم ومعظم الدول المصدرة للنفط تحصل على عائداتها بالدولار.

٨) عامل الندرة:- كون النفط سلعة ناضبة فإن تأثير ذلك في الأسعار أمر طبيعي وقد بدأت الأسواق مؤخراً تتحسس هذا الأمر فالعمر التقليدي لهذه السلعة الإستراتيجية غير محدد على وجه الدقة (المزماني، ٢٠١٣).

٢-٣ التداعيات المترتبة على تقلبات أسعار النفط العالمية:

أدى التذبذب في أسعار النفط لزيادة القلق على استقرار الاقتصاد العالمي وقدرته على الاستمرار في النمو أن خرجت الزيادة في أسعار النفط عن السيطرة وفقد الاقتصاد العالمي قدرته على إنتاج الوظائف والدخل والأرباح فيما تتصاعد فيها أرباح الشركات النفطية في الغرب بشكل خيالي، حيث إنها المستفيد من ارتفاع أسعار النفط، حيث أن الدول الأعضاء في منظمة الدول المصدرة للنفط أوبك لا يصلها إلا ١٣.٤ في أحسن الحالات من السعر النهائي للبنزين في الدول المستوردة للنفط، أما الباقي فهو ضرائب حكومية ومكاسب تجنيها مصانع التكرير (في دول الغرب غالباً) وشركات النقل وتجار التجزئة والجملة، أي أن معظم الزيادة في سعر البنزين مثلاً تذهب لغير الدول المنتجة وفي ظل التزايد المتصاعد لأسعار النفط، تتبادل الدول المنتجة والدول المستهلكة للنفط الاتهامات بشأن هوية المسئول عن الارتفاع الحالي لأسعار النفط، وبالتالي لقد ترتبت على ارتفاع أسعار مجموعة من التداعيات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية خاصة اقتصاديات الدول النامية (جامعة الدول العربية، ٢٠٠٨)، الذي يعني اقتصادها اختلالاً على الرغم من ارتفاع أسعار وتمثلت التداعيات بما يأتي:

١) التداعيات الاقتصادية: إذ أن النفط الخام سلعة إستراتيجية، تشكل مشتقاتها كلفة حقيقة بالنسبة لكثير من القطاعات الاقتصادية، وأثارت التقلبات الحادة في أسعار النفط في نواحي اقتصادية تمثلت بما يلي:

أ) أدى ارتفاع أسعار النفط إلى تراخي جهود الإصلاح الاقتصادي والمالي، نظراً للأعباء التي أضافتها أسعار النفط. (المناعي، ٢٠٠٦)

ب) ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى رفع المحاصيل الزراعية بزيادة تكلفة المدخلات ودعم الطلب على المحاصيل المستخدمة لإنتاج الوقود الحيوي إضافة إلى أجور الشحن.

ج) أدى ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة كلفة المواصلات والنقل، والإنتاج الصناعي في الدول الصناعية، مما قلل الربح للشركات النفطية وحول جزء غير يسير من عوائد النمو الاقتصادي العالمي للدول المنتجة.

د) أدى ارتفاع أسعار النفط إلى ارتفاع أسعار الأسمدة والأدوية والأسمتت وغيرها مما أثر على دول العالم.

٥) أن ارتفاع المشتقات النفطية، يؤدي إلى التحول لاستخدام مصادر بديلة للطاقة مثل الفحم والأخشاب.

٢) التداعيات الاجتماعية:- تعاني شعوب الدول النامية من تدني مستوى المعيشة والأجور والبطالة فمن الطبيعي أن تؤدي التذبذب في ارتفاع أسعار النفط إلى حدوث تداعيات اجتماعية منها (المزيني، ٢٠١٣):

أ) ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات المختلفة وضعف الكميات المطلوبة منها عليها، الأمر الذي يؤدي إلى إغلاق بعض المعامل وتسريح عدد من العمال فيؤدي إلى البطالة وانتشار الفقر وتدني مستوى المعيشة.

ب) يؤدي إلى زيادة معاناة أصحاب الدخل المنخفضة والمتوسطة، وهم شريحة واسعة في الدول النامية.

ج) ارتفاع أسعار السلع والخدمات نتيجة ارتفاع أسعار المشتقات النفطية إلى امتصاص جزء كبير من دخول ذوي الدخل المنخفض.

د) يؤدي إلى إجبار الحكومات على سحب الدعم الحكومي للمشتقات النفطية، ورفع أسعار البنزين والسولار وقود التدفئة وغيرها.

الآثار المترتبة على التذبذب في أسعار النفط:

حيث تعددت الآثار والنتائج المترتبة على ارتفاع أسعار النفط بشكل غير مسبق سواء على اقتصاديات الدول المستهلكة أو اقتصاديات الدول المنتجة مع اختلاف طبيعة ذلك الآثار:

(أ) اثر ارتفاع أسعار النفط على اقتصاديات الدول المستهلكة: (محمد ، ٢٠٠٧)

مما لا شك فيه أن الارتفاع الكبير في أسعار النفط قد تسبب في مخاوف لدى الدول المستوردة بشأن التكلفة الاقتصادية لأسعار الطاقة، كما تسببت زيادة أسعار الوقود في زيادة غير مرغوبة في التضخم، ومن المنتظر أن يؤدي ذلك إلى تراجع نمو الاقتصاد العالمي وان اختلف اثر ذلك من اقتصاد إلى آخر.

أما بالنسبة للدول النامية المستوردة للنفط فإن تأثير ارتفاع أسعار النفط سيكون سلبي ليس فقط من ناحية انخفاض معدلات النمو الاقتصادي وزيادة نسبة التضخم، بل عجز في ميزان المدفوعات والميزان الجاري لهذه الدول، وفي هذا السياق نجد الإشارة إلى أن نصف الزيادة في الطلب العالمي على البترول خلال العشرين عاماً الماضية قد جاءت من الدول النامية، كما أن أغلب الزيادة في الطلب على النفط في المستقبل ستأتي من هذه الدول (علي، ٢٠٠٥).

أثر التذبذب في أسعار النفط على الدول النامية غير المصدرة للنفط حيث أحدثت أزمة انخفاض أسعار النفط ضرراً بالغاً باقتصاديات الدول النامية غير المصدر للبتترول حيث لم يمكنها انخفاض أسعار البترول من تحقيق النمو ومن آثاره ما يلي:

- (١) أدى انخفاض سعر النفط إلى توقيف الإقراض التطوعي من دول الأوبك، وفي نفس الوقت ارتفعت فيه أسعار الفائدة الحقيقية في الدول الصناعية، مما أدى غالى الحد من قدرة الاقتصاديات النامية على الاعتماد على الاقتراض من الخارج لتمويل التنمية، مما أدى ذلك إلى تفاقم أزمة المديونية الخارجية مما أصبح يهدد النظام المالي الدولي بأكمله.
- (٢) انخفاض عائدات شركاتها العاملة في مجال النقل والعقود والمقاولات التي كانت تعمل في الدول البترولية وانخفاض تحويلات العاملين.

أما في حالة ارتفاع أسعار النفط أثر التذبذب في أسعار النفط على الدول النامية المصدرة للبتترول ، حيث أثرت الانخفاضات المتتالية في أسعار البترول على اقتصاديات الدول النامية المصدرة للبتترول حيث أدى إلى انخفاض العائدات البترولية والفوائض المالية كالتالي (Oil, 2010):

- (١) انخفاض معدل الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بسبب تدفق كميات كبيرة من الموارد مقابل كل وحدة تستوردها من النفط.

- (٢) تقليص الإنفاق العام في هذه الدول بسبب تراجع الإيرادات البترولية.
- أما في حالة ارتفاع أسعار النفط؛ حيث أن اقتصاد الدول المصدرة يعتمد بصورة كبيرة على الإيرادات من قطاع النفط، وكلما ارتفعت أسعار النفط زادت إيرادات الدولة مما يعني مزيداً من الإنفاق الحكومي على المشاريع القائمة، أو تنفيذ مزيد من المشاريع الجديدة.

التداعيات السياسية:

- (١) حدوث حملة من الاحتجاجات والاضطرابات نتيجة لارتفاع أسعار النفط مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار المشتقات النفطية.
- (٢) دفع الحكومات إلى عمل حزمة من الإجراءات كتقليص الدعم الحكومي الموجه للمشتقات النفطية.
- (٣) ارتفاع أسعار المشتقات النفطية يواجه انتقادات شديدة للسياسة الاقتصادية والنظام الحاكم في الدولة.

وبالنسبة للدول الصناعية المستوردة للنفط فأن تأثير ارتفاع الأسعار سيكون محدوداً مقارنة بالدول النامية المستوردة للنفط، نظراً إلى تدني قيمة الدولار أمام عملات هذه الدول (اليورو، الجنيه الإسترليني، الين) إلا أن ارتفاع قيمة هذه العملات أمام الدولار سيؤثر على حجم صادرات الدول صاحبة هذه العملات إلى الخارج في نفس الوقت نتيجة ارتفاع سعر هذه الصادرات بسبب ارتفاع قيمة عملاتها.

أما فيما يخص الدول الصناعية الأوروبية : فقد بدأت تشعر هذه الدول بآثار ارتفاع أسعار النفط؛ اخفض الاقتصاديون في القطاع الخاص والحكومة توقعاتهم في شأن النمو الاقتصادي في منطقة اليورو وقد انخفض بشدة في عام ٢٠٠٥ وحيث أن الدول الأوروبية الكبرى من الدول العشر التي سجلت نسبة النمو الأضعف.

(ب) أثر ارتفاع أسعار النفط على اقتصاديات الدول المنتجة (عبد المؤمن، ٢٠٠٤):

يرى البعض أن الارتفاع المبالغ فيه في أسعار النفط يزيد من مخاوف الدول المنتجة من أن يؤدي إلى ارتفاع الأسعار إلى زيادة معدلات التضخم في الدول المستهلكة، مما يحقق تباطؤ في اقتصادياتها وما يترتب عليه من تراجع مستويات استهلاكها من النفط مما يضعف الطلب على السوق العالمية ويؤثر بشكل سلبي على الأسعار.

وفي نفس الوقت فأن الارتفاع المبالغ فيه لأسعار النفط قد يحث الدول المستهلكة للبحث عن بدائل له والتركيز على استخدام أنواع الطاقة البديلة مثل الغاز الطبيعي والطاقة النووية والشمسية. بيد انه رغم ذلك فقد حققت الدول المنتجة والمصدرة للنفط أرباحاً متزايدة خاصة دول الخليج العربي، إذ شهدت انتعاشاً اقتصادياً، حيث أوضح البنك الدولي في تقرير له أن النفط سيولد دخول هائلة لبلدان المنطقة، وان هذه الطفرة في الأسعار قد ساعدت دولاً كثيرة على تحسين وضعها المالي، وميزان مدفوعاتها الأمر الذي عزز النمو في المنطقة العربية وان مضاعفة معدل النمو تعني زيادة في الدخل الفردي لغالبية سكان المنطقة، ويعتبر الزيادة الكبيرة في العائدات النفطية فرصة نادرة لدول مجلس التعاون الخليجي والبلدان النامية المنتجة للنفط، (عمارة، ٢٠٠٥) لإعادة ترتيب أوضاعها المالية مما يؤدي إلى ضخ مزيد من الأموال في أسواق هذه البلدان وقد ساعد هذا الانتعاش في الأسواق إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العربية، ومن المتوقع أن تشهد الدول العربية ارتفاعاً في معدلات النمو مدعوماً بارتفاع السيول المحلية الناتجة عن زيادة التدفقات الاستثمارية إليها من دول الخليج النفطية وارتفاع حجم التحويلات المالية.

٣-٣ أثر التذبذب في أسعار النفط على الدول العربية:

حيث أدى ارتفاع أسعار النفط إلى آثار إيجابية على اقتصاديات الدول العربية تمثلت فيما يلي (المناعي، ٢٠٠٦):

(١) لاشك في أن زيادة الإيرادات النفطية ساعدت على تحسين معدلات النمو الاقتصادي، حيث أن زيادة معدلات النمو الاقتصادي زادت فرص الاستثمار ومشاريع التنمية، مما أدى إلى خلق فرص عمل ساعدت على تخفيف معدلات البطالة وفي بعض الحالات تحسين مستوى المعيشة.

(٢) أن الفوائض الجديدة في الإيرادات النفطية لم تذهب كلها في شكل مصروفات وإنفاقات، مثلما حصل في الفورة النفطية خلال السبعينيات، لكن في هذه المدة يبدو أن تعامل الدول النفطية مع الفوائض المالي، كان أكثر حذراً رغم ملاحظة زيادة الإنفاق على بند الأجور والرواتب والإنفاق الاستثماري على مشاريع البنية التحتية إضافة إلى زيادة مخصصات قطاع التعليم والصحة، إلا إن الجزء الأكبر من الفوائض المالية وُظف بشكل رئيسي في مجالات تعتبر إيجابية منها:-

(أ) تعزيز المدخرات من خلال إنشاء صناديق الاستقرار المالي والأجيال القادمة، حيث يقدر أن الدول النفطية ادخرت حوالي ثلثي الإيرادات الإضافية التي تراكمت لديها منذ عام ٢٠٠٢ وما يعكس المستوى المرتفع للادخار بالنسبة للدول النفطية أن فائض الحساب الجاري لديها وصل إلى أكثر من ٢١% من الناتج المحلي الإجمالي.

(ب) تعزز الاحتياطات الأجنبية لدى البنوك المركزية، حيث لوحظ ارتفاع كبير في مستوى الاحتياطات الأجنبية للدول العربية خلال السنوات الماضية، حيث ارتفعت هذه الاحتياطات بمقدار الضعف حتى وصلت إلى أكثر من ٥٠٠ مليون دولار في بداية عام ٢٠٠٦.

(٣) تراجع مديونية القطاع العام بالنسبة للدول العربية بشكل عام، حيث انخفض الدين العام من حوالي ٧٠% من الناتج الإجمالي المحلي في عام ٢٠٠٢ إلى ٤٢% من عام ٢٠٠٦ وفي حالة الدول النفطية انخفض الدين العام من حوالي ٥٠% من الناتج الإجمالي المحلي في عام ٢٠٠٢ إلى ٢٥% من عام ٢٠٠٥ وكان ذلك واضحاً في كل من اليمن، الجزائر، عمان، السعودية، الكويت.

(٤) زيادة تحويلات اليد العاملة في الدول النفطية وانعكست هذه التأثيرات في زيادة التجارة والسياحية والاستثمارات

التأثيرات السلبية لارتفاع أسعار النفط على الدول العربية أساساً في الجوانب التالية:-

- (١) التضخم وارتفاع تكاليف المعيشة في شكل كبير، أدى إلى تدهور المستوى المعيشي لكثير من الأفراد، لكن تأثير ارتفاع الأسعار وزيادة التضخم اضعفا القدرة التنافسية لكثير من دول المنطقة والقدرة على جذب الاستثمارات والشركات والأعمال (زلوم، ٢٠٠٨).
- (٢) المضاربات في الأسهم والعقارات حيث أن زيادة السيولة في شكل كبير، أدى إلى ارتفاع أسعارها في شكل غير طبيعي نتج منه في ما بعد حركات تصحيحية حادة ومؤلمة كما نشهدها اليوم في بورصات عربية عدة.
- (٣) ما تعانيه الدول العربية غير النفطية من ارتفاع فاتورة استيراد المشتقات النفطية، ما اضطر بعضها إلى رفع أسعار المحروقات ما رتب ردود فعل اجتماعية غاضبة .
- (٤) احتمالات تراخي جهود الإصلاح حيث أن زيادة الإنفاق خصوصا فيما يتعلق بالأجور والرواتب والمنح والإعانات قد تضعف سياسات الترشيد وتقلل من أهمية الانضباط المالي وتزيد من أهمية القطاع العام.

٣-٤ أثر التذبذب في أسعار النفط على قطاع الخدمات:

النفط هو عماد النهضة الصناعية وعصب الاقتصاد، والنفط له انعكاسات مباشرة على مجمل القطاعات الاقتصادية، إن قطاع الخدمات ذو روابط أمامية وخلفية مع كافة قطاعات الاقتصاد الأخرى، وإن استمرار ونمو القطاعات الأخرى يعتمد على ما يقدمه هذا القطاع من خدمات في مجال التعليم والصحة والنقل والسياحة وغيرها.

عكس التذبذب في أسعار النفط ارتفاع في أسعار قطاع الخدمات، حيث إن ارتفاع أسعار النفط أدت إلى قيام الحكومات برفع أسعار المشتقات النفطية، فتأثر قطاع النقل بذلك الارتفاع بشكل مباشر، وهذا انعكس بدوره إلى رفع أسعار وقود السيارات والطائرات وغيرها من وسائل النقل وبالتالي رفع أجور النقل بكافة أشكاله، حيث أدى ذلك إلى رفع أسعار التذاكر وهذا يؤثر على انخفاض معدلات السياحة، لأن هذا يزيد من التكاليف على المواطنين، وبالتالي ارتفاع الخدمات الفندقية بسبب اعتماد الفنادق على مشتقات النفط في وسائل التكييف والتدفئة مما يترتب عليها تكاليف إضافية.

ولأن ارتفاع الأسعار النفط عالمياً يسهم في ارتفاع تكلفة التشغيل، أدى ذلك إلى ارتفاع في أسعار الخدمات السياحية والفندقية والتعليمية والصحية، وكما يؤدي إلى زيادة أجور الشحن وهذا يؤدي إلى رفع أسعار السلع والخدمات المقدمة بسبب دخول النفط في وسائل الشحن بشكل رئيسي، وذلك بسبب تشابك القطاعات الاقتصادية مع بعضها، ولأن النفط له دور رئيسي ويدخل في تكاليف كافة القطاعات سواء بشكل مباشر أو غير مباشر (موسوعة المسافر، ٢٠٠٤).

لقد بدأ قطاع الخدمات يلعب دورا متزايدا في اقتصاد الدول النفطية وغير النفطية، خاصة بعد ارتفاع أسعار النفط ومن ثم تعاظم الثروة النفطية في منتصف السبعينات، حيث يزداد نصيب الخدمات من الناتج المحلي الإجمالي، كلما ارتفع مستوى الدخل ومن ثم معدل التنمية، وقد أدت الثروة النفطية إلى الأخذ بمبدأ الدول الرفاهة وهو ما انعكس بدوره على ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي على الخدمات، وقد أدت الفوائض النفطية إلى حدوث هجرة في الأيدي العاملة من الدول العربية الكثيفة السكان، مما أدى بدوره إلى نمو قطاع الخدمات في الدول المستقبلية لهذه العملة.

ولقد تمكنت الدول العربية المصدرة للنفط من تحقيق نسبة نمو مرتفعة في معظم القطاعات الاقتصادية خاصة خلال الفترة التي صاحبها ارتفاع في العائدات النفطية بالمقارنة مع الفترات الأخرى، ومع نسبة النمو في الدول العربية غير النفطية، وقد أظهر أثر النمو في الناتج المحلي الإجمالي الغير حقيقي في القطاعات الاقتصادية المختلفة، حيث ارتفع الإنتاج الصناعي وتوسعت القاعدة الزراعية في هذه الدول، ولم تختلف الصورة في بقية القطاعات عنها في قطاعي الصناعة والزراعة، حيث كان معدل نمو قطاع الخدمات مرتفعة بالمقارنة بالدول غير النفطية (عبد العزيز، ١٩٩٣).

الفصل الرابع : الأسواق المالية

الفصل الرابع الأسواق المالية

٤-١ الأسواق المالية:

تعد الأسواق المالية في الوقت الحاضر من المتطلبات الأساسية لتحقيق النمو والتقدم الاقتصادي والمالي فهي الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول، حيث تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وهذا يتطلب إنشاء أسواق مالية لجذب الثروات إلى البلد واستغلال هذه الثروات لخدمة الاقتصاد الوطني وتحقيق أعلى معدلات في النمو الاقتصادي للبلد.

ويمكن تعريف الأسواق المالية بأنها: عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق أما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال (حسين، ٢٠٠٨).

إن السوق المالي لم يعد محصوراً في إطار مكاني محدد، فالمكان في حد ذاته ليس شرطاً أساسياً لوجود السوق، بل يكفي مجرد وسيلة اتصال فاعلة بين البائع والمشتري لوجود هذا السوق (مطر، ١٩٩٩).

وكما عرفتها (Gould) أيضاً بأنها الأسواق التي تعتمد على تبادل وتداول رأس المال مثل أسواق النقد ورأس المال وقد تكون طويلة وقصيرة الأجل (Marie, 2008).

٤-١-١ أنواع الأسواق المالية:-

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى قسمين أساسيين:-

١- أسواق النقد (الحلاق والعجلوني، ٢٠١٠):- حيث وجدت أسواق النقد لأغراض الاقتراض والإقراض لذا يجب على أي استثمار في سوق النقد أن يترتب عليه توقع للعوائد التي سيحصل عليها المستثمر، وتكون طبيعة الأوراق المالية في هذا السوق قصيرة الأجل وتمتع بسيولة عالية ودرجة أمان عالية ومنها: (Bach, 2009).

- الأوراق التجارية

- أدونات الخزينة

- الكمبيالات قصيرة الأجل

- السحوبات (القبولات المصرفية)

- سوق اليورو دولار

٢- أسواق رأس المال:- في هذا السوق يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل وزيادة التمويل عن طريق بيع الاستثمارات المالية للمستثمرين (الحلاق والعجلوني، ٢٠١٠)، ويمكن استعراض أهم الأدوات من الأوراق المالية المتعامل بها كالتالي (Heather، ٢٠٠٨):

- الأسهم العادية

- الأسهم الممتازة

- السندات

*** ويمكن تقسيم الأسواق المالية إلى قسمين أساسيين هما:-**

أ- السوق الأولي:- يسمى سوق الإصدار فهي الأسواق التي يتم بواسطتها إصدار الأوراق المالية الجديدة كالأسهم والسندات من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مادية قصيرة وطويلة الأمد، حيث يسمى سوق الإصدار وهو سوق المتاجرة بإصدارات الأوراق الأولية فإذا رغبت أي شركة تصدر أسهمها للاكتتاب العام فإنها تطرح أسهمها في السوق (الشواورة، ٢٠٠٨).

ب- السوق الثانوي:- هي الأسواق المالية التي يتم فيها بيع الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي، أي بيع الأوراق المالية للمرة الثانية حيث يكون المتعاملون في هذا السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانت فردية أو شركات (حسن، ٢٠٠٦).

٤-٢ بورصة عمان :

جاءت نشأة سوق عمان المالي كضرورة حتمية للتطور الملحوظ الذي شهده الاقتصاد الأردني بصفة عامة والقطاع المالي بصفة خاصة، وعندما برزت فكرة إنشاء سوق عمان المالي كان المنتظر منها هو إنجاز وظائف هامة منها أنها تساعد في تمويل الشركات وتوفير السيولة الكافية لكل من المدخر والمستثمر عن طريق التعامل بالأوراق المالية، وتعمل على تطوير أدواتها والحفاظ عليها بالتعاون مع الجهات المتخصصة مثل البنك المركزي والمعني برسم السياسة النقدية والتحكم بها، وتوليد الثقة والحماية والاطمئنان لحملة الأوراق المالية مما يزيد من إقبال المكتتبين على الإصدارات الجديدة للأسهم والسندات.

٤-٢-١ نشأة بورصة :-

يعد إنشاء بورصة عمان من الخطوات البارزة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن، فمن المتعارف عليه أن بورصة الأوراق المالية عادة ما تكون مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي للبلدان كما أنها تقود عملية التنمية الاقتصادية فيها وهذا يدل على أهمية البورصة.

ونظراً للأهمية الاقتصادية المتزايدة للأسواق المالية وتحققه من أهداف اقتصادية ضرورية وعلى رأسها السيولة النقدية، فقد سعى الأردن إلى إنشاء سوق أردنية للأوراق المالية حيث بقيت فكرة إنشاء هذا السوق تراود الاقتصاديين الأردنيين منذ أوائل الستينات إلى إن تبلورت بموجب قانون رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ م والذي صيغ على ضوء الخطة الخماسية ١٩٧٦-١٩٨٠ التي دعت إلى الإسراع في إنشاء سوق لرأس المال بمساعدة المؤسسات الدولية. (صالح ومعارفي، ٢٠١٠)

المتخصصة، وذلك من أجل تحقيق أهداف السياسة النقدية والاقتصادية في المملكة، والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي وبدأ العمل به في الأول من كانون الثاني لعام ١٩٧٨ م كمؤسسة مالية لها شخصيتها الاعتبارية وتمتع باستقرار مالي وإداري، وحيث تميز الأردن بموقع استراتيجي ويتمتع بدرجة عالية من الأمن والاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي، الأمر الذي يشكل ملتقى مالي وتجاري مميز من نوعه بين الشرق والغرب.

٤-٢-٢ التطور التاريخي لبورصة عمان في المملكة الأردنية الهاشمية (الشواورة، ٢٠٠٨):

لقد مرت عملية إنشاء سوق الأوراق المالية بعدة تطورات يمكن إيجازها فيما يلي:-

(١) مرحلة ما قبل عام ١٩٧٦ (أي مرحلة ما قبل نشأة سوق عمان المالي) :- اتصفت هذه المرحلة بوجود أدوات مالية محددة الغرض والانتشار، كما اتصفت أيضاً بعدم وجود الأنظمة والقوانين التي تحكم العمل بهذه الأدوات المالية، وفي هذه المرحلة تأسست بعض الشركات المساهمة العامة الأردنية ومنها : البنك العربي في عام ١٩٣٠ وشركة الكهرباء الأردنية في عام ١٩٧٤، وشركة التبغ والسجائر، وشركة الأسمنت، حيث كان تبادل أسهم هذه الشركات يتم عن طريق مكاتب غير متخصصة (الشواورة، ٢٠٠٨؛ الزعبي، ٢٠٠٤).

وشهدت الفترة ما بين عام ١٩٦٢-١٩٧٦، تطوراً ملموساً بعد وضع برنامج تنموي للسنوات الخمس، فقد تضمنت هذه الفترة طرح سندات لمجموعة من المشاريع الحكومية، وبدأت المطالبة بإنشاء سوق عمان المالي، وفي هذه المرحلة تم وضع وإصدار قانون الشركات عام ١٩٦٢ م، وفي عام ١٩٦٦ تم وضع وإصدار الدين العام، والذي هدف إلى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما تم وضع برنامج تنموي للسنوات السابقة السبع اللاحقة، وتضمن البرنامج إصدار السندات الحكومية وإنشاء بورصة للأوراق المالية، وقد تم إصدار أدونات الخزينة لسد العجز ما بين إيرادات الحكومة ونفقاتها عام ١٩٦٩ م .

كما أشارت خطة التنمية الثلاثية اللاحقة ما بين الأعوام من ١٩٦٩ - ١٩٧١ ضرورة زيادة الادخار الخاص في المملكة وجذب المدخرات الأجنبية إلى الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وقد شهدت هذه الفترة تطوراً ملحوظاً في نشأة الشركات المالية .

(٢) مرحلة ما بعد العام ١٩٧٦ :- وتضمنت الخطة الخماسية للأعوام ١٩٧٦ - ١٩٨٠ فصلاً كاملاً عن الجهاز المصرفي والسياسة النقدية، وإنشاء سوق للأوراق المالية، وقد دعت هذه الخطة إلى مشاركة أكبر في الاقتصاد القومي من قبل القطاع الخاص عن طريق الشركات المساهمة والتي يشارك في ملكيتها عدد كبير من المواطنين .

وقد أنشئ سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (٣١) لعام ١٩٧٦ م، ويعود الفضل في إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية إلى الجهود الحثيثة التي بذلها البنك المركزي، وإلى دعم ومؤازرة الحكومة بالإضافة إلى الاستعانة بخبرات مؤسسة التمويل الدولية، إلا أنه لم يباشر أعماله ولم يتم افتتاحه رسمياً إلا في ١/١/١٩٨٧، ومن ثم باشر أعماله باعتباره لتبادل سوقاً لتبادل الأوراق المالية، من أسهم وسندات وهيئة مراقبة، كما تعتبر مسؤولة عن تطوير وترويج كل من سوق الأوراق الأولية والثانوية في الأردن، وتنظيم عمل المشاركين في السوق وتقديم الخبرات اللازمة لهم، باعتبارها مؤسسة مالية عامة تمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي.

وكجهة وحيدة مصرح بها لمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية بموجب أحكام قانون الأوراق المالية رقم (٢٣) لعام ١٩٩٧م صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في الأردن، بتاريخ ١٠/٥/١٩٩٩م باشر مركز إيداع الأوراق المالية المتداولة في البورصة وهو إحدى المؤسسات الثلاث التي نص عليها القانون وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء مباشرة (البنك المركزي الأردني ، ٢٠٠٢) .

أهم الأسباب والدوافع التي جعلت الحكومة التي تولي اهتمامها لتطوير سوق عمان المالي وتنظيمه بحيث يكون سوقاً نظامياً قوياً ما يلي (غرايبة وخوري، ١٩٩٤):

(١) المساهمة المرجوة لسوق عمان المالي في النمو الاقتصادي، إذ إن وجود سوق مالي منظم وقوي يؤدي إلى تحقيق استقرار النظام المالي الاقتصادي، ويقلل من اعتماد الشركات على أموال البنوك وبالتالي يقلل من تأثرها بتقلبات أسعار الفائدة ووقوع الشركات أحياناً تحت ضغوط تسديد الأقساط في الظروف الصعبة.

٢) جذب صغار المدخرين نحو السوق وبالتالي تمكينهم من شراء عدد من الأسهم يتناسب مع مدخراتهم وبالتالي توزيع ملكية الشركات المساهمة العامة على عدد كبير من المساهمين وعدم وجود تركيز كبير في حيازة الأسهم.

٣) يؤدي تنظيم السوق إلى رفع الفاعلية في التسعير الملائم للأسهم وبالتالي تقليل تكاليف التداول (شراء / بيع) بالإضافة إلى توفير الحماية الكافية للمستثمر من خلال الإشراف المباشر على الإصدارات الحديثة للأسهم وإصدار المعلومات بشكل دقيق ومنظم.

٤) جذب استقطاب الأموال الأجنبية والتي تتضمن نقل المعرفة والتكنولوجيا إلى كثير من الصناعات.

وفي دراسة قام بها الخبير ديلافورتيل، تمثلت نتائج في وجود عوامل إيجابية تدعم فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية لما يتمتع به النظام المالي في الأردن بدرجة عالية من السيولة، مما يمكن زيادة صادرات الدين العام الداخلي وتجعل إقبال المستثمرين عليها كبيراً، وقد اعتبرت هذه الدراسة إن تطور القطاع المالي في الأردن يمكن أن يكون له أثر هام في تنمية وتحريك المدخرات وتوزيعها بشكل امثل، وفي المقابل كان من أهم العوامل السلبية والمعيقة لإنشاء البورصة وجود عجز في المدخرات المحلية، حيث اقترحت الدراسة لتجاوز هذه الإشكالية، حلا يتم بموجبه تغطية العجز عن طريق الحوالات والمساعدات وصافي الاستثمار.

كما أن السوق المالي في كثير من الأحيان يقود عملية التنمية الاقتصادية وتكون مؤشرا للأحوال الاقتصادية في البلد ومرآة عاكسة لما يتم داخل الاقتصاد والأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في ذلك البلد فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية لمعالجة أي خطر له الاقتصاد الوطني (Dlafortelle, 1976: 6-20).

٤-٢-٣ أهداف بورصة عمان للأوراق المالية:

وتتمثل أهم الأهداف التي وضعتها سوق عمان المالي للأوراق المالية لتحقيقها بالنقاط التالية (البكري، ٢٠٠٩؛ صلاح، ٢٠٠٣):

١) تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.

٢) تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وما يضمن مصلحة البلاد المالية وصغار المدخرين.

- ٣) إتاحة الفرص أمام المستثمرين على المشاركة في تنمية القطاع الخاص.
- ٤) مساعدة الأفراد على الاستثمار لضمان مستقبلهم، ورفع مستوى الدخل لشرائح المجتمع المختلفة وتحسين مستوى المعيشة.
- ٥) تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، مما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
- ٦) جمع ونشر المعلومات والإحصائيات اللازمة من خلال توفيرها من الشركات ذات العلاقة بأعمال السوق، مما يتيح للمستثمرين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بما يخدم التنمية الاقتصادية.
- ٧) العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتشغيلها بتوزيعها على البدائل الاستثمارية الأكثر إنتاجاً لتحقيق إمكانيات تراكم رؤوس الأموال وتقوية الاقتصاد.

٤-٢-٤ أقسام بورصة عمان للأوراق المالية:

أن العمل في الأسواق المالية يتم من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب، وهي تمثل المرحلة الأولى، ويتم ذلك من خلال ما يسمى بالسوق الأولي أو (سوق الإصدار)، وبعد ذلك من خلال الراغبين بشراء تلك الأوراق المالية تنشأ المرحلة الثانية والتي تتم من خلال السوق الثانوي (سوق التداول) (غرايبة وخورى، ١٩٩٤).

تنقسم بورصة عمان إلى قسمين وهما:

السوق الثانوي (البكري، ٢٠٠٩): هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، أما بالنسبة للإدراج في السوق الثانوي فيشترط أن لا يقل صافي حقوق المساهمين للشركة التي تدرج في هذه السوق عن ٥٠% من رأس المال المدفوع وان يكون مضي عام كامل على منحها حق الشروع بالعمل (البنك المركزي، ٢٠٠١).

السوق الأولي (شواورة، ٢٠٠٨):- وهو السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات لأول مرة ويكون الاكتتاب فيه من خلال الجهاز المصرفي الأردني، أي خارج مقصورة البورصة، وتشمل هذه الإصدارات على كل من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس بالإضافة إلى الجهات الحكومية والمؤسسات العامة وذلك من خلال الاكتتاب العام أو الخاص، ويقتصر التداول بالأسهم على الشركات التي لا يقل رأسمالها عن ٢ مليون دينار ولا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن رأس المال المدفوع، فضلاً عن تحقيق الشركة لأرباح صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة، وان تكون قد وزعت أرباحاً أو أسهماً مجانية مرة واحدة على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني، وأن لا يقل معدل دوران أسهمها خلال الاثني عشر

شهرًا الأخيرة عن ١٠% ولا يقل عدد أيام تداوله عن ١٥% من عدد أيام التداول الكلي خلال تلك الفترة.

٤-٣ العوامل التي تؤثر على سوق الأسهم:

- العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم إلى صنفين رئيسيين، هما (يوسف، ٢٠٠٨):
 - العوامل الداخلية: وسميت بالداخلية لأنها تتعلق بالبيئة الداخلية للشركة حيث أنها تتأثر وتؤثر فيها:
 ١. رأس المال: ويعتبر المحرك الأساسي لأي مشروع أو عمل استثماري، يهدف لزيادة الإنتاجية وإعادة تجديد رأس المال، وله أثر واضح على عوائد الأسهم حيث أنه يظهر أثره في التحليل الإحصائي، فكلما كان حجم رأس المال كبيرًا تتأثر العوائد بشكل كبير، وكلما كان حجم رأس المال صغيرًا لا يؤثر تأثيرًا كبيرًا على عوائد الأسهم مثل حجم رأس المال الكبير.
 ٢. عدد العاملين: ويعد من الأصول المتغيرة للشركة، ويظهر حجم عمل هذه الشركة وإنتاجيتها مما يؤثر على عائد الاستثمار وموقعه بين الشركات الأخرى فعدد العاملين في الشركة يؤثر غالبًا في كمية إنتاج هذه الشركة مما يؤثر على قوتها ووضعها الاقتصادي بين الشركات الأخرى، مما يؤثر في إقبال المستثمرين على شراء أسهمهم، ففي المحصلة تتأثر عوائد أسهمها.
 - العوامل الخارجية، وهي العوامل التي تؤثر على أعمال الشركة، وليس للشركة أي سيطرة على حدوثها، وتتمثل بالآتي:

١. سعر الفائدة: هو المبلغ الذي يدفعه المقترض كتعويض عن استخدام المال المقترض، أو المبلغ الذي يتلقاه عن إيداع أمواله في مؤسسة مصرفية أو غيرها ويكون هذا المبلغ محددًا على شكل نسبة مئوية سنوية من المبلغ الأصلي. ويعتبر سعر الفائدة بأنه المحرك الأساسي لتوظيفات رأس المال وانتقاله بين الأسهم والسندات والبنوك وذلك لاعتباره الفرصة البديلة للمستثمر إذ أنه إذا كان سعر الفائدة مرتفعًا، سيفضل المستثمر بأن يضع أمواله في البنك والحصول كل عام على سعر الفائدة المحدد له أو إذا كان الاستثمار بهذه الأموال سيعود عليه بعائد أكبر من سعر الفائدة فسيفضل الاستثمار وفي نفس الوقت فإن ارتفاع سعر الفائدة سيؤدي إلى التقليل من عمليات الاقتراض بالتالي خفض نسبة السيولة مما يؤدي إلى تقليل نسبة التضخم وفي حالة انخفاض سعر الفائدة سيترجم المستثمرون للاقتراض لزيادة رأس المال والحصول على عائد أكبر من سعر الفائدة (خلف، ٢٠٠٦).

٢. التضخم: فقد اختلف الاقتصاديون كثيراً في تحديد مفهوم التضخم، فقد عرف روينس التضخم "بأنه ارتفاع غير منظم للأسعار"، وعرفه مارشال "أنه ارتفاع الأسعار" بينما عرفه فلامان بأنه "حركة الارتفاع العام للأسعار" (الهوراني، ١٩٩٧).

التضخم: هو "الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار أو الانخفاض المستمر في قيمة النقد". وأنه "الارتفاع في الأسعار والذي يظهر من خلال الرقم القياسي للأسعار مستمراً". والتضخم بالمعنى الاقتصادي هو ضعف القوة الشرائية للعملة (السيد علي والجنابي، ١٩٩٢).

وحدد عناية (٢٠٠٦) العديد من أنواع التضخم، منها:

- التضخم المكبوت، وهي حالة يتم من خلالها منع الأسعار من الارتفاع بإصدار الدولة نقوداً دون غطاء بهدف الإنفاق العام للدولة.

- التضخم الركودي، ويتمثل بفترة ركود الطلب، فيها ينخفض الإنتاج، وإذا كان هناك احتكار كامل فلا يمكن إجبار الشركات المبتكرة على التخفيض، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار مع ارتفاع معدلات البطالة.

- التضخم الجامح، وهو أحد جوانب التضخم النقدي فإذا ازداد عرض النقود بالنسبة إلى طلبها انخفضت قيمتها والعكس صحيح.

وحدد الديري (٢٠٠٤) العديد من الآثار للتضخم، مثلها بالآتي:

▪ الأثر على توزيع الدخل، حيث أن التضخم يؤدي إلى توزيع الدخل لصالح فئة معينة مقابل الأضرار بفئة أخرى. ويستفيد من ذلك من يستطيع الحفاظ على دخله أو يزيده.

▪ الأثر على الإنتاج وميزان المدفوعات، حيث أن زيادة الأسعار تؤدي إلى زيادة الإنتاج وبذلك يزداد الربح، وبهذا يزداد عدد المستثمرين في قطاع الإنتاج، أما بالنسبة لميزان المدفوعات فهو زيادة الأسعار على المنتجات المحلية مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على صادرات هذا البلد والزيادة في الاستيراد وهذا يؤدي إلى عجز ميزان المدفوعات.

٣. ميزان المدفوعات: وهو السجل الذي يتم فيه رصد المعاملات التجارية والمالية بين الدولة والعالم الخارجي لمدة محددة، وينقسم ميزان المدفوعات إلى ثلاثة أقسام (الحسني، ٢٠٠٢):

• الحساب الجاري، وهو يشتمل على الصادرات والمستوردات من السلع والخدمات والحوالات.

• حساب التحويلات من طرف واحد، وهو التحويلات التي تمت بين الدولة والخارج دون مقابل مثل المنح والهيايا والمساعدات وأية حوالات أخرى.

• حساب رأس المال، وهو الحوالات التي تتم بين الدولة والخارج كرؤوس الأموال لاستثمارات أخرى ليست كسلع وخدمات التي في الحساب الجاري.

ولخص الحسني (٢٠٠٢) وعوض (٢٠٠٣) أهمية ميزان المدفوعات بالتالي:

- يعكس قوة الاقتصاد الوطني وقابليته ودرجة تكيفه مع المتغيرات في الاقتصاد الدولي.
- أداة هامة تساعد السلطات العامة على تخطيط توجيه العلاقات الاقتصادية.
- أهم الأدوات التي تستخدم في التحليل الاقتصادي ويختلف وضع ميزان المدفوعات من دولة إلى أخرى، فهناك من يحقق عائد ميزان مدفوعات بما يمثل قوة الاقتصاد الوطني، وهناك من يحدث عجز في ميزان المدفوعات مما يدل على ضعف الاقتصاد الوطني.

٤. الموازنة العامة لتمويل تلك النفقات، وقد عرف أرون فالدفسكي عدة تعريفات للموازنة العامة من عدة جوانب وقد قادته الدراسة إلى وضع هذا التعريف وهو " توقعات الأجهزة الإدارية المتعلقة بنوعية البرامج التي تريد تنفيذها وهي من ثم تمثل استراتيجية تلك الأجهزة أو شبكة اتصالات بينها وبين الأجهزة الحكومية الأخرى" إن الموازنة العامة هي عبارة عن مبدأ التوازن الرقمي بين الإيرادات العامة والنفقات العامة، لفترة محددة تقارب السنة.

إن العجز في الموازنة العامة يحدث عندما تكون نفقات الدولة تفوق إيراداتها وذلك خطر حقيقي لأن معالجته عن طريق الاقتراض يسبب دين دائم، كما أن إصدار أوراق نقدية جديدة يؤدي إلى حالة تضخم دائم (جمال، ٢٠٠٤).

٥. الناتج المحلي الإجمالي : ويمثل أحد الطرق لقياس حجم الاقتصاد بحسب قيمة السلع والخدمات المنتجة من الموارد الموجودة محلياً في منطقة ما خلال فترة زمنية معينة، وإن حجم الناتج الكلي في الاقتصاد يؤثر سلباً وإيجاباً على الناتج المحلي الإجمالي فبارتفاع حجم الناتج الكلي يؤدي إلى ارتفاع الناتج المحلي وبذلك يزيد من فرص العمل وزيادة الإنتاج وزيادة في الاستهلاك، وفي حال انخفاض حجم الناتج الكلي يؤدي إلى تقلص حجم الناتج المحلي مما يؤدي إلى انخفاض دخول العاملين وفرص العمل والإنتاجية مما يؤدي إلى تراجع الاستثمار، ومما سبق يمكن تحديد أن الناتج المحلي يتضمن القيمة السوقية للسلع النهائية والخدمات حيث لا يتم احتساب قيم السلع الأولية أو السلع الوسيطة وذلك من أجل تجنب الوقوع في مشكلة ازدواجية الحساب ويمثل الناتج المحلي الإجمالي تدفقا، حيث يتم احتساب السلع والخدمات التي تم إنتاجها خلال السنة فقط (ويكيبيديا، ٢٠٠٨).

العوامل المؤثرة على سعر السهم

توجد مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر السهم في السوق وهذه العوامل تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

١- القيمة الدفترية: يهتم معظم المحللين بالسعر الذي يتداول به السهم خاصة إذا كان أقل من القيمة الدفترية للسهم، وهذا يفسر على أنه إشارة للشراء (حنفي، ٢٠٠٣)، وهذا يرجع لاعتماد بعض المحللين استراتيجية القيمة كمفتاح للنجاح في شراء الأسهم وتقول هذه الفرضية أن الأسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) متدنية تحقق معدلات أعلى من تلك الأسهم التي تكون قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية (مرتفعة) (الذهبي، ١٩٩٧).

٢- الأرباح المحققة: يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح. ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربح، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بصرف النظر عن السعر (حنفي، ٢٠٠٣).

٣- توزيعات الأرباح: إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة المالية عن مجموع المصاريف والاستهلاكات خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة (نمر، ١٩٩٧).

٤- الموقف المالي للشركة ومدى قوته: يعتبر تحليل المركز المالي للشركة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التي يحتمل أن تواجهها الشركة في المستقبل، أما أدوات التحليل التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل في القوائم المالية المقارنة، وقائمة الموارد والاستخدامات، والنسب المالية، والنموذج التشخيصي لتحليل الربحية، ثم تحليل المخاطر. ويجب الانتباه إلى أن نتائج تحليل قوائم المركز المالي ينبغي أن تؤخذ بحذر، لأسباب كثيرة من أهمها: تباين الإجراءات المحاسبية التي يمكن إتباعها عند إعداد القوائم المالية التي تمثل الأساس لهذا التحليل، وان البيانات التي تتضمنها تلك القوائم هي بيانات تاريخية في حين أن التاريخ لا يعيد نفسه، وان أهمية القوائم المالية تنبع من أنها تساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية

افضل، فلقد اثبت الباحثون أن الأرقام المحاسبية لها مضمون معلوماتي، سواء كانت أرقام أرباح (الربح قبل الضرائب، والربح بعد الضرائب، والربح الموزع، والربح المحتجز) أو أرقام محاسبية عدا أرقام الأرباح (مثلاً: هيكل التمويل، ونسب السيولة، معدلات دوران البضاعة، والمدينون، وأوراق القبض) (الدبعي وأبو نصار، ٢٠٠١).

٥- توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل الشركة: لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يجب على المستثمرين والمحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك بأن يمهد لذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيداً لقيامه بتقدير قيمتها في المستقبل. وبلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم. أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي، وهي أيضاً حجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري (هندي، ١٩٩٧).

٦- الأوضاع الاقتصادية: إن الحالة الاقتصادية للدولة تتأثر بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، ومستوى التضخم، واتجاه سعر، الفائدة، والدورات الاقتصادية، ونسبة البطالة، وغير ذلك من أحداث (هندي، ١٩٩٧).

٧- الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة في دول العالم الثالث: وتنتشر هذه الظاهرة في ظل الأسواق المالية للدول النامية بكثرة حيث ينتشر ما يعرف باحتكار المعلومات، وفي ظل غياب كل من القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة للسوق من ناحية، والوعي الاستثماري لدى المستثمرين من ناحية أخرى، وعدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، وكثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية (هندي، ١٩٩٩).

٨- مدى أو مستوى الاستقرار السياسي: والمقصود في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية واجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها، والتي عادة ما تترك أثراً على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة أسواق المال بها (هندي، ١٩٩٧).

إن موضوع أسعار الأسهم والعوامل المؤثرة عليها قد حظى بالاهتمام الشديد من قبل العديد من الكتاب المعاصرين (كينزيبين ونقديبين) وتعمق النقاش حولها.

النظرية الأولى: ويطلق عليها بالنظرية التقليدية لأسعار الأسهم والتي تشير إلى أن السبب الأساسي في حركة أو تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الشركات، وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي من شأنها تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على مقسوم الأرباح

ومن ثم على أسعار الأسهم وهذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم، عرض النقد، أسعار الفائدة، متوسط النشاط الاقتصادي (داود، ٢٠٠٦).

لذلك فإن كل العوامل المؤثرة في عوائد الشركات يمكن اعتبارها مؤثرة في أسعار الأسهم. ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة للتحليل تعرف بالتحليل الأساسي والذي يبحث في العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم من خارج السوق وهذه العوامل لها تأثير يكاد يكون غير مباشر على أسعار الأسهم (من خلال عوائد الشركات) في حين يكون التأثير المباشر أضعف، ويشار إلى التحليل الأساسي في بعض الأحيان بمنهج الاقتصاد الكلي.

ويقسم التحليل الأساسي إلى ثلاث مراحل، المرحلة الأولى وتعنى بالظروف الاقتصادية العامة أو دراسة الاقتصاد الكلي أما المرحلة الثانية فتركز على التحليل الجزئي للقطاع الذي ينتمي له السهم أو الشركة وأخيرًا التحليل الجزئي للشركة نفسها صاحبة السهم. ويميل كثيرًا من المحللين أن يكون التحليل الكلي هو البداية، وأن تكون النهاية تحليل ظروف المنشأة ويطلق على هذا المدخل التحليل الكلي - الجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل.

أما النظرية الثانية: فيطلق عليها نظرية الثقة فتشير إلى أن العامل الأساسي في حركة أسعار الأسهم هو التغير في ثقة المستثمرين بمستقبل هذه الأسعار والعوائد ومقسوم الأرباح، وتختلف هذه النظرية عن السابقة في أنها تركز عن الناحية السيكلوجية بد لا من اعتمادها على المؤشرات الاقتصادية الأساسية كما هو الشأن في النظرية الأولى (داود، ٢٠٠٦).

والأهمية التي اكتسبتها نظرية الثقة هي قيامها بتفسير بعض التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم والتي لم تفسر من خلال النظرية السابقة، فهي تستخدم لتفسير انخفاض أسعار الأسهم، مثلاً، في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد تصاعد مستمر، ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة التحليل الفني والتي تهتم بتفسير حركة أسعار الأسهم في الأجل القصير من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمرتبطة بنشاط المضاربين، وتفترض طريقة التحليل الفني بأن أفضل وسيلة لتحديد التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم الركون إلى ملاحظة التقلبات السابقة لهذه الأسعار (www.government.ae).

إن هناك الكثير من العوامل الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية إلا أن هذه العوامل التي سبق ذكرها تمتاز بشموليتها وتأثيرها المباشر والواضح في السوق، وعلى المستثمر أن يفهم كيفية تأثير هذه العوامل على نشاط سوق الأوراق المالية. كما أن على المستثمر أن يفهم تأثير العوامل السياسية في سوق الأوراق المالية، فأي اضطراب سياسي من شأنه أن يؤثر سلبًا على سوق الأوراق المالية كما أن أي تطور إيجابي في الوضع السياسي من شأنه أن يعكس بشكل جيد

على أسعار الأوراق المالية، لذا فإن على المستثمر أن يكون متابعًا جيدًا للأحداث السياسية بشكل عام (ربابعة وخطاب، ٢٠٠٦).

إن الفكرة الأساسية للتحليل الفني تستند إلى جملة من الافتراضات التي أوردها روبرت، لفي، حيث أشار إلى أهم هذه الفرضيات (حيدر، ٢٠٠٢: ١٦).

- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد فقط من خلال طلب وعرض السهم في السوق.
 - إن الطلب والعرض تحكمه عوامل عديدة منها عوامل عقلانية والأخرى غير عقلانية.
 - إهمال التقلبات المحدودة التي تحصل في السوق.
 - أن التغير الذي يحصل في سعر السهم يكون بسبب التغير في علاقات الطلب والعرض.
- وتأسيسًا على ما تقدم، نلاحظ أن المستثمر، وفي إطار التحليل الأساسي يكون مهتمًا بالأرباح الناجمة عن مقسوم الأرباح إضافة إلى الأرباح الرأسمالية جراء الارتفاع في أسعار الأسهم، في حين يهتم المستثمر، في إطار التحليل الفني بالأرباح الرأسمالية فقط، من جهة أخرى يهتم المستثمر في إطار التحليل الأساسي بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في مستوى أسعار الأسهم في حين يهتم المستثمر في إطار التحليل الفني بالعوامل المؤثرة في التغيرات الحاصلة في سعر سهم معين وتحديد أفضل الأوقات للدخول والشراء، وهذه العملية شبيهة بالتميز بين العوامل المؤثرة في تغير المستوى العام للأسعار والعوامل المؤثرة في تغير سعر سلعة معينة.

٤-٤ العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

يلعب عامل السيولة دورًا كبيرًا في مستوى الإقبال على الاستثمارات بشكل عام، وعلى الاستثمار في الأوراق المالية بشكل خاص، لذا فإن من المهم تحديد العوامل التي تؤدي إلى رفع مستوى السيولة في الاقتصاد، ويمكن تحديد العوامل التالية (ربابعة وخطاب، ٢٠٠٦):

١- النمو الاقتصادي: إن الانتعاش الاقتصادي عمومًا يسهم في زيادة النشاط المالي حيث يزداد الإنتاج تبعًا لتزايد الطلب على المنتجات، ويعود هذا النشاط بالنفع على كافة مناحي الاقتصاد حيث يرتفع مستوى التوظيف وتزداد الدخول وترتفع العوائد الناتجة عن أرباح الشركات، وبشكل عام يؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة مستوى الدخل للمجتمع الأمر الذي يرفع من مستوى المدخرات والتي تجد طريقها نحو المزيد من الاستثمارات.

٢- أسعار النفط: ويعتبر هذا العامل من أهم العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم سيما في الدول المنتجة للنفط، حيث يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة مستوى عائدات الدولة الأمر الذي يمكنها من صرف المزيد من الأموال على مشاريع البنية التحتية ورفع مستوى الرواتب، مما يسهم في رفع مستوى النشاط الاقتصادي العام وتوفير السيولة التي تجد طريقها أيضاً إلى سوق الأوراق المالية.

٣- أسعار الفائدة: بشكل عام تمارس أسعار الفائدة تأثيرًا عكسيًا على أسعار الأوراق المالية، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى استقطاب الكثير من المدخرات نحو الودائع النقدية الأمر الذي يكون على حساب الاستثمار في الأوراق المالية.

الفصل الخامس : اختبار الفرضيات والنتائج والتوصيات

الفصل الخامس

اختبار الفرضيات والنتائج والتوصيات

تضمّن هذا الفصل عرض نتائج الدراسة التي هدفت إلى التعرف على أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية؛ دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، تم استخدام التحليل الاقتصادي القياسي، بهدف قياس أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية وذلك بتعقب عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، إذ تم استخدام برنامج (E-Views 7.0) في تحليل نموذج الاقتصاد القياسي وذلك بتحليل سلسلة البيانات السنوية خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٢) أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية في الأردن، وتم الاعتماد بذلك على النموذج المستخدم في ورقة البحث الخاصة بدراسة عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، وسيتم عرض نتائج الدراسة بالاعتماد على فرضيات الدراسة.

ويوضح الجدول التالي أسعار النفط من (١٩٩٠-٢٠١٣) حيث بلغت أسعار النفط في عام ١٩٩٠ (٢٣) دولار ، وذلك بسبب الحروب والنزاعات والصراعات ، منها غزو العراق للكويت في عام ١٩٩٠ ، وانقطاع أمدادات النفط من العراق والكويت ، وتدهورت الأسعار إلى اقل من ١٠ دولارات ، فقد شكلت الحرب على أفغانستان والعراق واحتلالهما أثراً بليغاً على الأسعار ، فأخذت تتصاعد بشكل متسارع فوصلت إلى ٣٨ دولار في عام ٢٠٠٤ ، ولا شك إن الصعود السحري لأسعار النفط كان ولا يزال مرده الرئيسي إلى الحوادث والكوارث الكبيعية والصراعات والحروب التي حلت بالعالم .

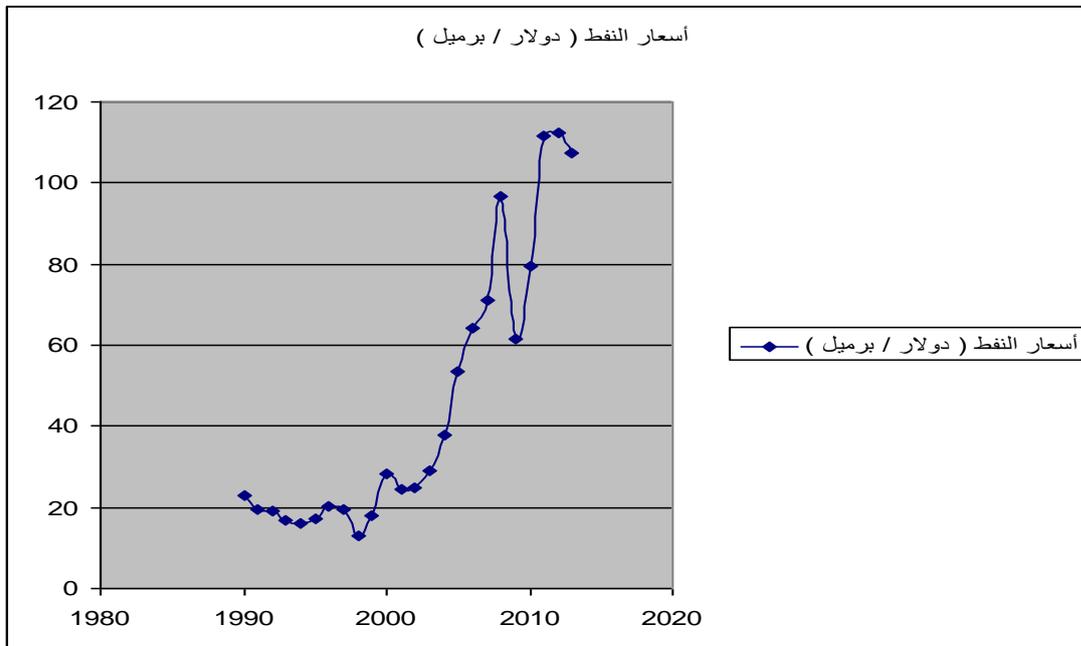
يعتبر النفط عصب السياسة الدولية ومحرك عجلة الاقتصاد العالمي وشريانه الحيوي وموجة ارتفاع أسعار النفط في عام ٢٠٠٨ وبلوغه معدلات عالية انعكس تأثيره إيجابياً على اقتصاديات الدول المنتجة وسلبياً على الدول المستهلكة ، حيث وصلت أسعار النفط إلى ٧٠ دولار ، وتعد أسواق النفط من أكثر الأسواق تذبذباً في أسعارها وهو الأمر الذي يظهر بشكل جلي بسبب عوامل سياسية واقتصادية أو حتى طبيعية ، حيث واصلت أسعار النفط بالارتفاع حتى وصلت إلى ١٠٧ دولار في عام ٢٠١٣ .

جدول (١) أسعار النفط (١٩٩٠ - ٢٠١٣)

السنة	أسعار النفط (دولار / برميل)
١٩٩٠	٢٣.٠
١٩٩١	١٩.٤
١٩٩٢	١٩.٠
١٩٩٣	١٦.٨
١٩٩٤	١٥.٩
١٩٩٥	١٧.٢
١٩٩٦	٢٠.٤
١٩٩٧	١٩.٣
١٩٩٨	١٣.١
١٩٩٩	١٨.٠
٢٠٠٠	٢٨.٢
٢٠٠١	٢٤.٣
٢٠٠٢	٢٥.٠
٢٠٠٣	٢٨.٩
٢٠٠٤	٣٧.٨
٢٠٠٥	٥٣.٤
٢٠٠٦	٦٤.٣
٢٠٠٧	٧١.١
٢٠٠٨	٦٩.٨٥
٢٠٠٩	٦١.٤٩
٢٠١٠	٧٩.٥
٢٠١١	١١١.٦٨
٢٠١٢	١١٢.٣٤
٢٠١٣	١٠٧.٤٨

المصدر: <http://www.eia.org>

الشكل التالي يبين أسعار النفط بالدولار للبرميل الواحد من عام ١٩٩٠-٢٠١٣:



شكل (١) أسعار النفط من عام ١٩٩٠-٢٠١٣

يبين الشكل أعلاه حركة أسعار النفط من عام ١٩٩٠-٢٠١٣، حيث نجد أن أسعار النفط قد بلغت في عام ١٩٩٠، ٢٣ دولار ولكن لم يدوم هذا الارتفاع طويلاً، فقد انخفضت في عام ١٩٩١ إلى ١٩.٤ دولار، واستمرت أسعار النفط بالنزول التدريجي المستمر إلى أوائل ١٩٩٨، وتدهورت إلى أقل من ١٤ دولار، وقامت الأوبك في يوليو عام ٢٠٠٠ بخفض الإنتاج بواقع ٥٠٠ ألف برميل يومياً، وذلك لمنع الأسعار من مواصلة انخفاضها حيث وصلت أسعار النفط في عام ٢٠٠٠ إلى ٢٨.٢ دولار ومن ثم انخفضت الأسعار في عام ٢٠٠١، حيث وصلت إلى ٢٤.٣ دولار بسبب أحداث الحادي عشر من سبتمبر الإرهابية.

ومن ثم بلغت أسعار النفط معدلات عالية وأرقام قياسية وذلك بسبب الحوادث والكوارث والصراعات والحروب التي حلت بالعالم، حيث ارتفعت أسعار النفط ارتفاعاً تدريجياً من عام (٢٠١٠-٢٠١٣) من (٧٠-١٠٨) دولار.

١-٥ بيانات الشركات الخدمية (عينة الدراسة):

تم جمع بيانات ٢٠ شركة خدمية من الشركات المدرجة في بورصة عمان لمدة عشر سنوات (٢٠٠٣-٢٠١٢) للمتغيرات (القيمة السوقية، حجم التداول وسعر السهم)، والجدول التالي يبين البيانات الخام لمجموع تلك الشركات.

جدول (٢) البيانات المجمعة للشركات (عينة الدراسة) خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢)

السنة	سعر السهم	حجم التداول (بالدينار)	القيمة السوقية للسهم (بالدينار)	أسعار النفط
2003	1,707	6418368	25925835	28,9
2004	2,0185	7526053	31129935	37,8
2005	3,3975	24847991	48734827	53,4
2006	2,484	15110736	42958510	64,3
2007	2,7855	32042940	49167431	71,1
2008	2,766	14626058	47147169	96,85
2009	2,5845	5746207	44048153	61,49
2010	2,7065	6112868	45337001	79,5
2011	2,3575	3888865	42402144	111,68
2012	2,119	5606350	39495596	112,34

٢-٥ استقرار البيانات:

بعد جمع البيانات اللازمة لمتغيرات الدراسة في الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢) تم تنظيمها واستخدام برنامج (EViews) في معالجتها، وبسبب التطور في مجال الاقتصاد القياسي وتحليل السلاسل الزمنية، فقد اهتمت الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية باستقرار أو عدم استقرار تلك

السلاسل للتعرف على فعالية النموذج المستخدم في معالجة البيانات بشكل يضمن استخراج نتائج دقيقة، لأن استخدام نماذج قياسية تقليدية على بيانات غير مستقرة إحصائياً لا يعطي نتائج دقيقة، لذلك استخدم الباحث اختبارات جذر الوحدة (Unit- Root) مثل اختبار (Dickey - Fuller) للتأكد فيما إذا كانت هذه البيانات للمتغيرات المدروسة مستقرة أو غير مستقرة.

٣-٥ الوصف الإحصائي:

حيث تشير الرموز في الجدول رقم (٣) إلى:

X: أسعار النفط

Y1: سعر السهم

Y2: حجم التداول

Y3: القيمة السوقية للسهم

جدول (٣) المقاييس الإحصائية الوصفية لأسعار النفط وسعر السهم وحجم التداول والقيمة السوقية

Y3	Y2	Y1	X	
41634660	12192644	2.492600	71.73600	Mean
31345000	1865701.	2.115000	67.70000	Median
1.80E+08	1.68E+08	8.330000	112.3400	Maximum
750000.0	0.000000	0.000000	28.90000	Minimum
36778759	25636179	1.619969	27.30557	Std. Dev.
1.416387	3.293597	1.199284	0.107132	Skewness
4.720300	15.51168	4.469615	1.905215	Kurtosis
91.53369	1666.111	65.94076	10.37053	Jarque-Bera
0.000000	0.000000	0.000000	0.005598	Probability
8.33E+09	2.44E+09	498.5200	14347.20	Sum
2.69E+17	1.31E+17	522.2356	148373.3	Sum Sq. Dev.
200	200	200	200	Observations

يلاحظ من الجدول (٣) ما يلي:

- أن قيم الوسط الحسابي (mean) للسلاسل الزمنية (لأسعار النفط، سعر السهم، حجم التداول والقيمة السوقية للسهم) على التوالي:

41634660	12192644	2.492600	71.73600
----------	----------	----------	----------

حيث بلغ الوسط الحسابي لأسعار النفط 71.73600، ولأسعار الأسهم 2.492600، حجم

التداول 12192644، والقيمة السوقية للسهم 41634660.

- أن قيم الوسيط (median) للسلاسل الزمنية (لأسعار النفط، سعر السهم، حجم التداول والقيمة السوقية للسهم) على التوالي:

31345000	1865701.	2.115000	67.70000
----------	----------	----------	----------

حيث بلغ الوسيط لأسعار النفط 67.70 ولأسعار الأسهم 2.115000 ، حجم التداول 1865701، والقيمة السوقية للسهم 31345000
 - أن قيم الانحراف المعياري (Std. Dev) للسلاسل الزمنية (لأسعار النفط، سعر السهم، حجم التداول والقيمة السوقية للسهم) على التوالي:

36778759	25636179	1.619969	27.30557
----------	----------	----------	----------

حيث بلغ الانحراف المعياري أسعار النفط 27.30557، ولأسعار الأسهم 1.619969، حجم التداول 25636179، والقيمة السوقية للسهم 36778759

- أن قيم اختبار (Jarque-Bera) للسلاسل الزمنية (لأسعار النفط، سعر السهم، حجم التداول والقيمة السوقية للسهم) على التوالي:

91.53369	1666.111	65.94076	10.37053
----------	----------	----------	----------

حيث كانت (Probability) $< 5\%$ وهو يدل على أن البيانات موزعة توزيع طبيعي لجميع السلاسل الزمنية (لأسعار النفط، سعر السهم، حجم التداول والقيمة السوقية للسهم)، وهو ما تأكده قيم (Skewness) و (Kurtosis)، وهذا دليل آخر على أن توزيع البيانات توزيع طبيعي لجميع السلاسل الزمنية كما يلي على التوالي:

1.416387	3.293597	1.199284	0.107132
----------	----------	----------	----------

4.720300	1.55116	4.469615	1.905215
----------	---------	----------	----------

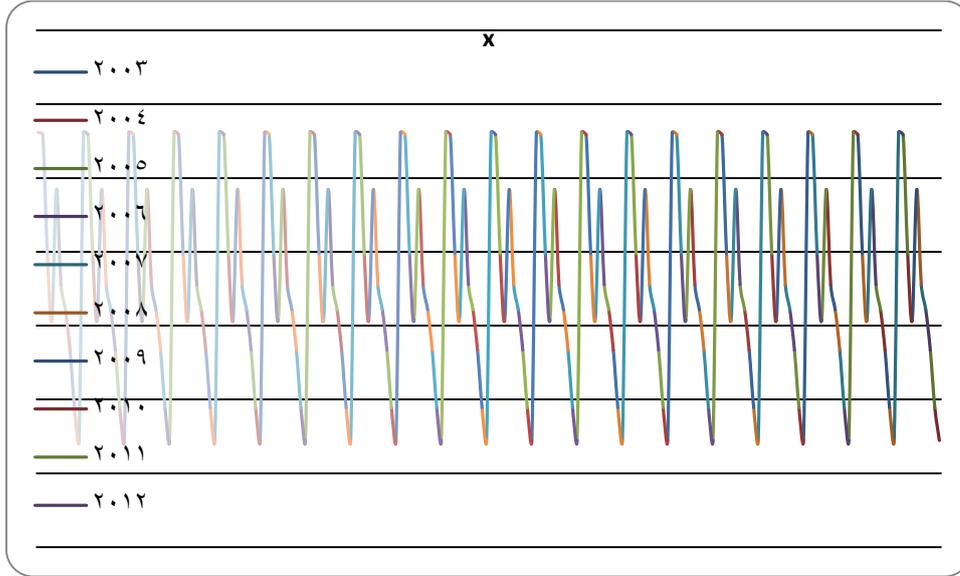
حيث يشترط التوزيع الطبيعي للبيانات أن تكون (Skewness) = صفر أو قريب من صفر، وقيمة (Kurtosis) = 3 أو تقترب منها.

٤-٥ التحليل القياسي:

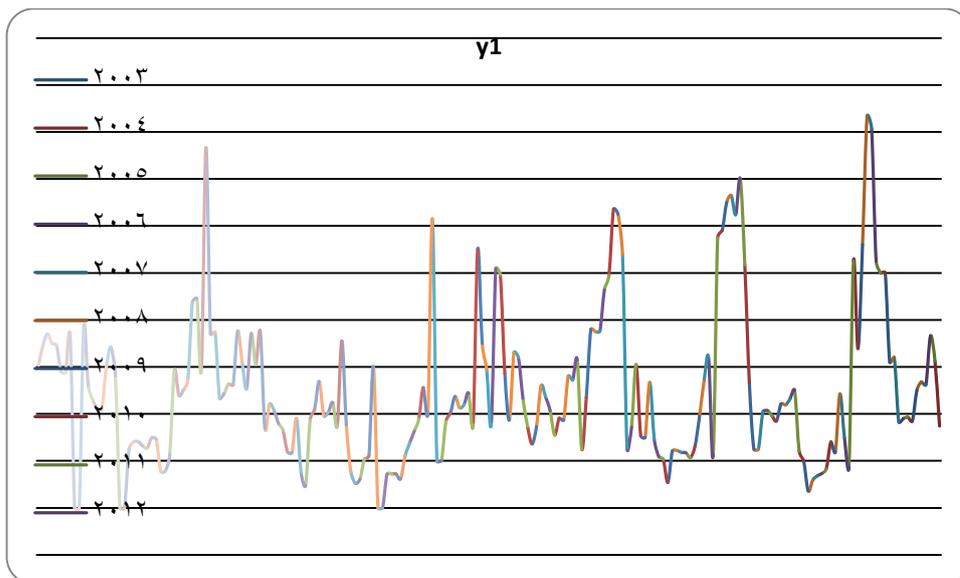
ويمكن أن يكون هناك أثر لأسعار النفط على كل من أسعار الأسهم، حجم التداول والقيمة السوقية للسهم، حيث سيتم استخدام اختبار سكون (استقرار) السلاسل الزمنية Unit Root Test،

- عرض السلاسل الزمنية

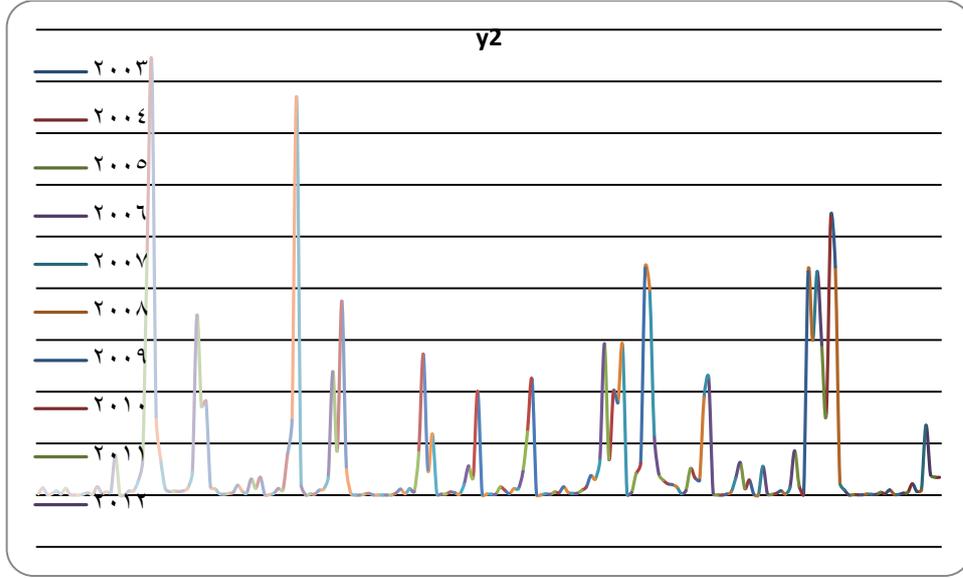
نبدأ بالتعرف على الشكل البياني لكل من السلاسل. تظهر الأشكال (٢)، (٣)، (٤)، و(٥) بصورة واضحة عدم استقرار السلاسل، ولكنها لا تبين هل يعود عدم الاستقرار لوجود جذر الوحدة أم لا، ومن ثم لا بد لنا من اختبار جذر الوحدة.



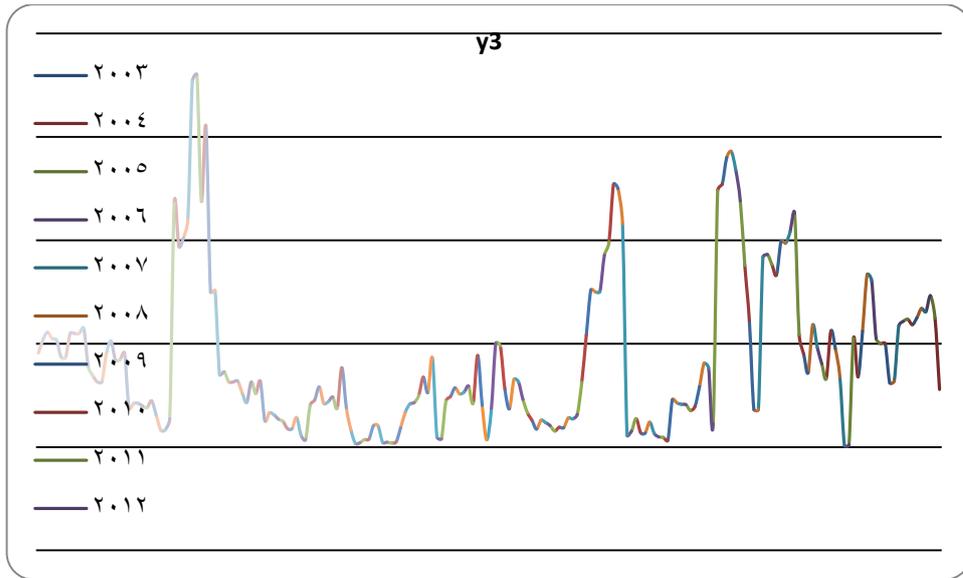
الشكل (٢) أسعار النفط لعام ٢٠١٢-٢٠٠٣ م



الشكل (٣) أسعار الأسهم لعام ٢٠١٢-٢٠٠٣ م



الشكل (٤) حجم التداول لعام ٢٠٠٣-٢٠١٢م



الشكل (٥) القيمة السوقية للسهم لعام ٢٠٠٣-٢٠١٢م

- اختبار استقرار السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

إن الهدف من دراسة استقرارية المتغيرات هو الحكم على منطقية العلاقات بين متغيرات الدراسة، فإذا كان هناك استقرارية في المتغيرات فإن العلاقة بين المتغيرات تكون منطقية، وألا فإن العلاقة تكون غير منطقية في حال كون المتغيرات غير مستقرة.

يعتبر استقرار السلاسل الزمنية من القضايا المهمة في مجال الاقتصاد القياسي وفي حالة غياب هذه الصفة فإن ذلك يؤدي إلى عدم الوثوق بنتائج الدراسة، وبما أن معظم البيانات المالية تعاني من مشكلة عدم الاستقرار فإن من الضروري اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية، والتي تعتبر الخطوة الأولى لأختيار النموذج القياسي المناسب تستخدم هذه الدراسة اختبار ديكي فولر - الموسع (Augmented Dickey Fuller) ADF.

وبعد إجراء اختبار ديكي فولر - الموسع ADF لاختبار سكون السلاسل الزمنية المكونة لنموذج الدراسة عند المستوى (Level) وللفرق الأول (First Difference)، الجدول التالي يبين نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test).

جدول (٤) نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

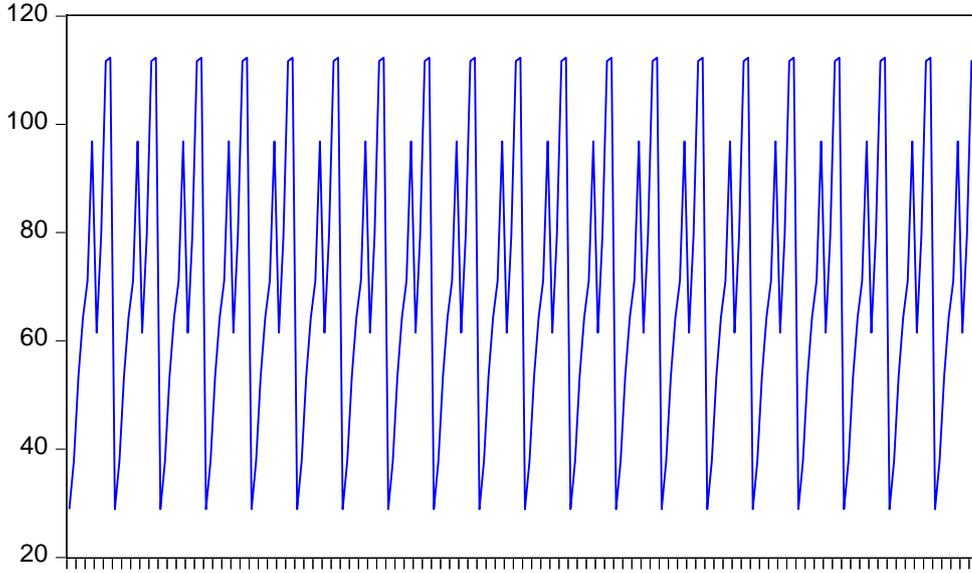
المتغير	المستوى	القيمة المحسوبة	الدلالة الإحصائية عند ٠.٠٥
سعر السهم	المستوى	١١٧.٦٤٩	٠.٠٠٠
	الفرق الأول	١٨٣.٣٠٩	٠.٠٠٠
حجم التداول	المستوى	٥٣.٤٨٩٤	٠.٠٧٥
	الفرق الأول	١٢٣.١٥١	٠.٠٠٠
القيمة السوقية للسهم	المستوى	١٢٧.٠٤٨	٠.٠٠٠
	الفرق الأول	١٤٧.٧٦٠	٠.٠٠٠
أسعار النفط	المستوى	١١.٠١٢٣	١.٠٠٠
	الفرق الأول	١٠٠.١٢٥	٠.٠٠٠

تبين من الجدول إن السلاسل الزمنية غير ساكنة عند المستوى (Level) عند مستوى الدلالة 0.05 لجميع متغيرات الدراسة (أسعار النفط، حجم التداول، سعر السهم، القيمة السوقية للسهم)، وعند أخذ الفرق الأول وإعادة الاختبار لهذه المتغيرات (أسعار النفط، سعر السهم، حجم التداول، القيمة السوقية للسهم) تبين أنها ساكنة عند الفرق الأول (First Difference) عند مستوى الدلالة ٠.٠٥ مما لا يستدعي أخذ الفرق الثاني، وأظهرت النتائج رفض الفرضية العدمية للفرق الأول عند الدلالة الإحصائية ٠.٠٥.

للتخلص من جذر الوحدة نطبق مرشح الفروق الأولى على كل من السلاسل فنحصل على

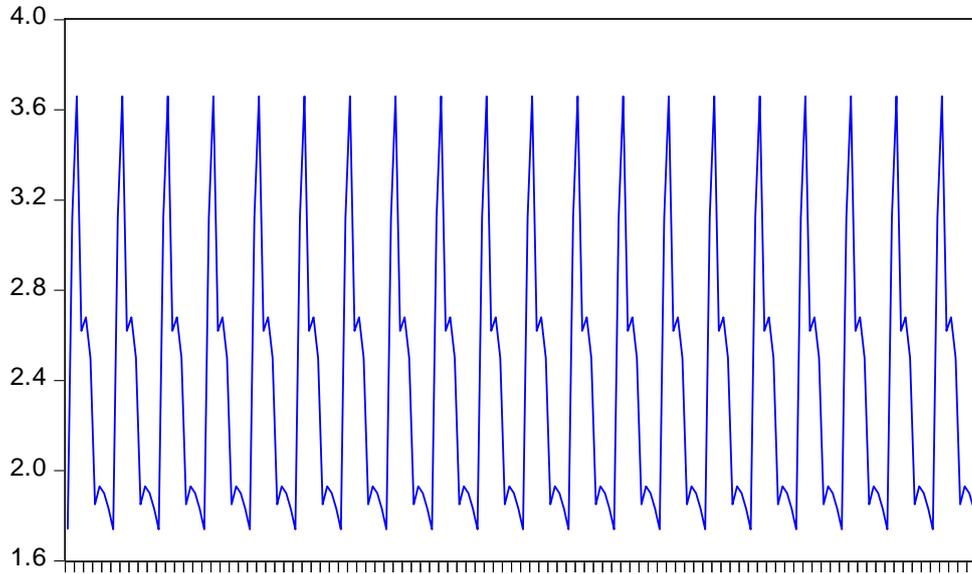
سلاسل مستقرات كما يبين الشكل (٦)، (٧)، (٨) و(٩)

X



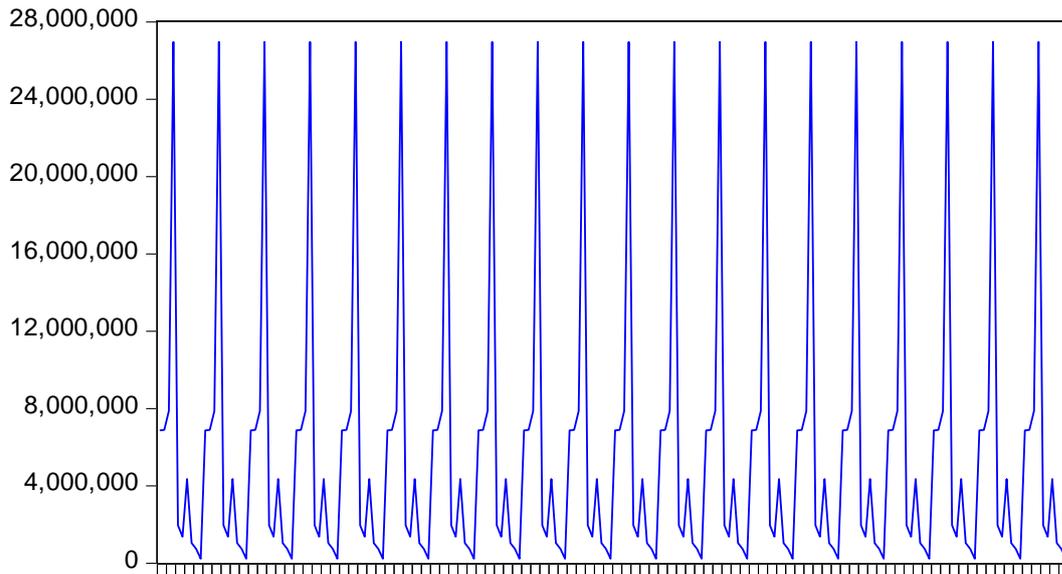
الشكل (٦) سلسلة الفروق الأولى لأسعار النفط

Y1



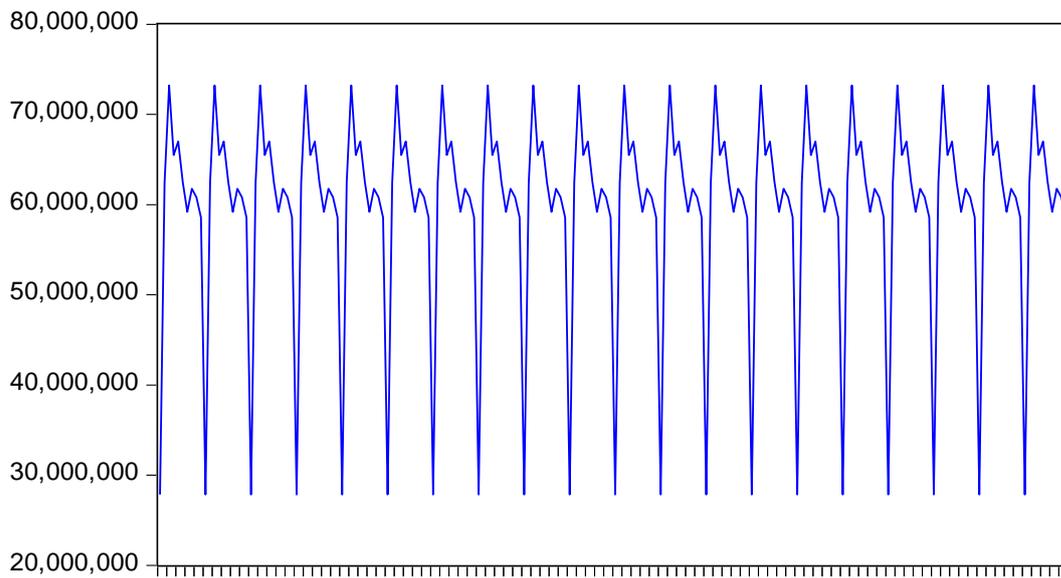
الشكل (٧) سلسلة الفروق الأولى لأسعار الأسهم

Y2



الشكل (٨) سلسلة الفروق الأولى لحجم التداول

Y3



الشكل (٩) سلسلة الفروق الأولى للقيمة السوقية

٥-٥ اختبار الفرضيات:

٥-٥-١ الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتذبذب في أسعار النفط على أسعار أسهم الشركات الخدمية.

لاختبار هذه الفرضية، تم حساب معاملات الارتباط بين أسعار النفط وأسعار الأسهم، إذ تم استخدام برنامج (E-Views 7.0) في تحليل نموذج الاقتصاد القياسي وذلك بتحليل سلسلة المعلومات السنوية للأعوام ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٢ أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية في الأردن، اختبار التكامل المشترك (Co-integration test)، وتحليل مكونات التباين، اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل، ونموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، للكشف عن أثر تذبذب أسعار النفط على أسعار الأسهم في عينة من الشركات الخدمية والمدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢).

▪ اختبار التكامل المشترك (Co-integration test)

في ضوء اختبار جذر الوحدة السابق اتضح أن كل متغير على حدة متكامل من الدرجة الأولى أي أنها غير مستقرة في المستوى ولكنها مستقرة في الفرق الأول. وترتكز نظرية التكامل المشترك على تحليل السلاسل الزمنية غير المستقرة (non-stationary) حيث يشير كل من (Engle and Granger (1987 إلى إمكانية توليد نموذج خطي يتصف بالاستقرار من السلاسل الزمنية غير المستقرة، بتقدير معادلة انحدار التكامل المشترك التي تربط بين المتغيرات محل الدراسة بطريقة المربعات الصغرى تم التوصل إلى المعادلة الآتية:

$$Y=0.003x+2.299$$

نلاحظ من معادلة الانحدار أن سعر النفط له تأثير إيجابي في سعر السهم.

جدول (٥) نتائج اختبار للتكامل المشترك لأسعار الأسهم (٢٠٠٣-٢٠١٢)

Cointegration Test				
Series: Y1 X				
Date: 10/08/14 Time: 23:25				
Sample: 2003 2012				
Included observations: 200				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Lags interval (in first differences): 1 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)				
	Fisher Stat.*		Fisher Stat.*	Hypothesized
Prob.	(from max-eigen test)	Prob.	(from trace test)	No. of CE(s)
0.0001	81.50	0.0013	72.26	None
0.9848	23.15	0.9848	23.15	At most 1
* Probabilities are computed using asymptotic Chi-square distribution.				
** MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level.				
L.R. test indicates 2 cointegrating equation(s) at 5% significance level.				

يبين الجدول نتائج اختباري الأثر Trace والقيمة العظمى Maximum لجوهانسون، تشير نتائج سواء في ظل (Trace) و(Maximal Eigenvalue Test) عند مستوى ٥% إلى رفض فرضية عدم وجود أي متجه للتكامل المشترك عند مستوى دلالة إحصائية (٥%) القيمة المحسوبة لاختبار الامكان الأعظم في العمود الثاني (٢٣.١٥) تزيد عن القيمة الحرجة (٠.٩٨٤٨) في العمود الأول عند مستوى دلالة إحصائية (١%) بذلك نرفض فرض عدم القائل بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود متجه واحد للتكامل المشترك، كذلك القيمة المحسوبة للامكان الأعظم (٨١.٥٠) تزيد عن القيمة الحرجة (٠.٠٠٠١) عند مستوى دلالة إحصائية (٥%، ١%) بذلك نرفض فرض عدم القائل بعدم وجود متجه واحد للتكامل المشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود أكثر من متجه للتكامل المشترك، ونستنتج من هذه النتائج وجود علاقة توازنية في المدى البعيد بين المتغيرات، مما يعني أنها لا تتعد عن بعضها كثيراً.

- نتائج الانحدار (Regression)

ويعتمد نموذج الانحدار على وجود علاقة سببية بمعنى إن يكون التغير في المتغير المستقل مسبباً رئيسياً للتغير في المتغير التابع، وتكون العلاقة ما بين المتغير التابع والمستقل علاقة خطية ونظرية الانحدار تعتمد على النظرية الاقتصادية بين متغيرين أي أنها تفترض ثبات العوامل الأخرى.

الجدول رقم (٦) أثر تذبذب أسعار النفط على أسعار أسهم الشركات الخدمية

Dependent Variable: Y1 Method: Panel Least Squares Date: 10/09/14 Time: 12:29 Sample: 2003 2012 Periods included: 10 Cross-sections included: 20 Total panel (balanced) observations: 200				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.112820	0.323186	2.298765	C
0.5219	0.641538	0.004212	0.002702	X
2.492600	Mean dependent var		0.002074	R-squared
1.619969	S.D. dependent var		-0.002966	Adjusted R-squared
3.815602	Akaike info criterion		1.622369	S.E. of regression
3.848585	Schwarz criterion		521.1524	Sum squared resid
3.828950	Hannan-Quinn criter.		-379.5602	Log likelihood
0.535037	Durbin-Watson stat		0.411570	F-statistic
			0.521915	Prob(F-statistic)

ومن تحليل النتائج جدول (٦) يتبين ما يلي:

١. وجود أثر دال إحصائياً للتذبذب في أسعار النفط على أسعار أسهم الشركات الخدمية خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢)، حيث بلغت قيمة "f" (٠.٦٤١٥) بدلالة إحصائية (٠.٥٢١٩)؛ أي لا تتأثر أسعار النفط بازدياد أسعار الأسهم وبالتالي تقبل فرضية العدم وترفض البديلة.

٢. كما فسر المتغير المستقل ما مقدار ٠.٢% من التغيرات في المتغير التابع بالاعتماد على R-squared، حيث بلغت قيمة (R-squared) (٠.٠٠٢). كما بلغت قيمة "f" (٠.٤١١٦) بدلالة إحصائية (٠.٥٢١٩٢)؛ وبذلك تقبل الفرضية الأولى:
"وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (٠.٠٥) $(\alpha \leq 0.05)$ للتذبذب في أسعار النفط على أسعار أسهم الشركات الخدمية".

- تحليل مكونات التباين

من أجل تعرف على مقدار التباين في التنبؤ لسعر السهم في الشركات الخدمية الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في سعر السهم ذاته، والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات حُلَّتْ مكونات التباين للنموذج، وكانت النتائج التوضيحية الأخرى في نموذج (VAR) كالآتي:

أسعار الأسهم

تبين نتائج تحليل مكونات التباين لمتغيرات الدراسة، أن القوة التفسيرية لهذه المتغيرات قد كانت متفاوتة في تفسير خطأ تباين سعر السهم. ويظهر من الجدول رقم (7) أن (١٠٠%) من خطأ التنبؤ في تباين أسعار الأسهم في المدة الأولى يعزى للمتغير نفسه، وتستمر هذه النسبة في الانخفاض لتصل بعد عشر مدد إلى (42.53048) وتعمل هذه الطريقة على تجزئة تباين خطأ التنبؤ لكل متغير إلى أجزاء التي تعزى إلى كل متغير من متغيرات النموذج، بمعنى أن مقدار التباين للتنبؤ في أي متغير يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه وإلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويقوم هذا التحليل بتزويدنا بمعلومات حول الأهمية النسبية للصدمات العشوائية في كل متغير من متغيرات النموذج، والمتغيرات الأخرى في النموذج. يعتمد هذا التحليل بدرجة كبيرة على إعادة ترتيب متغيرات النموذج من أجل استقصاء حساسية النتائج، فكلما كانت النتائج متقاربة بعد إعادة ترتيب المتغيرات دل ذلك على مصداقية النتائج.

جدول (٧) نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لأسعار الأسهم

Variance Decomposition of Y1:			
X	Y1	S.E.	Period
0.000000	100.0000	0.243618	1
35.40654	64.59346	0.309669	2
58.44672	41.55328	0.436806	3
53.88315	46.11685	0.469108	4
54.36509	45.63491	0.483093	5
57.29086	42.70914	0.511851	6
56.90100	43.09900	0.527302	7
56.76798	43.23202	0.534472	8
57.35962	42.64038	0.543335	9
57.46952	42.53048	0.550221	10
Variance Decomposition of X:			
X	Y1	S.E.	Period
92.83551	7.164488	14.41029	1
76.84674	23.15326	16.76764	2
74.28060	25.71940	17.20952	3
76.18608	23.81392	18.53019	4
74.58853	25.41147	19.45304	5
73.40430	26.59570	19.76535	6
73.51839	26.48161	20.12246	7
73.32325	26.67675	20.48171	8
72.90638	27.09362	20.66114	9
72.81803	27.18197	20.79921	10
Cholesky Ordering: Y1 X			

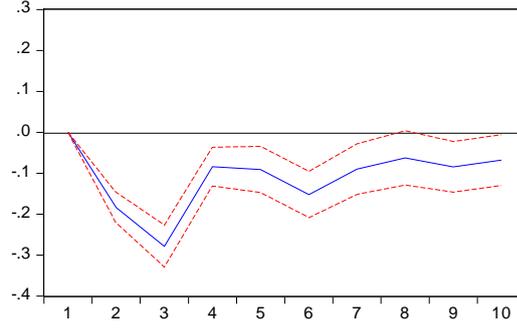
حيث تشير الرموز في الجدول رقم (٧) الى :-

- X: أسعار النفط
- Y1: سعر السهم
- Y2: حجم التداول
- Y3: القيمة السوقية للسهم

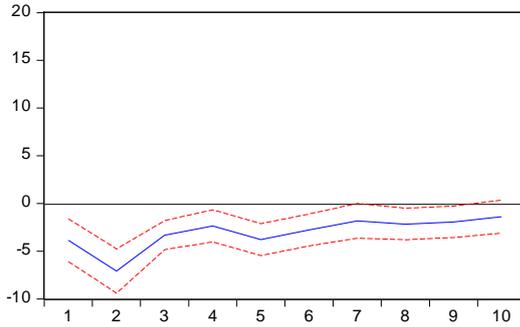
- اختبار دالة الاستجابة لردده الفعل

تعمل هذه الدالة على تتبع المسار الزمني لمختلف التي تتعرض لها مختلف المتغيرات (Shocks) الصدمات مع الزمن، وتعكس كيفية استجابة VAR المتضمنة في نموذج هذه المتغيرات لتلك الصدمات، ويظهر مجموع دوال الاستجابات لردة الفعل من خلال عدد مرات الصدمات وعدد المتغيرات. والشكل الآتي يبين استجابة ردة فعل سعر السهم لصدمة مفاجئة مقدارها انحراف معياري واحد في سعر السهم نفسه، كما يبين استجابة ردة فعل سعر السهم لصدمة مفاجئة مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار النفط.

Response of Y1 to X



Response of X to Y1



الشكل (١٠) استجابة أسعار الأسهم وأسعار النفط

يتضح من الشكل (١٠) أن أي صدمة مفاجئة في سعر السهم وبمقدار انحراف معياري واحد تؤثر بشكل سلبي على أسعار النفط ويظهر هذا التأثير على نحو واضح بعد السنة الأولى، حيث يستمر بالتذبذب إلى السنة الرابعة وبعد ذلك ينحو نحو الثبات على خط الأصل، كما يستمر هذا التأثير في المستقبل. ولكن هذا التأثير لم يكن ذا دلالة إحصائية وقد يكون السبب هو بقاء أسعار النفط تحت سيطرة الحكومة في الأردن. كما يتضح أن حدوث صدمة مفاجئة في سعر السهم وبمقدار انحراف معياري واحد تؤثر على نحو سلبي في سعر النفط نفسه في أول أربع سنوات، ويستمر هذا التأثير في السنوات القادمة. وبعد ذلك يبدأ التأثير السلبي ويستمر أيضاً في المستقبل. وهذا أيضاً يؤكد فرضية الدراسة من أن هناك أثر لتذبذب أسعار النفط على سعر السهم.

- نموذج VAR

بالنظر إلى نتائج اختبار السببية جدول (٤) ومن أجل التوفيق فيما بينهما نختار خمس فجوات زمنية عند تقدير نموذج VAR كما يشير إلى ذلك المعيار AIC. يعطي الجدول (٨) نتائج تقدير النموذج .VAR

٥-٥-٢ الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتذبذب في أسعار النفط على حجم التداول للأسهم الشركات الخدمية في سوق عمان المالي.

لاختبار هذه الفرضية، تم استخدام التحليل الاقتصادي القياسي، بهدف قياس أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية وذلك بتعقب حجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية، إذ تم استخدام برنامج (E-Views 7.0) في تحليل نموذج الاقتصاد القياسي وذلك بتحليل سلسلة المعلومات السنوية للأعوام ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٢ للكشف عن أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية في الأردن.

■ اختبار التكامل المشترك (Co-integration test)

في ضوء اختبار جذر الوحدة السابق اتضح أن كل متغير على حدة متكامل من الدرجة الأولى أي أنها غير مستقرة في المستوى ولكنها مستقرة في الفرق الأول. وتركز نظرية التكامل المشترك على تحليل السلاسل الزمنية غير المستقرة (non-stationary) حيث يشير كل من Engle and Granger (1987) إلى إمكانية توليد نموذج خطي يتصف بالاستقرارية من السلاسل الزمنية غير المستقرة، بتقدير معادلة انحدار التكامل المشترك التي تربط بين المتغيرات محل الدراسة بطريقة المربعات الصغرى تم التوصل إلى المعادلة الآتية:

$$Y = -51197.40x + 15865340$$

نلاحظ من معادلة الانحدار أن سعر النفط له تأثير سلبي في حجم التداول

جدول (٨) نتائج اختبار للتكامل المشترك لحجم التداول (٢٠٠٣-٢٠١٢)

Johansen Fisher Panel Cointegration Test				
Series: Y2 X				
Date: 10/08/14 Time: 23:27				
Sample: 2003 2012				
Included observations: 200				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Lags interval (in first differences): 1 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)				
	Fisher Stat.*		Fisher Stat.*	Hypothesized
Prob.	(from max-eigen test)	Prob.	(from trace test)	No. of CE(s)
0.7470	33.74	0.4453	40.57	None
0.0183	60.86	0.0183	60.86	At most 1
* Probabilities are computed using asymptotic Chi-square distribution.				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level.				
L.R. test indicates 2 cointegrating equation(s) at 5% significance level.				

يبين الجدول نتائج اختباري الأثر Trace والقيمة العظمى Maximum لجوهانسون، تشير نتائج سواء في ظل (Trace) و (Maximal Eigenvalue Test) عند مستوى ٥% إلى رفض فرضية عدم وجود أي متجه للتكامل المشترك عند مستوى دلالة إحصائية (٥%) القيمة المحسوبة لاختبار الامكان الأعظم في العمود الثاني (٦٠.٨٦) تزيد عن القيمة الحرجة (٠.٠١٨٣) في العمود الأول عند مستوى دلالة إحصائية (١%) بذلك نرفض فرض عدم القائل

يوجد أي متجه للتكامل المشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود متجه واحد للتكامل المشترك، كذلك القيمة المحسوبة للامكان الأعظم (٣٣.٧٤) تزيد عن القيمة الحرجة (٠.٧٠٧٤) عند مستوى دلالة إحصائية (٥%، ١%) بذلك نرفض فرض العدم القائل بوجود متجه واحد للتكامل المشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود أكثر من متجه للتكامل المشترك، ونستنتج من هذه النتائج وجود علاقة توازنية في المدى البعيد بين المتغيرات، مما يعني أنها لا تتباعد عن بعضها كثيراً.

- نتائج الانحدار (Regression)

ويعتمد نموذج الانحدار على وجود علاقة سببية بمعنى إن يكون التغير في المتغير المستقل مسبب رئيسي للتغير في المتغير التابع، وتكون العلاقة ما بين المتغير التابع والمستقل علاقة خطية ونظرية الانحدار تعتمد على النظرية الاقتصادية بين متغيرين أي أنها تفترض ثبات العوامل الأخرى. الجدول رقم (٩) أثر تذبذب أسعار النفط على حجم التداول للشركات الخدمية في سوق عمان المالي

Dependent Variable: Y2				
Method: Panel Least Squares				
Date: 10/09/14 Time: 12:30				
Sample: 2003 2012				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 200				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0022	3.103457	5112151.	15865340	C
0.4431	-0.768467	66622.77	-51197.40	X
12192644	Mean dependent var		0.002974	R-squared
25636179	S.D. dependent var		-0.002062	Adjusted R-squared
36.96892	Akaike info criterion		25662594	S.E. of regression
37.00190	Schwarz criterion		1.30E+17	Sum squared resid
36.98226	Hannan-Quinn criter.		-3694.892	Log likelihood
1.107308	Durbin-Watson stat		0.590541	F-statistic
			0.443125	Prob(F-statistic)

ومن تحليل النتائج جدول (١٠) يتبين ما يلي :

- وجود أثر دال إحصائياً للتذبذب في أسعار النفط على حجم التداول في سوق عمان المالي خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢)، حيث بلغت قيمة "t" (-٠.٧٦٨٥) بدلالة إحصائية (٠.٤٤٣١).
- كما فسر المتغير المستقل ما مقدار ٠.٣% من التغير في المتغير التابع بالاعتماد على R-squared، حيث بلغت قيمة (R-squared) (٠.٠٠٢٩) والتي تعني قوة العلاقة بين المتغير المستقل (أسعار النفط) والمتغير التابع (حجم التداول)، وكلما كانت قيمتها أكبر كانت قوة

العلاقة أكثر تأثيراً. كما بلغت قيمة "f" (٠.٥٩٠٥٤) بدلالة إحصائية (٠.٤٤٣١)؛ وبذلك تقبل الفرضية الثانية للدراسة لتصبح على النحو التالي:
 "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) للتذبذب في أسعار النفط على حجم التداول للأسهم الشركات المالية في سوق عمان المالي"

- تحليل مكونات التباين

من أجل تعرف على مقدار التباين في التنبؤ لحجم التداول في بورصة عمان للأوراق المالية الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في حجم التداول ذاته، والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات حُلَّت مكونات التباين للنموذج، وكانت النتائج التوضيحية الأخرى في نموذج (VAR) كالآتي:

حجم التداول

تبين نتائج تحليل مكونات التباين لمتغيرات الدراسة، أن القوة التفسيرية لهذه المتغيرات قد كانت متفاوتة في تفسير خطأ تباين حجم التداول ويظهر من الجدول رقم (١٠) أن (١٠٠%) من خطأ التنبؤ في تباين حجم التداول في المدة الأولى يعزى للمتغير نفسه، وتستمر هذه النسبة في الانخفاض لتصل بعد عشر مدد إلى (67.43204) وتعمل هذه الطريقة على تجزئة تباين خطأ التنبؤ لكل متغير إلى أجزاء التي تعزى إلى كل متغير من متغيرات النموذج، بمعنى أن مقدار التباين للتنبؤ في أي متغير يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه وإلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويقوم هذا التحليل بتزويدنا بمعلومات حول الأهمية النسبية للصدمات العشوائية في كل متغير من متغيرات النموذج، والمتغيرات الأخرى في النموذج يعتمد هذا التحليل بدرجة كبيرة على إعادة ترتيب متغيرات النموذج من أجل استقصاء حساسية النتائج، فكلما كانت النتائج متقاربة بعد إعادة ترتيب المتغيرات دلّ ذلك على مصداقية النتائج.

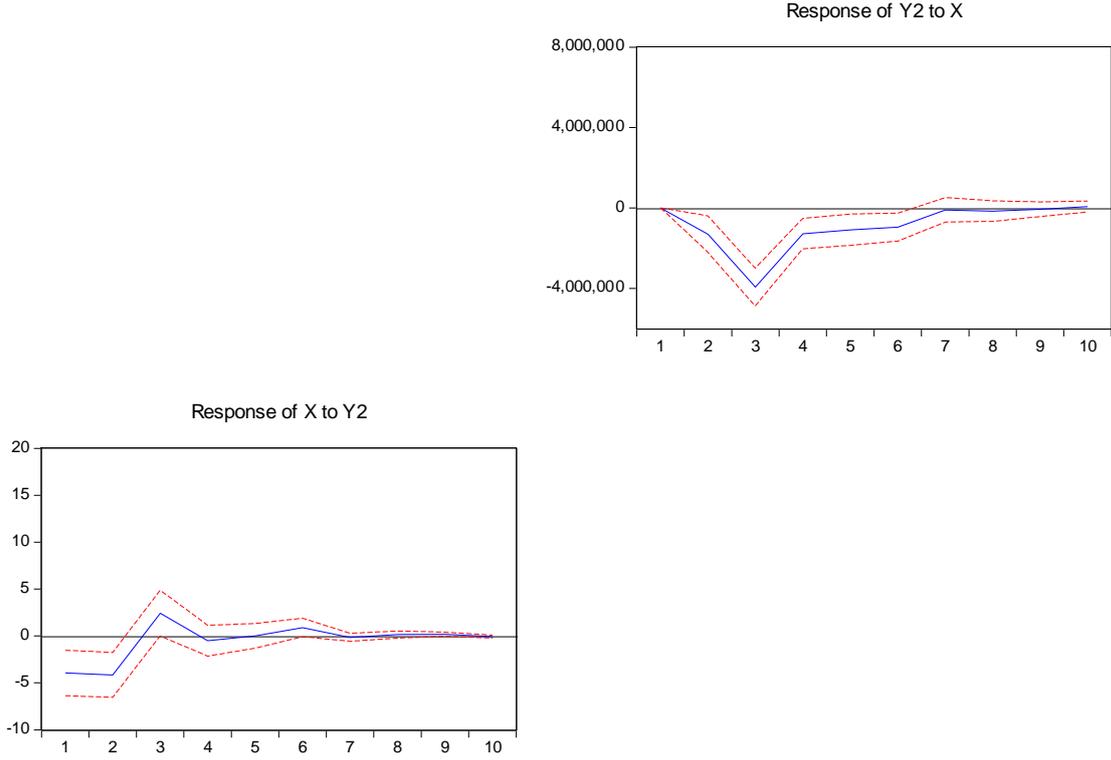
الجدول رقم (١٠) نتائج اختبار تحليل مكونات التباين لحجم التداول

Variance Decomposition of Y2:			
X	Y2	S.E.	Period
0.000000	100.0000	6407384.	1
3.938792	96.06121	6603521.	2
29.08111	70.91889	7685654.	3
30.53434	69.46566	7851930.	4
31.57750	68.42250	7960402.	5

32.54891	67.45109	8017731.	6
32.55656	67.44344	8018710.	7
32.55868	67.44132	8023455.	8
32.56293	67.43707	8023954.	9
32.56796	67.43204	8024259.	10
Variance Decomposition of X:			
X	Y2	S.E.	Period
93.53223	6.467768	15.54745	1
89.42301	10.57699	17.63701	2
89.54972	10.45028	19.25286	3
90.28517	9.714828	20.03530	4
90.35505	9.644954	20.10774	5
90.22808	9.771920	20.18009	6
90.23070	9.769302	20.18887	7
90.22667	9.773328	20.18961	8
90.22044	9.779560	20.19041	9
90.21926	9.780744	20.19079	10
Cholesky Ordering: Y2 X			

- اختبار دالة الاستجابة لردده الفعل
تعمل هذه الدالة على تتبع المسار الزمني لمختلف التي تتعرض لها مختلف المتغيرات (Shocks) الصدمات مع الزمن، وتعكس كيفية استجابة VAR المتضمنة في نموذج هذه المتغيرات لتلك الصدمات، ويظهر مجموع دوال الاستجابات لردة الفعل من خلال عدد مرات الصدمات وعدد المتغيرات. والشكل الآتي يبين استجابة ردة فعل حجم التداول لصدمة مفاجئة مقدارها انحراف معياري واحد في حجم التداول نفسه، كما يبين استجابة ردة فعل القيمة السوقية للسهم لصدمة مفاجئة مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار النفط.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



الشكل (١١) استجابة حجم التداول وأسعار النفط

يتضح من الشكل (١١) أن أي صدمة مفاجئة في حجم التداول وبمقدار انحراف معياري واحد تؤثر بشكل سلبي ويظهر هذا التأثير على نحو واضح بعد السنة الأولى، حيث يستمر بالتذبذب إلى السنة الخامسة وبعد ذلك ينحو نحو الثبات على خط الأصل، كما يستمر هذا التأثير في المستقبل. ولكن هذا التأثير لم يكن ذا دلالة إحصائية وقد يكون السبب هو بقاء أسعار النفط تحت سيطرة الحكومة في الأردن. كما يتضح أن حدوث صدمة مفاجئة في سعر النفط وبمقدار انحراف معياري واحد تؤثر على نحو سلبي على حجم التداول في أول خمس سنوات، ويستمر هذا التأثير في السنوات القادمة. وبعد ذلك يبدأ التأثير السلبي ويستمر أيضاً في المستقبل. وهذا أيضاً يؤكد فرضية الدراسة من أن هناك أثر لتذبذب أسعار النفط على حجم التداول.

- نموذج VAR

بالنظر إلى نتائج اختبار السببية جدول (٤) ومن أجل التوفيق فيما بينهما نختار خمس فجوات زمنية عند تقدير نموذج VAR كما يشير إلى ذلك المعيار AIC. يعطي الجدول (١٢) نتائج تقدير النموذج VAR.

٣-٥-٥ الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتذبذب في أسعار النفط على القيمة السوقية للأسهم الشركات الخدمية.

لاختبار هذه الفرضية، تم استخدام التحليل الاقتصادي القياسي، بهدف قياس أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية وذلك بتعقب القيمة السوقية للأسهم في سوق عمان المالي، إذ تم استخدام برنامج (E-Views 7.0) في تحليل نموذج الاقتصاد القياسي وذلك بتحليل سلسلة المعلومات السنوية للأعوام ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٢ أثر التذبذب في أسعار النفط على الأسواق المالية في الأردن.

▪ اختبار التكامل المشترك (Co-integration test)

في ضوء اختبار جذر الوحدة السابق اتضح أن كل متغير على حدة متكامل من الدرجة الأولى أي أنها غير مستقرة في المستوى ولكنها مستقرة في الفرق الأول. وتركز نظرية التكامل المشترك على تحليل السلاسل الزمنية غير المستقرة (non-stationary) حيث يشير كل من (Engle and Granger: 1987) إلى إمكانية توليد نموذج خطي يتصف بالاستقرارية من السلاسل الزمنية غير المستقرة، بتقدير معادلة انحدار التكامل المشترك التي تربط بين المتغيرات محل الدراسة بطريقة المربعات الصغرى تم التوصل إلى المعادلة الآتية:

$$Y=130862.8x+32247085$$

نلاحظ من معادلة الانحدار أن سعر النفط له تأثير إيجابي في القيمة السوقية للسهم

الجدول رقم (١١) نتائج اختبار التكامل المشترك للقيمة السوقية للسهم (٢٠٠٣-٢٠١٢)

Johansen Fisher Panel Cointegration Test				
Series: Y3 X				
Date: 10/08/14 Time: 23:27				
Sample: 2003 2012				
Included observations: 200				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Lags interval (in first differences): 1 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)				
	Fisher Stat.*		Fisher Stat.*	Hypothesized
Prob.	(from max-eigen test)	Prob.	(from trace test)	No. of CE(s)
0.0000	192.4	0.0000	173.9	None
0.9992	17.64	0.9992	17.64	At most 1
* Probabilities are computed using asymptotic Chi-square distribution.				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level.				
L.R. test indicates 2 cointegrating equation(s) at 5% significance level.				

يبين الجدول نتائج اختباري الأثر Trace والقيمة العظمى Maximum لجوهانسون، تشير نتائج سواء في ظل (Trace) و (Maximal Eigenvalue Test) عند مستوى ٥% إلى رفض فرضية

عدم وجود أي متجه للتكامل المشترك عند مستوى دلالة إحصائية (٥%) القيمة المحسوبة لاختبار الامكان الأعظم في العمود الثاني (١٧.٦٤) تزيد عن القيمة الحرجة (٠.٩٩٢) في العمود الأول عند مستوى دلالة إحصائية (١%) بذلك نرفض فرض عدم القائل بوجود أي متجه للتكامل المشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود متجه واحد للتكامل المشترك، كذلك القيمة المحسوبة للامكان الأعظم (١٩٢.٤) تزيد عن القيمة الحرجة (٠.٠٠٠٠) عند مستوى دلالة إحصائية (٥%، ١%) بذلك نرفض فرض عدم القائل بوجود متجه واحد للتكامل المشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود أكثر من متجه للتكامل المشترك، ونستنتج من هذه النتائج وجود علاقة توازنية في المدى البعيد بين المتغيرات، مما يعني أنها لا تبتعد عن بعضها كثيراً.

- نتائج الانحدار (Regression)

ويعتمد نموذج الانحدار على وجود علاقة سببية بمعنى إن يكون التغير في المتغير المستقل مسبب رئيسي للتغير في المتغير التابع، وتكون العلاقة ما بين المتغير التابع والمستقل علاقة خطية ونظرية الانحدار تعتمد على النظرية الاقتصادية بين متغيرين أي أنها تفترض ثبات العوامل الأخرى.

الجدول رقم (١٢) أثر تذبذب أسعار النفط على القيمة السوقية للشركات الخدمية

Dependent Variable: Y3 Method: Panel Least Squares Date: 10/09/14 Time: 12:30 Sample: 2003 2012 Periods included: 10 Cross-sections included: 20 Total panel (balanced) observations: 200				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	4.411190	7310291.	32247085	C
0.1711	1.373607	95269.46	130862.8	X
41634660	Mean dependent var		0.009439	R-squared
36778759	S.D. dependent var		0.004436	Adjusted R-squared
37.68424	Akaike info criterion		36697084	S.E. of regression
37.71723	Schwarz criterion		2.67E+17	Sum squared resid
37.69759	Hannan-Quinn criter.		-3766.424	Log likelihood
0.176499	Durbin-Watson stat		1.886796	F-statistic
			0.171117	Prob(F-statistic)

ومن تحليل النتائج جدول (١٤) يتبين ما يلي:

١- وجود أثر دال إحصائياً للتذبذب في أسعار النفط على القيمة السوقية للسهم في الشركات الخدمية خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢)، حيث بلغت قيمة "t" (١.٣٧٣٦) بدلالة إحصائية (٠.١٧١١).

٢- كما فسر المتغير المستقل ما مقدار ٠.٩% من التغير في المتغير التابع بالاعتماد على R-squared، حيث بلغت قيمة (R-squared) (٠.٠٠٩) والتي تعني قوة العلاقة بين المتغير المستقل (أسعار النفط) والمتغير التابع (القيمة السوقية للسهم)، وكلما كانت قيمتها أكبر كانت قوة العلاقة أكثر تأثيراً. كما بلغت قيمة "F" (١.٨٨٦٨) بدلالة إحصائية (٠.١٧١١)؛ وبذلك تقبل الفرضية الثالثة للدراسة لتصبح على النحو التالي:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) للتذبذب في أسعار النفط على القيمة السوقية للأسهم في الشركات الخدمية"

- تحليل مكونات التباين

من أجل تعرف على مقدار التباين في التنبؤ للقيمة السوقية للسهم في سوق عمان المالي الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في القيمة السوقية للسهم ذاته، والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات حللت مكونات التباين للنموذج، وكانت النتائج التوضيحية الأخرى في نموذج (VAR) كالآتي:

القيمة السوقية للسهم

تبين نتائج تحليل مكونات التباين لمتغيرات الدراسة، أن القوة التفسيرية لهذه المتغيرات قد كانت متفاوتة في تفسير خطأ تباين القيمة السوقية للسهم. ويظهر من الجدول رقم (١٤) أن (١٠٠%) من خطأ التنبؤ في تباين القيمة السوقية للسهم في المدة الأولى يعزى للمتغير نفسه، وتستمر هذه النسبة في الانخفاض لتصل بعد عشر مدد إلى (13.60722) وتعمل هذه الطريقة على تجزئة تباين خطأ التنبؤ لكل متغير إلى أجزاء التي تعزى إلى كل متغير من متغيرات النموذج، بمعنى أن مقدار التباين للتنبؤ في أي متغير يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه وإلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويقوم هذا التحليل بتزويدنا بمعلومات حول الأهمية النسبية للصدمات العشوائية في كل متغير من متغيرات النموذج، والمتغيرات الأخرى في النموذج. يعتمد هذا التحليل بدرجة كبيرة على إعادة ترتيب متغيرات النموذج من أجل استقصاء حساسية النتائج، فكلما كانت النتائج متقاربة بعد إعادة ترتيب المتغيرات دل ذلك على مصداقية النتائج.

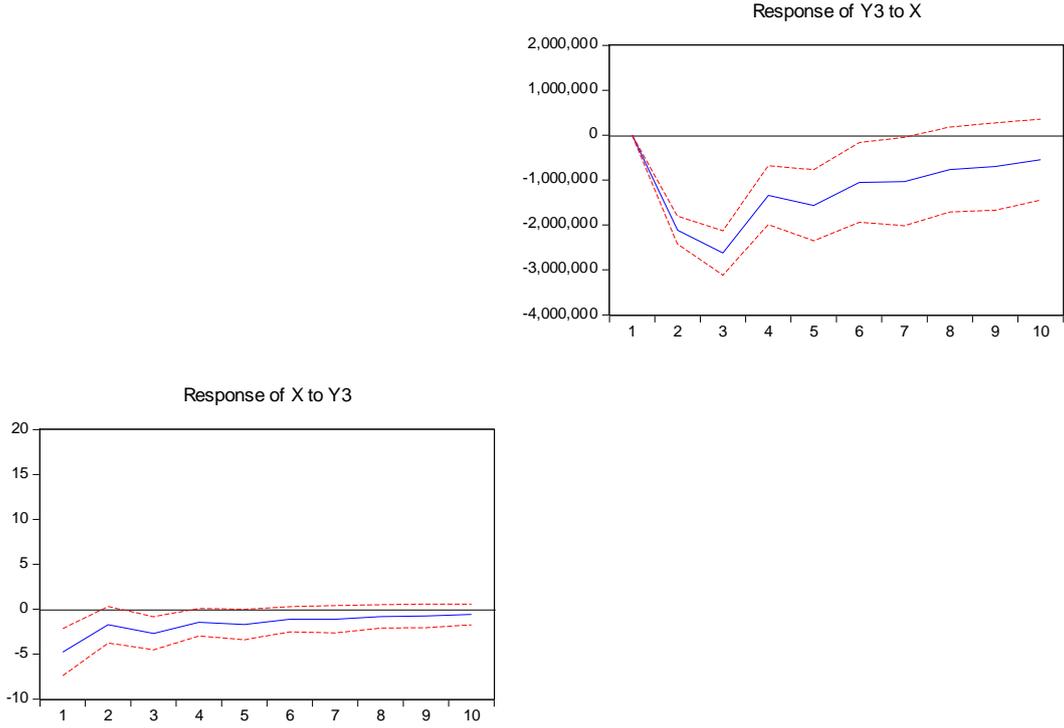
الجدول رقم (١٣) نتائج اختبار تحليل مكونات التباين للقيمة السوقية للسهم

Variance Decomposition of Y3:			
X	Y3	S.E.	Period
0.000000	100.0000	1260779.	1
73.60506	26.39494	2466329.	2
82.34863	17.65137	3715269.	3
84.04494	15.95506	3956916.	4
84.97286	15.02714	4285668.	5
85.57253	14.42747	4419743.	6
85.90650	14.09350	4550183.	7
86.14396	13.85604	4618162.	8
86.28893	13.71107	4675143.	9
86.39278	13.60722	4709085.	10
Variance Decomposition of X:			
X	Y3	S.E.	Period
91.98776	8.012241	16.89797	1
92.77090	7.229098	18.91887	2
92.39982	7.600183	20.87518	3
92.57226	7.427745	21.78324	4
92.52002	7.479982	22.58853	5
92.56742	7.432579	23.03143	6
92.55975	7.440255	23.38420	7
92.57470	7.425299	23.60115	8
92.57487	7.425129	23.76375	9
92.58011	7.419889	23.86961	10
Cholesky Ordering: Y3 X			

- اختبار دالة الاستجابة لردده الفعل

تعمل هذه الدالة على تتبع المسار الزمني لمختلف التي تتعرض لها مختلف المتغيرات (Shocks) الصدمات مع الزمن، وتعكس كيفية استجابة VAR المتضمنة في نموذج هذه المتغيرات لتلك الصدمات، ويظهر مجموع دوال الاستجابات لردة الفعل من خلال عدد مرات الصدمات وعدد المتغيرات. والشكل الآتي يبين استجابة ردة فعل لصدمة مفاجئة في أسعار النفط مقدارها انحراف معياري واحد في السهم نفسه، كما يبين استجابة ردة فعل القيمة السوقية للسهم لصدمة مفاجئة مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار النفط.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



الشكل (١٢) استجابة القيمة السوقية للسهم وأسعار النفط

يتضح من الشكل (١٢) أن أي صدمة مفاجئة في أسعار النفط وبمقدار انحراف معياري واحد تؤثر بشكل سلبي على القيمة السوقية للسهم للشركات الخدمية، ويظهر هذا التأثير على نحو واضح بعد السنة الأولى، حيث يستمر بالتذبذب إلى السنة الخامسة وبعد ذلك ينحو نحو الثبات على خط الأصل، كما يستمر هذا التأثير في المستقبل. ولكن هذا التأثير لم يكن ذا دلالة إحصائية وقد يكون السبب هو بقاء أسعار النفط تحت سيطرة الحكومة في الأردن.

- نموذج VAR

بالنظر إلى نتائج اختبار السببية جدول (٤) ومن أجل التوفيق فيما بينهما نختار خمس فجوات زمنية عند تقدير نموذج VAR كما يشير إلى ذلك المعيار AIC. يعطي الجدول (١٦) نتائج تقدير النموذج VAR.

٦-٥ ملخص النتائج:

هدفت الدراسة إلى قياس أثر تذبذب أسعار النفط على أسعار الأسهم والقيمة السوقية وحجم التداول في شركات الخدمات في بورصة عمان خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٢) وذلك بتحديد أهم العوامل المؤثرة على أسعار النفط، وقد أثارت الدارجة جملة من التساؤلات وقدمت أيضا فرضيات تعلقت بطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، ولتحقيق هذا الهدف تم إتباع اختبار جذر الوحدة واختبار الانحدار الخطي (البسيط)، ومن خلال التحليل الإحصائي ونتائج نموذج الانحدار الخطي (Simple Linear regression) توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ١- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتذبذب في أسعار النفط على أسهم شركات الخدمات في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢) حيث بلغت قيمة t (٠.٦٤١٥) بدلالة إحصائية (٠.٥٢١٩) ، حيث إن التقلبات المفاجئة لأسعار النفط تؤثر على أسعار الأسهم وتستجيب لذلك التغير انخفاضا أو ارتفاعا .
- ٢- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتذبذب في أسعار النفط على حجم التداول لأسهم شركات الخدمات في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢) حيث بلغت قيمة t (٠.٧٦٨٥٠) بدلالة إحصائية (٠.٤٤٣١) ، حيث يتأثر حجم التداول بتقلبات أسعار النفط .
- ٣- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتذبذب في أسعار النفط على القيمة السوقية لأسهم شركات الخدمات في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٢) حيث بلغت قيمة t (١.٣٧٣٦) بدلالة إحصائية (٠.١٧١١) حيث تستجيب القيمة السوقية للسهم للتغير في أسعار النفط .

٧-٥ التوصيات :-

- ينبغي على الدول المنتجة للنفط من الدول النامية تطبيق سياسات تقلل من سيطرة الدول المستهلكة للنفط على الدول المنتجة ، مما يمنعها من التمتع بالميزة النسبية في مواردها الاقتصادية

- الموازنة بين العرض والطلب وان تغيير هذه العوامل يتوقف إلى حد كبير على النمو والتطور في الدول الصناعية وان انخفاض النمو الاقتصادي يؤثر بشكل مباشر في العرض وان السوق النفطية تتوازن بحركة الأسعار .

- تعد الأسعار احد ركائز الأداء الاقتصادي ، فهي تؤثر في قرارات السياسات الاستهلاكية والإنتاجية وحجم الاستثمار ، وان تذبذبات الأسعار تضع الدول امام خيارات صعبة أذا ما اقترنت بارتفاع التكاليف ، لذا يجب تحديد المعادلة الصحيحة التي تحدد مقدار العرض الذي يستجيب للتغيرات الشعرية .

قائمة المراجع

أولاً- المراجع العربية:

- أبو الصوف، نعمت (٢٠١٣)، الانقطاعات في إمدادات النفط أقيمت الأسعار قوية في ٢٠١٣، معهد العربية للدراسات ٢٠١٤. متوفر على الإنترنت www.alarabiya.net
- البكري، أنس وصافي، وليد (٢٠٠٢)، الأسواق المالية والدولية، (ط١)، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
- البنك المركزي (٢٠٠١)، التقرير السنوي، ص٣٨.
- التميمي، ارشيد فؤاد وسلام، أسامة عزمي (٢٠٠٤)، الاستثمار بالأوراق المالية، (ط١)، عمان: دار المسيرة للنشر، الأردن.
- جابر، عدنان (٢٠٠٠)، العرب وعصر ما بعد النفط، دمشق: دار علاء الدين، دمشق، ٢٠٠٤.
- جمعة، محمد صالح (٢٠٠٠)، السياسة النقدية في سوريا وأثرها في نمو الناتج المحلي الإجمالي من ١٩٧٠-٢٠٠٠، دار الرضا للنشر.
- الجميل، حميد (١٩٩٩)، أضواء على سياسات تخزين النفط السعودي خارج الأراضي العربية، صحيفة القادسية، بغداد، العراق، عدد ١٤/٢/١٩٩٩.
- الجهيني، عيد بن مسعود (٢٠١١)، أسعار النفط في ظل المتغيرات الدولية. جريدة الرأي، الأردن، العدد ١٤٠٩٨، ص٣٠.
- الهيبي، احمد حسين (١٩٩٤)، مقدمة في اقتصاد النفط، الموصل: دار الكتب للطباعة والنشر، العراق.
- جياووك، فؤاد (٢٠٠٥)، هبوط أسعار النفط وتأثيره على الاقتصاد العالمي والعراقي. الصحيفة المركزية للاتحاد الوطني الكردستاني، العراق.
- حاج، يوسف عبد الله وآخرون (٢٠٠٦)، تقلبات أسعار البترول في السنوات الأخيرة، ورقة بحثية مقدمة لمادة مشكلات اقتصادية معاصرة، قسم الاقتصاد بعهد البحوث والدراسات والعربية، ٥.
- حبيب، محمد (٢٠٠٧)، انعكاس الزيادة في أسعار النفط على الاقتصاد. مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، ٢(٢)، ١٢.
- الحسن، فليح (٢٠٠٦)، الأسواق المالية والنقدية، (ط١)، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- حسين، عصام (٢٠٠٨)، أسواق الأوراق المالية- البورصة، (ط١)، عمان: دار أسامة للنشر.

الحسيني، عرفات تقي (٢٠٠٢)، التمويل الدولي، عمان، الأردن: دار مجدلاوي للنشر.
الحلاق، سعيد والعجلوني، محمد (٢٠١٠)، النقود والبنوك والمصارف المركزية، (ط١)، عمان
دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن .

حنفي، عبد الغفار (٢٠٠٣)، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر

الهوراني، أكرم (١٩٩٧)، النقود، (ط١)، دمشق، الجمهورية العربية السورية.
حيدر، فاخر عبد الستار (٢٠٠٢)، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد
الكلي، الرياض: دار المريخ للنشر.

خلف، فليح حسن (٢٠٠٦)، الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن: عالم الكتب الحديث.
الحوالي، سعيد فتحى (١٩٩٢)، اقتصاديات النفط، السعودية: دار حافظ للنشر والتوزيع.
داود، عبد اللطيف عيادة سالم (٢٠٠٦)، العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين
للأوراق المالية. رسالة ماجستير منشورة، جامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
الدبعي، مأمون وأبو نصار، محمد (٢٠٠١)، هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس
المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة. دراسات، العلوم الإدارية، عمان، ٢٨(١)، ٤١٠-
٤٣١.

الديري، محمد تيسير (٢٠٠٤)، العلاقة التبادلية بين التضخم والبطالة في الأردن: دراسة تطبيقية
قياسية ١٩٦٧-٢٠٠١. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن.
الذهبي، خالد (١٩٩٧)، استراتيجيات التعامل بالأسهم وتطبيقاتها على الأسهم المتداولة في سوق
عمان المالي. مجلة المساهم، عمان، (٣).

ربابعة، عبد الرؤوف وخطاب، سامي (٢٠٠٦)، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في
تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية. هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، دبي، الشارقة،
الإمارات العربية المتحدة.

الزعيبي، بشير خليفة (٢٠٠٤)، العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في
سوق عمان المالي. مؤتمراً للبحوث والدراسات، الكرك، الأردن ١٩(٥)، ١٩٠.

زلوم، عبد الحي (٢٠٠٥)، حروب البترول الصليبية والقرن الأمريكي الجديد، (ط١)، بيروت:
المؤسسة العربية للنشر.

زلوم، عبد الحي وآخرون (٢٠٠٨)، مستقبل الاقتصاد العربي بين النفط والاستثمار، (ط١)، عمان،
الأردن: دار فارس للنشر والتوزيع.

سامويلسون- نودهااس (٢٠٠٦)، علم الاقتصاد، (ط١)، بيروت: شركة ماكجروهل، مكتبة لبنان.

سلمان، عبد العزيز (١٩٩٣)، النفط وقطاع الخدمات في الوطن العربي. معهد البحوث والدراسات الغربية، ٢٣٣-٢٦٦.

السيد علي، عبد المنعم والجنابي، هيل (١٩٩٢)، الاقتصاد السياسي للتضخم في العراق. مجلة البحوث الاقتصادية العربية، (١).

السيبي، صلاح الدين (٢٠٠٣)، بورصات الأوراق المالية، دراسات نظرية وتطبيقية، (ط١)، القاهرة: دار علاء للكتاب.

الشواورة، فيصل محمود (٢٠٠٨)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، (ط١)، عمان: دار وائل للنشر.

صالح، مفتاح ومعارفي، فريدة (٢٠٠٩)، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها). مجلة الباحث، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر، (٧)، ١٨٨.

عبد الله، حسين (٢٠٠٣)، البترول العربي، دراسة اقتصادية سياسية، القاهرة: دار النهضة العربية. عربية، زياد (٢٠٠٨)، ارتفاع أسعار النفط (الأسباب والتداعيات). مجلة شؤون عربية، الملف الاقتصادي، جامعة الدول العربية، القاهرة، (١٣٤)، ١١٧-١١٨.

علي، زياد (٢٠٠٥)، الاستثمار في القطاع النفطي، بيروت: مكتبة لبنان. علي، هند مصطفى (١٩٩٨)، أزمة انهيار أسعار النفط واقتصاديات مجلس التعاون الخليجي. دراسات إستراتيجية خليجية، (١٠)، مركز الخليج للدراسات الإستراتيجية، ١٧.

عمارة، جمال (٢٠٠٤)، أساسيات الموازنة العامة للدولة، عمان: دار الفجر للنشر والتوزيع. عمارة، صبري (٢٠٠٥)، تقلبات أسعار النفط. مجلة شؤون عربية، (٤)، ٧١.

عمر، فوزية غالب (٢٠١٣)، دراسة تذبذب أسعار النفط على المستوى العالمي والتحليل الإحصائي لسلسلة الزمنية (٢٠٠٩، ٢٠٠٠). مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الأزهر، غزة، (٣٤)، ١٣٧.

عناية، غازي حسن (٢٠٠٦)، التضخم المالي، (ط٢)، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة. عوض، زينب حسين (٢٠٠٣)، العلاقات الاقتصادية الدولية، الإسكندرية: دار القدر للطبع والنشر. غرابية، هشام وخوري، رتاب (٢٠٠٩)، الأسواق المالية والدولية، (ط١)، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع.

قارة، مصطفى وآخرون (٢٠٠٧)، دور الصندوق في مساهمة دول الأعضاء المتأثرة في ارتفاع أسعار النفط العالمية. صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، ١-١٠.

القرشي، فوزي (١٩٧٨)، التطور التاريخي لأسعار النفط الخام حتى عام ١٩٧٣. **مجلة النفط والتنمية**، (٣)، ٣٢-٣٣.

مخفي، أمينة (٢٠١٣)، أثر تطور أنظمة استغلال النفط على الصادرات (دراسة حالة الجزائر بالرجوع الى بعض التجارب العالمية). أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.

مركز الأهرام للدراسات السياسية والإستراتيجية (٢٠٠٨)، **سوق النفط العالمية وتداعياتها على الدول العربية، القاهرة**.

مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية (٢٠٠٣)، **النفط والحرب لانجلو أمريكية على العراق، التقرير الاستراتيجي العربي**، ١٢٧-١٢٩.

المزمني، عماد الدين محمد (٢٠١٣)، العوامل التي أثرت على تقلبات أسعار النفط العالمية. **مجلة جامعة الأزهر، سلسلة العلوم الإنسانية**، ١٥ (١)، ٣٣٤-٣٤٦.

مطر، محمد (١٩٩٩)، **إدارة الاستثمارات، (ط٢)**، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.

المناعي، جاسم (٢٠٠٦)، أثر أسعار النفط على الاقتصاديات العربية إيجابيات واشكالات. **جريدة الحياة**، أبو ظبي، عدد ٢٠٠٦/٥/٣٠.

نمر، محسن (١٩٩٧)، **توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات. مجلة المساهم، عمان، (٣)**، ٢-٧.

هندي، منير (١٩٩٧)، **الإدارة المالية، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث**.

هندي، منير (١٩٩٩)، **إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية: منشأة المعارف**.

يوسف، دانة بسام (٢٠٠٨)، **تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي**. رسالة ماجستير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

ثانياً- المراجع الأجنبية:

Agren, Martin (2006). Does oil price uncertainty transmit to stock market. **Work Paper**, Uppsala University, Sweden.

Auerbach, Michael (2009). Money market. **Research starters business**, 6.

Creti, Anna, Ftiti, Zied & Guesmi, Khaled (2013). Oil Price impact on financial markets: co- spectral analysis for exporting versus importung countries. **ecole poly technlque Center national dela recherche scientflque**.

Delafortelle, G. (1976). Financial Intermediation in Jordan: Adesk Survey. **International Financial Corporation (IFC)**, No 6/25, Washington, 6-20.

- Elhedi Mohamed, Lahiani, Amine & Duc Khuong, LEO (2011). Return and volatility transmission between world oil prices and stock market of the GCC countries. **University Of Orleans& Edhec Business School**, France.
- Fattoum, Salma & Guesmi, Khaled (2013). Measuring contagion effect between crude oil and oecd stock market. **Working Paper Series**. IPAG Business School, Paris-France.
- Goginene, Sridhar (2008). The stock market reaction to oil price changes. **Division of finance price**, College of Business University of Oklahoma.
- Gould, Marie (2008). Trading and markets. **EBSCO research starters**, ll.
- Masters Michael and Kwhite, Adam (2008). The accidental Hunt Brothers, **Testimony before the committee on Home Land security and Governmental Affairs**.
- Newton, Heather (2008). Cash & marketable Securities. **Research Starter Business**, 15.
- Olugbenga, Anthony (2012). Oil price shocks and stock market Behaviour: the Nigerian Experience. **Department of Banking and Finance**, Kiti State University Ado Ekitt, Nigeria.
- Park, Cheoibeom & Kilian, Lutz (2007). The impact of oil price shocks on the US stock market. **University of Michigan and CEPR, University of Singapore**.
- Rico Daran, Finan Zan, Arturo, Loren, Armenta, Leticia. The impact of oil fluctuations on stock returns and their volatility in Latin American stock market Areas of investing action. **Universidad Delas Americas Pueblas Mexico**.
- Ukca, Binet (2008). Therese and Fall in oil prices: analysis of Fundamental and Financial drivers, 51.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

- إبراهيم، عبدالله علي (٢٠١٣)، العوامل الجيوسياسية وتأثيرها في السوق النفطي، تاريخ المشاهدة ٢٥/٥/٢٠١٤، www.sauress.com
- إبراهيم علوش، ارتفاع أسعار النفط، ٢٠٠٧، www.aljazeera.net، تاريخ المشاهدة ٣٠/٧/٢٠١٤.

- ازدياد أسعار النفط يؤثر على شركات الطيران العالمية، موسوعة المسافر، ١٩ سمر ٢٠٠٤، موقع على الإنترنت أسواق الطاقة العالمية، التحديات الراهنة والأفاق المستقبلية، ٢٠١١/١١/٢٥، <http://group.google.com> ٢٠١٤/٦/٢٥
- البازوكان، مصطفى (٢٠١٤)، ليهيب أسعار النفط لماذا ولمصلحة من، www.aljazeera.net، تاريخ المشاهدة ٢٠١٤/٦/١٥.
- بن جمعة، فهد (٢٠٠٩)، تأثير أسعار النفط على الأسهم السعودية، تاريخ المشاهدة ٢٠١٤/٧/١٥، <https://alfrasha.maktoob.com> ٢٠١٤
- الشوك، رضا والدليمي، وحيدر علي (٢٠١٠). التحديات التي تواجه منظمة الأوبك، كتاب عالم البترول وبترو العالم، موقع نت تاريخ المشاهدة ٢٠١٤/٥/١٥، www.ahewar.org.
- عبد المؤمن، عمرو ومحمد هاشم (٢٠١١)، الاقتصاد العربي بين ارتفاع أسعار النفط وسياسة الدول الغربية في امتصاص عائداته، <http://blogs.mubasher.info/node/4200>.
- مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية (٧ مايو ٢٠١١)، www.alshahedkw.com.
- المرصد الاقتصادي في الجامعة الأردنية (٢٠٠٩)، أسعار البترول وعوائد سوق الأسهم في الدول المستوردة، دراسة مقارنة حول الأردن وتونس وتركيا، جريدة الدستور ٢٠٠٩/١٢/٧، العدد ٢٠١٤، ١٦٩٨٧، ص ٢٢.
- موقع الحكومة الإلكترونية لدولة الإمارات العربية المتحدة - www.government.ae
- موقع موسوعة ويكيبيديا www.Arwikipedia.org
- موقع مدينة نابلس الإلكترونية (www.nables-city.net)
- www.almaany.com
- <https://uaesm.maktoop.com>

الملاحق ملحق رقم (١)

بيانات الشركات الخدمية

النوع	السنة	سعر السهم	حجم التداول	القيمة السوقية للسهم	أسعار النفط
السياحي والفندقي	2012	5.25	145503.3	52500000	112.34
السياحي والفندقي	2011	3.39	80087.33	33900000	111.68
السياحي والفندقي	2010	5.6	89316.21	56000000	79.5
السياحي والفندقي	2009	8.33	358566.5	83300000	61.49
السياحي والفندقي	2008	8.07	247268.8	80700000	96.85
السياحي والفندقي	2007	5.25	222256.4	52500000	71.1
السياحي والفندقي	2006	5	1041764	50000000	64.3
السياحي والفندقي	2005	5	533413	50000000	53.4
السياحي والفندقي	2004	3.1	1967866	31000000	37.8
السياحي والفندقي	2003	3.2	247058	32000000	28.9
السياحي والفندقي	2012	1.83	225238	58560000	112.34
السياحي والفندقي	2011	1.9	739894.6	60800000	111.68
السياحي والفندقي	2010	1.93	1043292	61760000	79.5
السياحي والفندقي	2009	1.85	4356135	59200000	61.49
السياحي والفندقي	2008	2.5	1363998	62500000	96.85
السياحي والفندقي	2007	2.68	1953935	67000000	71.1
السياحي والفندقي	2006	2.62	26964607	65500000	64.3
السياحي والفندقي	2005	3.66	7868202	73200000	53.4
السياحي والفندقي	2004	3.12	6895397	62400000	37.8
السياحي والفندقي	2003	1.74	6865243	27840000	28.9
السياحي والفندقي	2012	0.36	86482386	36000000	112.34
السياحي والفندقي	2011	0.59	59915477	59000000	111.68
السياحي والفندقي	2010	0.68	86482386	48280000	79.5
السياحي والفندقي	2009	0.73	58116545	40274727	61.49
السياحي والفندقي	2008	0.83	31346312	33200000	96.85
السياحي والفندقي	2007	1.4	1.08E+08	56000000	71.1
السياحي والفندقي	2006	1.19	88213931	47600000	64.3
السياحي والفندقي	2005	2.42	4746320	33880000	53.4
السياحي والفندقي	2004	1.5	1973543	750000	37.8
السياحي والفندقي	2003	0.87	32649	1044000	28.9
السياحي والفندقي	2012	2.04	11078592	91800000	112.34
السياحي والفندقي	2011	2.07	489561.2	93150000	111.68
السياحي والفندقي	2010	1.96	225279.1	88200000	79.5
السياحي والفندقي	2009	1.85	662371.2	83250000	61.49
السياحي والفندقي	2008	2.21	1644034	99450000	96.85
السياحي والفندقي	2007	2.19	327668.2	98550000	71.1
السياحي والفندقي	2006	2.32	3031234	1.04E+08	64.3
السياحي والفندقي	2005	2.5	17088322	1.13E+08	53.4
السياحي والفندقي	2004	1.21	3573274	54450000	37.8
السياحي والفندقي	2003	1	284055	45000000	28.9
السياحي والفندقي	2012	5.75	60455.3	1.24E+08	112.34
السياحي والفندقي	2011	5.9	1168.2	1.27E+08	111.68
السياحي والفندقي	2010	6.5	361221.2	1.40E+08	79.5
السياحي والفندقي	2009	6.65	1267601	1.43E+08	61.49
السياحي والفندقي	2008	6.24	6622343	1.34E+08	96.85
السياحي والفندقي	2007	7	12569940	1.19E+08	71.1
السياحي والفندقي	2006	5.17	2552765	87890000	64.3
السياحي والفندقي	2005	2.66	5796355	61180000	53.4
السياحي والفندقي	2004	1.25	241595	18125000	37.8

النوع	السنة	سعر السهم	حجم التداول	القيمة السوقية للسهم	أسعار النفط
السياحي والفندقي	2003	1.25	7400	18125000	28.9
الصحي	2012	1.21	3999582	22869000	112.34
الصحي	2011	1.22	30736-- **992	21350000	111.68
الصحي	2010	1.18	520527.9	20650000	79.5
الصحي	2009	1.17	1763285	20475000	61.49
الصحي	2008	1.07	10207240	17655000	96.85
الصحي	2007	1.31	6623205	19650000	71.1
الصحي	2006	1.95	5737385	29250000	64.3
الصحي	2005	2.7	37878680	40500000	53.4
الصحي	2004	3.19	45425274	38280000	37.8
الصحي	2003	1.12	612984	11200000	28.9
الصحي	2012	1.27	186231.4	5715000	112.34
الصحي	2011	1.72	936064.8	7740000	111.68
الصحي	2010	3.05	8319198	13725000	79.5
الصحي	2009	1.54	12312821	6930000	61.49
الصحي	2008	1.5	87910281	6750000	96.85
الصحي	2007	2.67	79246905	12015000	71.1
الصحي	2006	1.46	23244842	6570000	64.3
الصحي	2005	1.09	8167910	4905000	53.4
الصحي	2004	1.03	5703612	4635000	37.8
الصحي	2003	0.54	4341433	3240000	28.9
الصحي	2012	1.25	1834830	31250000	112.34
الصحي	2011	2.35	3133097	54050000	111.68
الصحي	2010	3.8	7538483	76000000	79.5
الصحي	2009	3.75	6194558	75000000	61.49
الصحي	2008	3.76	13493182	75200000	96.85
الصحي	2007	4.64	58541591	92800000	71.1
الصحي	2006	4.95	13880711	99000000	64.3
الصحي	2005	6.35	40244243	1.27E+08	53.4
الصحي	2004	6.25	35862304	1.25E+08	37.8
الصحي	2003	5.38	57871271	1.08E+08	28.9
الصحي	2012	1.73	57210.75	8650000	112.34
الصحي	2011	2.59	75786.46	12950000	111.68
الصحي	2010	2.36	436513.6	11800000	79.5
الصحي	2009	2.07	262776	10350000	61.49
الصحي	2008	1.55	1144227	7750000	96.85
الصحي	2007	1.91	923316.8	9550000	71.1
الصحي	2006	1.87	3173452	9350000	64.3
الصحي	2005	2.8	984168	14000000	53.4
الصحي	2004	2.72	633953	13600000	37.8
الصحي	2003	3.15	677478	15750000	28.9
الصحي	2012	1.78	304117.7	17567858	112.34
الصحي	2011	5.09	336297.8	50236177	111.68
الصحي	2010	4.96	3084372	48953132	79.5
الصحي	2009	2.86	1849273	28227007	61.49
الصحي	2008	1.87	524168	18456120	96.85
الصحي	2007	3.3	2494771	32569624	71.1
الصحي	2006	3.2	2469083	31582666	64.3
الصحي	2005	2.33	9131603	22995383	53.4
الصحي	2004	1.74	24482913	16530000	37.8
الصحي	2003	1.36	44675295	12920000	28.9
النقل	2012	1.84	377466.3	22218000	112.34
النقل	2011	2.02	1191115	24391500	111.68
النقل	2010	2.37	839256.7	28617750	79.5
النقل	2009	2.13	354325.1	25719750	61.49
النقل	2008	2.2	4068260	26565000	96.85

النوع	السنة	سعر السهم	حجم التداول	القيمة السوقية للسهم	أسعار النفط
النقل	2007	2.44	11260583	29463000	71.1
النقل	2006	1.76	6676062	21252000	64.3
النقل	2005	5.5	40090545	44275000	53.4
النقل	2004	3.5	59483	20125000	37.8
النقل	2003	2.94	344510	3528000	28.9
النقل	2012	0.62	2284885	9300000	112.34
النقل	2011	1.11	507759.6	16650000	111.68
النقل	2010	1.38	2507925	20700000	79.5
النقل	2009	1.63	1344649	21516000	61.49
النقل	2008	1.89	16436772	24948000	96.85
النقل	2007	2.56	54540394	33792000	71.1
النقل	2006	2	9767962	26400000	64.3
النقل	2005	6.15	23563189	43050000	53.4
النقل	2004	1	360782	5000000	37.8
النقل	2003	1	360782	3887564	28.9
النقل	2012	0.52	7445.7	1786070	112.34
النقل	2011	0.61	628.11	2095198	111.68
النقل	2010	1.04	327209	3572140	79.5
النقل	2009	1.11	632065	3812573	61.49
النقل	2008	3	300	10304250	96.85
النقل	2007	0	0	10304250	71.1
النقل	2006	0	0	2347020	64.3
النقل	2005	0.72	0	2347020	53.4
النقل	2004	0.72	0	1965060	37.8
النقل	2003	0.72	810000	2487744	28.9
النقل	2012	1.87	424559.9	20196000	112.34
النقل	2011	2.1	299201.3	22680000	111.68
النقل	2010	2.69	1882128	29052000	79.5
النقل	2009	1.96	2331692	21168000	61.49
النقل	2008	2.03	6942026	21924000	96.85
النقل	2007	2.24	47723651	24192000	71.1
النقل	2006	1.75	17243667	18900000	64.3
النقل	2005	3.55	75049195	38340000	53.4
النقل	2004	1.76	10856199	19008000	37.8
النقل	2003	0.77	597272	8316000	28.9
النقل	2012	1.7	114208.1	12750000	112.34
النقل	2011	2.2	142085.2	16500000	111.68
النقل	2010	2.08	655422.4	15600000	79.5
النقل	2009	1.8	2541747	13500000	61.49
النقل	2008	1.65	1949730	12375000	96.85
النقل	2007	1.19	15786753	8925000	71.1
النقل	2006	1.18	28947076	8850000	64.3
النقل	2005	1.9	1.54E+08	14250000	53.4
النقل	2004	0.75	4214596	5625000	37.8
النقل	2003	0.48	24389	3600000	28.9
التعليمي	2012	2.34	501200	35100000	112.34
التعليمي	2011	2.43	311401.6	36450000	111.68
التعليمي	2010	2.64	620999.8	31680000	79.5
التعليمي	2009	2.62	973605.2	31440000	61.49
التعليمي	2008	3.76	3788916	31866000	96.85
التعليمي	2007	3.09	1539405	26187750	71.1
التعليمي	2006	2.54	802563.4	21526500	64.3
التعليمي	2005	3.71	6164418	31442250	53.4
التعليمي	2004	3.05	2598083	25848750	37.8
التعليمي	2003	3.75	6852004	31781250	28.9
التعليمي	2012	2.91	1564597	1.18E+08	112.34
التعليمي	2011	2.4	1349210	97200000	111.68

النوع	السنة	سعر السهم	حجم التداول	القيمة السوقية للسهم	أسعار النفط
التعليمي	2010	2.5	1680246	1.01E+08	79.5
التعليمي	2009	2.72	2652585	1.10E+08	61.49
التعليمي	2008	4.37	8826358	1.77E+08	96.85
التعليمي	2007	4.45	69455435	1.80E+08	71.1
التعليمي	2006	2.95	34438670	1.19E+08	64.3
التعليمي	2005	7.66	36373625	1.55E+08	53.4
التعليمي	2004	3.7	3117737	74925000	37.8
التعليمي	2003	3.74	2456770	75735000	28.9
التعليمي	2012	1.25	1610060	18750000	112.34
التعليمي	2011	1.4	1637368	21000000	111.68
التعليمي	2010	1.41	5258117	21150000	79.5
التعليمي	2009	1.32	13076626	19800000	61.49
التعليمي	2008	1.27	93664305	19050000	96.85
التعليمي	2007	1.49	1.68E+08	22350000	71.1
التعليمي	2006	1.46	30273501	15502010	64.3
التعليمي	2005	0.78	13763789	8281896	53.4
التعليمي	2004	0.78	2554444	8281896	37.8
التعليمي	2003	1.13	1306762	13712150	28.9
التعليمي	2012	3.83	415528.7	57450000	112.34
التعليمي	2011	2.6	839788.7	39000000	111.68
التعليمي	2010	2.3	265085.1	34500000	79.5
التعليمي	2009	2.1	3244322	31500000	61.49
التعليمي	2008	2.1	757649	31500000	96.85
التعليمي	2007	3	1238950	45000000	71.1
التعليمي	2006	3.42	1204187	51300000	64.3
التعليمي	2005	2.81	15332610	42150000	53.4
التعليمي	2004	0	0	42150000	37.8
التعليمي	2003	0	0	45450000	28.9
التعليمي	2012	3.03	452895.5	45450000	112.34
التعليمي	2011	3.46	2717619	51900000	111.68
التعليمي	2010	3.7	120390.6	55500000	79.5
التعليمي	2009	3.5	628596.2	52500000	61.49
التعليمي	2008	3.45	1583787	51750000	96.85
التعليمي	2007	2.9	410035.7	43500000	71.1
التعليمي	2006	2.89	2551262	43350000	64.3
التعليمي	2005	3.66	183235	54900000	53.4
التعليمي	2004	0	0	54900000	37.8
التعليمي	2003	0	0	54900000	28.9

الملحق رقم (٢)

أسماء الشركات

القطاع

١ - القطاع السياحي والفندقي

٢ - القطاع الصحي

٣ - قطاع النقل

٤ - القطاع التعليمي