



جامعة آل البيت

كلية إدارة المال والأعمال

قسم التمويل والمصارف

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية
الأردنية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٥)

Impact of Macroeconomic Variables in the Stock Returns of the
Jordanian Commercial Banks During the Period (2000-2015)

إعداد

ياسمين سعيد ابو محسن

إشراف

الأستاذ الدكتور حسين علي الزبيد

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

عمادة الدراسات العليا

جامعة آل البيت

الفصل الأول ٢٠١٦/٢٠١٧

تفويض

أنا ياسمين سعيد أبو محسن، أفوض جامعة آل البيت بتزويد نسخٍ من رسالتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص، عند طلبهم حسب التعليمات النافذة في الجامعة.

التوقيع:

التاريخ:

إقرار والتزام بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها

أنا الطالب: ياسمين سيعد أبو محسن
التخصص: تمويل ومصارف
الرقم الجامعي:
الكلية: إدارة المال والأعمال

أعلن بأنني قد التزمت بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية،
المتعلقة بإعداد رسائل الماجستير والدكتوراه عندما قمت شخصياً بإعداد رسالتي الموسومة بـ:
**أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة
(٢٠١٥-٢٠٠٠)**

وذلك بما ينسجم مع الأمانة العلميّة المتعارف عليها في كتابة الرسائل والأطروحات
العلميّة.

كما أنني أعلن بأن رسالتي هذه غير منقولة أو مستلة من رسائل أو أطروحات أو كتب أو
أبحاث أو أية منشورات علميّة تمّ نشرها أو تخزينها في أية وسيلة إعلاميّة. وتأسيساً على ما تقدم؛
فإنني أتحمّل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك، بما فيه حق مجلس العمداء في
جامعة آل البيت بإلغاء قرار منحي الدرجة العلميّة التي حصلت عليها وسحب شهادة التخرج مني
بعد صدورها، دون أن يكون لي أي حق في التظلم أو الاعتراض أو الطعن بأيّة صورة كانت في
القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

توقيع الطالبة: _____

التاريخ: / / ٢٠١٦م

عمادة الدراسات العليا

جامعة آل البيت

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة
(٢٠١٥-٢٠٠٠)

**Impact of Macroeconomic Variables in the Stock Returns of the
Jordanian Commercial Banks During the Period (2000-2015)**

وأجيزت بتاريخ: ٢٠١٦/١١/٢٤

إعداد





ياسمين سعيد ابو محسن

إشراف

الأستاذ الدكتور حسين علي الزيود

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

..... 	الاستاذ الدكتور حسين علي الزيود (رئيساً) المشرف
..... 	الدكتور محمود جرادات عضواً
..... 	الدكتور جمعة عباد عضواً
..... 	الاستاذ الدكتور خالد الزعبي عضواً خارجياً

الإهداء

الحمد لله الذي بحمده تتم الصالحات أشكر المولى عز وجل على ما
أعطاني وأحمده وأرجو رضاه وعفوه

أهدي هذه الرسالة إلى روح والدي الطاهرة

وأهديها لوالدتي العزيزة التي قدمت لي ما لا يعد ولا يحصى ولا
يقدر بثمن أطال الله بعمرها

شكر وتقدير

أتوجه بالشكر والتقدير للأستاذ الدكتور حسين علي زيود الذي
تفضل بالإشراف على هذه الرسالة ولما قدمه لي من المساعدة والنصح
والتوجيه والإرشاد طيلة فترة الدراسة
كما أتوجه بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بمناقشة
رسالتي هذه وتحمل أعباء قراءتها وتقييمها

قائمة المحتويات

Contents

ي	ملخص	.....
ك	ABSTRACT	.....
١	الفصل الأول : الإطار العام للدراسة	.....
٢	المقدمة	.....
٣	مشكلة الدراسة	.....
٣	أهمية الدراسة	.....
٤	أهداف الدراسة	.....
٤	فرضيات الدراسة	.....
٥	منهجية الدراسة	.....
٥	مجتمع الدراسة وعينتها	.....
٥	مصادر جمع البيانات	.....
٦	الأسلوب الإحصائي للدراسة وتحليل البيانات	.....
٦	نموذج الدراسة	.....
٦	المتغيرات المستقلة	.....
٦	متغيرات الدراسة	.....
٨	التعريفات الإجرائية	.....
٩	الفصل الثاني : الإطار النظري والدراسات السابقة	.....
١٠	مقدمة	.....
١١	المبحث الأول: الأسواق المالية وبورصة عمان	.....
١٤	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لمتغيرات الاقتصاد الكلي	.....
٢٣	المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار بالأسهم	.....
٣٤	المبحث الرابع: علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بعوائد أسهم البنوك التجارية	.....
٤٠	المبحث الخامس: البنوك التجارية	.....
٤٤	المبحث السادس: عوائد الأسهم	.....
٤٩	المبحث السابع: الدراسات السابقة	.....

٥٨	الفصل الثالث : مؤشرات الاقتصاد الأردني خلال الفترة ٢٠١٥-٢٠٠٠
٥٩	الاقتصاد الأردني
٥٩	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
٦١	معدل التضخم
٦٢	معدل سعر الفائدة
٦٢	معدل نمو الضريبة
٦٤	الفصل الرابع : التحليل القياسي والنتائج والتوصيات
٦٥	المبحث الأول: منهجية الدراسة
٧٠	المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفرضيات
٧٨	المبحث الثالث: النتائج والتوصيات
٧٨	أولاً- النتائج
٨٠	ثانياً- التوصيات
٨١	قائمة المراجع
٨١	أولاً- المراجع باللغة العربية
٨٦	ثانياً- المراجع باللغة الإنجليزية

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
١.	نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية	٦٧
٢.	نتائج اختبار سكون البواقي	٦٧
٣.	معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة	٦٨
٤.	نتائج نموذج الأثر الثابت	٧٠
٥.	نتائج نموذج الأثر العشوائي	٧٠
٦.	نتائج اختبار هوسمان	٧٠

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
١.	النمو في الناتج المحلي الإجمالي	٥٩
٢.	معدل التضخم	٦٠
٣.	معدل سعر الفائدة	٦١
٤.	معدل نمو الضريبة	٦٢

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٥)

إعداد

ياسمين سعيد ابو محسن

إشراف

الأستاذ الدكتور حسين علي الزيود

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم، معدل أسعار الفائدة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل نمو الضرائب) في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من البنوك التجارية الأردنية المتداولة أسهمها في سوق عمان للأوراق المالية وذلك خلال الفترة الزمنية ٢٠٠٠-٢٠١٥.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب panel data اعتمادا على نموذج الأثر العشوائي Random effect.

- وأظهرت النتائج ما يلي: وجود اثر ذو دلالة إحصائية لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وعدم وجود اثر ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، ووجود أثر ذو دلالة إحصائية سالبة لمعدل أسعار الفائدة ومعدل نمو الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

Impact of Macroeconomic Variables in the Stock Returns Of the Jordanian Commercial Banks During the Period (2000-2015)

By

Yasmeen said ABU Mohsen

Supervisor

Prof. Dr. Hussein AL- Zyoud

ABSTRACT

This study aims to measure the impact of macro-economic variables including the (inflation rate, the growth of gross domestic product rate, average interest rate, the growth of tax rate) In the stock returns of commercial banks. This study was implemented on a sample number of some Jordanian commercial banks whose shares are traded at Amman Stock Market, during the period of (2000-2015).

Using panel data depending on random effect model the results of the analysis showed the following :

There is Significant Statistical Impact of macro-economic variables in the stock returns of the Jordanian commercial banks . There is no Significant Statistical Impact of growth in domestic product rate and inflation rate in stock returns of the Jordanian commercial banks. On the other hand There is Significant Statistical Impact negative of average interest rate and the growth of tax rate in stock returns of the Jordanian commercial banks.

الفصل الأول : الإطار العام للدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

المقدمة

تعد البنوك من الشركات المساهمة، فإن رأسمالها يتم تقسيمه إلى عدد من الحصص المتساوية تمثل كل منها سهماً، ويتم إصدار هذه الأسهم عن طريق السوق الأولي (الإصدار) ويتم طرح هذه الأسهم للاكتتاب ويتم تداولها عبر السوق الثانوي (التداول) الذي يتحدد من خلاله عائد الورقة، وهناك عدة عوامل تحدد عوائد السهم في الأسواق، وذلك حسب الظروف السائدة داخل المصرف، أو الظروف الاقتصادية والسياسية أو الاجتماعية العامة في الدولة.

ونظراً لأن البنوك لها دور فعال في التنمية الاقتصادية، فهي تقوم بجمع المدخرات من الأفراد والهيئات، ومن ثم ضخ هذه الأموال لها أما بشكل قروض أو استثمارات، وبحيث تتسم بضخامة الأموال التي تعمل بها البنوك، فإذا كانت المنشأة قادرة على النجاح وتحقيق الأرباح من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمه، بالتالي هذه الآثار الإيجابية ستعكس على تنمية الاقتصاد وتدعيمه.

وهنا حتى تستطيع البنوك بتحقيق هدفها المتمثل بتعظيم ثروة الملاك، وتحقيق دورها في بناء الاقتصاد الوطني، يجب عليها مواصلة تقييم أداء أسهمها، لأن عائد السهم بالنسبة لإدارة البنك يمكن اعتباره نجاح، أو فشل له بسبب كونه يعكس أدائه العام، ويقصد بتقييم أداء الأسهم قدرتها على تحقيق الأرباح، وذلك بتعظيم قيمته السوقية وتجنب العوامل المؤثرة على عوائدها بشكل سلبي، وذلك لأن عوائد الأسهم معرضة لكثير من المخاطر، فقد تناولت الكثير من النظريات والدراسات وحاولت تفسير للعوامل المؤثرة على عوائد الأسهم فقد أجمعت الدراسات كافة بأن المخاطر لها دور رئيسي في تغيير عوائد الأسهم، بحيث مرتبطة تلك المخاطر بالعوامل الخارجية والداخلية للبنك.

ومن أهم العوامل الخارجية المؤثر على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية العوامل الاقتصادية، وذلك أننا نلاحظ التقلبات الاقتصادية تؤثر بشكل مباشر على عوائد الأسهم صعوداً وهبوطاً فعندما يكون الاقتصاد في قمة الانتعاش، نلاحظ ارتفاع عوائد الأسهم وأيضاً تتخفض عوائد الأسهم عندما يتجه نشاط الاقتصاد إلى مستوى الركود، بالتالي تعتبر هذه العوامل بأنها جزء لا يتجزأ من العمل المصرفي، فيجب على البنوك أن تأخذها في حسابها وتهتم بها لأنها من

الأسباب الرئيسية في توقف أعمال البنوك وإفلاسها، فعندما تحددها بشكل دقيق والتنبؤ بها مستقبلاً، يكون باستطاعته اتخاذ التدابير الملائمة لها والتحكم أو تقليصها، بالتالي يستطيع البنك أن يحقق النمو والنجاح، وضمان استمراره في السوق المصرفي بعوائد جيدة، بالتالي سينعكس على عوائده أسهمه بشكل إيجابي.

مشكلة الدراسة

تكمن مشكلة الدراسة في أن عوائد أسهم البنوك التجارية عرضه للتقلب، مما ينعكس على هدفها الأساسي المتمثل في تعظيم الربحية، ولذلك كان من الضروري معرفة المؤشرات التي تؤثر على عوائد أسهم البنوك التجارية، لوضع إجراءات رقابية واتخاذ كافة الاستراتيجيات والتدابير للاستعداد لها، حتى يستطيع البنك تخفيض احتمالات حدوث خسائر، وتقليل الآثار السلبية لو وقعت، بالتالي جاءت هذه الدراسة، لتبين أن متغيرات الاقتصاد الكلي من المؤشرات المالية المؤثرة بشكل كبير في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وذلك ومن هذا المنطلق تلخصت مشكلة الدراسة في الإجابة عن السؤال الرئيسي التالي:

هل يوجد أثر لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية؟

ولتسهيل مشكلة الدراسة قسم السؤال الرئيسي إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ١- هل يوجد أثر لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية؟
- ٢- هل يوجد أثر لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية؟
- ٣- هل يوجد أثر لمعدل سعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية؟
- ٤- هل يوجد أثر لمعدل نمو الضريبة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية؟

أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهمية كبيرة، كونها تسلط الضوء على موضوع في غاية الأهمية وهو أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وتتبع أهمية الدراسة من الأثر المهم الذي يتركه المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم وتذبذب أدائها، فان تحديد الآثار

الاقتصادية على عوائد الأسهم يفيد المدراء في وضع استراتيجيات مناسبة، للتوقعات المستقبلية عن المتغيرات الاقتصادية، وذلك للاستعداد لها في حالة سير الأمور بعكس ما هو متوقع، وذلك بالتحليل الدائم والتقدير لإدارتها بطريقة سليمة وفعالة، وأيضاً تساعد هذه الدراسة المستثمرين في فهم سلوك عوائد أسهم البنوك التجارية، وكما أنها ستفيد الباحثين والمختصين في المجال المصرفي بما ستقدمه من إضافات علمية.

أهداف الدراسة

- تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على متغيرات الاقتصاد الكلي وأثرها في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٥) من خلال دراسة وتحليل ما يلي:-
- ١- تحديد أثر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.
 - ٢- تحديد أثر معدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.
 - ٣- تحديد أثر معدل سعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.
 - ٤- تحديد أثر معدل نمو الضريبة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

فرضيات الدراسة

استناداً إلى مشكلة الدراسة تم صياغة الفرضيات التالية:

- الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.
- وينبثق عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية:
- الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.
- الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% لمعدل أسعار الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% لمعدل نمو الضريبة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

منهجية الدراسة

بما أن الدراسة ستقوم ببلورة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد أسهم البنوك التجارية فإن الأسلوب المناسب لتحقيق أهداف الدراسة كما يلي:

الأسلوب النظري: الذي سيتم من خلاله استقراء الكتابات والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، بغرض الاستفادة منها في صياغة الجوانب النظرية.

أسلوب التحليل القياسي: وهو وصف وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية من خلال تحليل البيانات المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة

مجتمع الدراسة وعينتها

تألف مجتمع الدراسة من كافة البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، أما عينة الدراسة فتكونت من تسعة بنوك تجارية وهي (البنك العربي، بنك الإسكان، بنك الأردن، البنك الأردني الكويتي، البنك الأهلي، بنك الاتحاد، البنك الاستثماري، بنك المؤسسة العربية المصرفية الأردن، بنك الاستثمار العربي الأردني) وذلك بسبب توفر عنها كامل المعلومات والشروط اللازمة لإجراء هذه الدراسة.

مصادر جمع البيانات

تم جمع البيانات من الكتب والمجلات والأبحاث والدوريات والمقالات الأجنبية المنشورة في مجلات علمية محكمة والدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة، بالإضافة إلى التقارير الصادرة عن المصادر الرسمية والحكومية لتغطيه الجانب النظري.

الأسلوب الإحصائي للدراسة وتحليل البيانات

من أجل الوصول إلى النتائج وتحليل البيانات التي تم جمعها سيتم استخدام أسلوب panel data اعتماداً على نموذج الأثر العشوائي Random effect باستخدام برمجية E-views.

نموذج الدراسة

لغرض قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية تم بناء النموذج التالي بالاعتماد على دراسة (Addo and Suyuzee (2013 :

$$RET = B_0 + B_1 GDP_{it} + B_2 INT_{it} + B_3 INF + B_4 TAX + UI$$

RET: عوائد أسهم

المتغيرات المستقلة

GDP: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

INF: معدل التضخم

INT: معدل أسعار الفائدة

TAX: معدل نمو الضرائب

U : حد الخطأ

متغيرات الدراسة

١- المتغيرات المستقلة وتشمل :

أ- معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي

- ب- معدل التضخم
- ت- معدل سعر الفائدة
- ث- معدل نمو الضرائب

٢- المتغير التابع

- معدل العائد السنوي للسهم

التعريفات الإجرائية

معدل التضخم: هو الارتفاع المستمر في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات في الاقتصاد خلال فترة زمنية محددة، ويقاس معدل التضخم بالمعادلة التالية (الوادي والعساف وصافي، ٢٠١٣):

المستوى العام للأسعار في السنة الحالية - المستوى العام للأسعار في السنة السابقة / المستوى العام للأسعار في السنة السابقة × ١٠٠%

معدل نمو الضريبة: هي استقطاع نقدي تفرضه السلطات العامة على الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين وفقاً لقدراتهم التكلفة بطريقة نهائية وبلا مقابل بقصد تغطية الأعباء العامة للدولة وتحقيق أهدافها (المطارنه، ٢٠١٤).

معدل سعر الفائدة: يمثل سعر الفائدة بالنسبة المئوية والتي تمثل العائد المتولد من استثمار مبلغ معين لمدته محددة، ويتم احتساب سعر الفائدة كنسبة مئوية لمدته عام وتصدر في السوق النقدي بسعرين الأول يكون للإيداع، والسعر الثاني يكون للإقراض (عبد الله والطراد، ٢٠٠٦). سعر الفائدة المستخدم في هذه الدراسة هو معدل أسعار الفائدة على الودائع لأجل.

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP): وهو القيمة الإجمالية للسلع والخدمات التي ينتجها أفراد المجتمع خلال سنة عاده، والذين يعيشون ضمن الرقعة الجغرافية لذلك البلد بغض النظر عن جنسيتهم، سواء كانوا من مواطني البلد أم من الأجانب (الوادي وآخرون، ٢٠١٣) وتم تقدير الناتج المحلي بشكل سنوي وذلك حسب الأسعار الجارية وتحويل الأرقام إلى نسب مئوية.

معدل العائد السنوي للسهم: يتكون معدل عائد السهم من الأرباح الرأسمالية والتي يحصل عليها المستثمر من خلال الفروقات السعرية مضافاً إليها نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ويمكن قياسها من خلال المعادلة التالية: سعر السهم في نهاية الفترة - سعر السهم في بداية الفترة + التوزيعات / سعر السهم في بداية الفترة (المغربي، ٢٠٠٧).

الفصل الثاني : الإطار النظري والدراسات

السابقة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

مقدمة

تعتبر الأسواق المالية في الوقت الحاضر من المتطلبات الأساسية والضرورية لتحقيق التطور والتقدم الاقتصادي والمالي، فالأسواق المالية تؤدي دوراً محورياً ووظيفة اقتصادية رئيسية من خلال نقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض من الأموال إلى الأطراف التي تعاني عجزاً من الأموال حيث تشكل التبادلات المالية المحرك الأساسي لمختلف الأنشطة الاقتصادية والمالية والصناعية، مما يؤدي إلى تنمية مدخرات الأفراد وتوجيهها، ودفع عجلة النمو الاقتصادي، والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، وتعد الأسواق المالية من المؤشرات الاقتصادية المهمة لأي دولة، حيث إن التقدم والتطور في هذه الأسواق يعكس التطورات الحاصلة على مستوى الدولة ككل (الحنيطي، ٢٠١١: ٢٣٥).

وأيضاً السوق المالي يوفر المصادر المالية اللازمة للتنمية الاقتصادية، وتبرز أهمية السوق المالي في خدمة الاقتصاد الوطني، بصورة أساسية في البلدان التي يتقلص فيها تدريجياً دور القطاع العام، كون القطاع الخاص يلعب دوراً أكبر في النشاط الاقتصادي، من خلال تكوين الشركات الجديدة، التي تحتاج إلى رأس المال، أو زيادة رأس المال لبعض الشركات القائمة. ويشكل السوق المالي أداة مهمة في تمكين الوحدات الاقتصادية من الاتصال ببعضها البعض، والإلمام بكافة المعلومات والبيانات المتعلقة بتداول الأموال، والتعامل في السوق، من خلال بيع وشراء الأدوات المالية، ومن أهمها الأسهم والسندات (الرفاعي، ١٩٩٩: ٨).

المبحث الأول: الأسواق المالية وبورصة عمان

مفهوم الأسواق المالية

تعرف الأسواق المالية على أنها المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر وغير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وبعبارة أخرى فإن السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائزة أو الزائدة من الاتصال الدائم - المباشر أو غير المباشر مع الأطراف التي لديها عجز في الأموال، حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة (شندي، ٢٠١٣: ١٥٧).

العوامل التي تدعم نجاح الأسواق المالية

هناك عدة عوامل تؤدي إلى نجاح السوق المالي ومنها أساسية وثانوية (مسعداوي، ٢٠١٤: ١٢١-١٢٢):

* عوامل أساسية

وجود مؤسسات مصرفية متعددة ومتنوعة تعمل على خلق الفرص وتقليل المخاطر، قدره السوق المالي على الاستجابة لأي تطورات مالية واستيعاب الأدوات المالية الحديثة المبتكرة بحيث تكون متنوعة مما يجعل الخيارات متعددة أمام المدخرين، أن يتوافر في السوق المالي مناخ مناسب للاستثمار يقوم على الثقة والتنظيم، وجود تشريعات تعمل على تنظيم الأسواق المالية بمنع الغش والتلاعب، أو الاحتكار، تمكين المستثمر من الحصول على عائدات مجزية من استثماراته.

* عوامل ثانوية

الموقع الجغرافي الملائم للسوق المالي من خلال قربه من الأسواق الدولية، وجود استقرار سياسي وإجماعي للدولة، وأن يتوافر الأنظمة الفعالة لتوفير المعلومات عن حركة الأسعار والمساعدة عن الإفصاح المالي والمعلوماتي عن واقع المصارف، وان يتوافر عدد من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار.

أنواع أسواق الأوراق المالية

تمثل أسواق الأوراق المالية حجر الأساس بالنسبة للقطاع المالي والمصرفي، حيث تقسم الأسواق المالية إلى عدة أنواع وذلك وفقاً للمعايير التي تتحكم فيها، وتعدد العناصر المكونة لها على النحو التالي:

١. أجل الأوراق المالية وهذه تقسم إلى (الاحمد، ٢٠٠٧: ٤٦):

- أ. أسواق النقد: يعد هذا النوع من الأسواق المالية التي يتم بها التداول بأدوات الدين قصير الأجل، مثل شهادات الإيداع، أذونات الخزينة، الحوالات المصرفية وغيرها.
- ب. أسواق رأس المال : تمثل الإطار المؤسسي الذي يلتقي عبر قنواته قطاعات الفئات الرأسمالي بقطاعات العجز الرأسمالي، إذ يجري التعامل فيه برؤوس أموال أجلها أطول من عام مثل الأسهم والسندات، بذلك تتصف بطول أجلها.

٢- طبيعة عمل الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول (Masoud 2013: 791):

- أ- سوق أولي: يعرف بسوق الإصدار أو الاكتتاب، ويتعامل بالأوراق المالية للمنشآت التي تطرح أسهمها للاكتتاب لأول مرة، أو للمنشآت القائمة بالفعل وتريد زيادة رأسمالها.
- ب- سوق ثانوي: يعرف بسوق التداول فهو يختص بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، ويطلق على هذا السوق اسم البورصة، ويكون بيع الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق بهدف الحصول على السيولة والربح.

٣- مكان التداول وتنظيم السوق (شندي، ٢٠١٣: ١٥٩):

- أ- سوق منظم: يتصف بوجود مكان معين يلتقي المتعاملين بالبيع والشراء، ويدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، والأوراق المالية المتداولة فيه مقيدة بالبورصة.
- ب- غير منظم: تجري فيه المعاملات خارج البورصات، ويتم تداول الأوراق المالية سواء المسجلة بالبورصة أو الغير مسجلة فيها.

بورصة عمان نشأتها وعضويتها وأهدافها

كان التداول بالأسهم في الأردن منذ أوائل ثلاثينيات القرن العشرين، حيث يتم التداول من خلال شركات الوساطة، ولكن مع ازدياد عدد الشركات المساهمة، حيث وصل عددها إلى ٦٦

شركة، دعت الضرورة إلى إنشاء سوق منظم للتداول، بذلك صدر قانون رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦-٤ الذي بموجبه تأسس سوق عمان المالي، ظل سوق عمان المالي يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، إلى أن صدر قانون الأوراق المالية في الأردن عام ١٩٩٧، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي، وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة (الخطيب، ٢٠٠٦: ٣).

وتأسست بورصة عمان في ١١ آذار سنة ١٩٩٩ وذلك بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً، فهي لا تهدف للربح، وأيضاً تدار من قبل قطاع خاص تقوم بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية تتكون عضويه البورصة من وسطاء ماليين ووسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة. ويتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أعضاء، عضوين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها، عضوين يمثلان الوسطاء من غير البنوك، ثلاثة أعضاء من القطاع الخاص من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية (الخطيب، ٢٠٠٦: ٣-٤).

أهداف بورصة عمان

تهدف بورصة عمان إلى وضع وتطبيق الإجراءات التي تعمل على توفير العدالة والشفافية والسيولة، وذلك لتوفير المناخ الملائم وبيئة صحية لتداول الأوراق المالية بشكل سليم وعادل. لترسيخ ذلك وفرت انظمه إلكترونية، ووسائل ربط، وقاعات تجهزه بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، كما تقوم بمراقبه عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، وتعمل على فرض عقوبات تأديبية على أعضائها المخالفين لأحكام القانون لضمان السلوك المهني، كما تحرص على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية من خلال إبرام الاتفاقيات معها إذ تشترك في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية لتطوير البورصة (زيادات والخرابشة، ٢٠١٣: ٤١٤).

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لمتغيرات الاقتصاد الكلي

مقدمة

تتمثل المهمة الرئيسية من دراسة الاقتصاد الكلي في معالجة مشكلة التقلبات في مستوى النشاط الاقتصادي (الدورات الاقتصادية) فهي تؤثر بشكل مباشر على مستوى الأداء الكلي للنظام الاقتصادي، بما فيها الأسواق المالية، التي تعمل ضمن هذا الاقتصاد، فكلما كان النشاط الاقتصادي في ازدهار كانت الظروف الاستثمارية والمناخ الاستثماري أكثر ملاءمة.

وبما أن نشاط البنوك تتداول أوراقها المالية في السوق المالي، فالظروف الاقتصادية تؤثر بشكل مباشر على تلك الأوراق، لذلك عند تحديد المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على السوق المالي نستطيع تقليل المشاكل الاقتصادية والوصول إلى حلول مثلى.

مفهوم التضخم

يُعد مفهوم التضخم جدلاً واسع بين الاقتصاديين الذي لم يوصف بتعريف محدد، فالتعريف الذي يسود خلال فترة زمنية لا يتفق مع تعريف نفس الظاهرة خلال فترة زمنية أخرى، فهناك من يعرف التضخم بناءً على أسبابه، ومنهم من يعرفه بناءً على آثاره، وبالمحصلة هو وصف لظاهرة معينة غير صحيحة.

يعرف التضخم: الارتفاع المستمر في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات في الاقتصاد خلال فترة زمنية محددة (Uwubanmwun, 2015: 155).

ويمكن تعريف التضخم بالاعتماد، على أسبابه وليس على آثاره، من خلال زيادة الطلب الإجمالي عن العرض الإجمالي، أو زيادة الطلب الإجمالي بنسبة تفوق زيادة العرض الإجمالي، وهو يتصف بحركة صعودية للأسعار مستمرة تنتج عن فائض الطلب الزائد على قدرة العرض (الحنيطي، ٢٠١١: ٢٣٩).

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريفه: بزيادة المستوى العام للأسعار بشكل مستمر وذلك إما لزيادة الطلب الكلي، أو نقص العرض الكلي، بالتالي انخفاض القوة الشرائية للنقود.

مشكلة التضخم عرفتها الأنظمة الاقتصادية كافة، ولم تفرق بين دولة متقدمة وأخرى نامية، وهي تتطوي على آثار خطيرة على التنمية مثل الحد من الادخار وعدم تحفيز الاستثمار، من ثم تخفيض معدلات النمو الاقتصادي، إضافة إلى ذلك التوزيع غير العادل للثروات، وتزداد خطورته كلما كانت البيئة مناسبة لتنامي الضغوط التضخمية في الاقتصاد.

لذلك تسعى السياسات الاقتصادية دائماً إلى كبح جماح التضخم، والمحافظة على استقرار الأسعار، ولكن يعتبر التضخم ظاهرة اقتصادية ديناميكية يصعب التنبؤ بها، وقياس العوامل المؤثرة فيها، لذلك يعتبر من المشكلات الأساسية التي يعاني منها الأسواق المالية.

نظريات التضخم

تعرضت العديد من المدارس الاقتصادية إلى تفسير أسباب التضخم معتمدة في ذلك على نظريتي العرض والطلب إلى جانب ذلك اعتبر الاقتصاديين أن من أسباب التضخم في الدول النامية الاختلالات الهيكلية التي ترتبط باقتصاديات هذه الدول، لذلك انقسمت النظريات المفسرة لأسباب التضخم إلى ثلاث نظريات، وهي نظريات الطلب، نظريات العرض، النظريات الهيكلية.

١- **نظريات الطلب:** تؤيد هذه النظرية في أن أهم سبب للتضخم هو ازدياد الطلب الكلي على السلع والخدمات وأبرز تلك النظريات:

أ- النظرية الكلاسيكية: وفقاً للنظرية الكلاسيكية انه توجد علاقة مباشرة بين الزيادة في كميته النقود والارتفاع في المستوى العام للأسعار، ويحدث هذا في ظل الافتراضات التي تبني عليها هذه النظرية، وهي سيادة ظروف التوظيف الكامل، وثبات سرعة دوران النقود، وان الطلب على النقود يكون بغرض المعاملات فقط أي لا يوجد طلب ذاتي على النقود، وبالتالي، فان زيادة كميته النقود بنسبة معينة يترتب عليها ارتفاع المستوى العام للأسعار بنفس النسبة، وبالتالي تكون العلاقة بين كميته النقود والأسعار علاقة تناسبيه، فانه وفقاً لهذه النظرية ان التضخم يمثل ظاهره نقدية بحتة سببها زيادة كميته النقود وما يترتب عليها من زيادة في الطلب الكلي، ومن ثم ارتفاع مستوى الأسعار (السريتي والنجا، ٢٠٠٨: ٢٩٣)

ب- النظرية الكنزوية: فسر التضخم بوجود طلب كلي يفوق مقدرة الطاقات الإنتاجية، إذ ترتفع الأسعار وينشأ التضخم. وبعبارة أخرى إن أية زيادة تحصل في أحد أو بعض أو كل مكونات الطلب الكلي كزيادة الاستثمار العام أو الخاص، أو زيادة صافي التجارة الخارجية

على سبيل المثال، فإنها ستؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، وحدث التضخم (الغالبى والحبوري، ٢٠٠٨: ١٠).

فالنظرية الكنزوية والكلاسيكية تتفقان في سبب التضخم هو حدوث زيادة في الطلب الكلي، غير انهم يختلفون في سبب تلك الزيادة، فالنظرية الكلاسيكية فسرت سبب زيادة الطلب الكلي زيادة عرض النقد، بينما النظرية الكنزوية ترجع ذلك إلى زيادة أحد مكونات الطلب الكلي.

٢- نظريات العرض (نظرية دفع النفقة): وفقاً لهذه النظرية إن التضخم يرجع إلى الزيادة في تكاليف الإنتاج، مما يترتب عليه انخفاض الأرباح، وبالتالي نقص العرض الكلي، ومن أهم العوامل التي يترتب عليها زيادة تكاليف الإنتاج، ارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج، أو سيطرة الاحتكارات، أو ارتفاع الأجور بسبب ضغط نقابات العمال (السيد وارشيد، ٢٠١٢: ١٧).

٣- النظرية الهيكلية: وفقاً لهذه النظرية ترجع التضخم إلى ظاهره اقتصادية واجتماعية ترجع إلى الاختلالات الهيكلية الموجودة بصفة خاصة في الاقتصاديات المختلفة، (المومني والهزايمة، ٢٠١١، ص ٣٨٢). وكان من رواد هذه النظرية شولتز الذي لفت النظر إلى أهمية التحليل الهيكلي للتضخم الذي يبين وجود خلل هيكلي ناشئ عن عجز بنين العرض عن التغيير ليتلاءم مع تغيير بنين الطلب، ولا يقتصر ارتفاع الأسعار على تلك المنتجات التي زاد الطلب عليها، وإنما يمتد إلى منتجات الصناعات التي انخفض الطلب عليها أيضاً، ويرى الاقتصاديين الهيكليون ان العوامل الهيكلية هي وراء زيادة الطلب ووراء الإدارة النقدية والمالية السيئة في تلك الدول، فيفسرون القوى التضخمية بمجموعة من الاختلالات، تشمل: الطبيعة الهيكلية للتخصص في إنتاج المواد الأولية، وجمود الجهاز المالي للحكومات، وضآلة مرونة عرض المنتجات الغذائية، فضلاً عن طبيعة عملية التنمية وما تولده من اختلالات في مراحلها الأولى. ويخلص الاقتصاديون الهيكليون إلى ضرورة معالجة هذه الاختلالات الهيكلية للقضاء على ظاهرة التضخم التي تعاني منها الاقتصاديات المتخلفة بصفة خاصة؛ بغية مواصلة جهود التنمية والمحافظة على مواردها (الزرقان، ٢٠١٠).

مفهوم سعر الفائدة

تعرف سعر الفائدة بالنسبة المئوية والتي تمثل العائد المتولد من استثمار مبلغ معين لمدته محددة، وتسمى الفائدة على المبلغ المستثمر بالنسبة للمستثمر فائدة مقبوضة بينما تسمى الفائدة

على المبلغ المقرض فائدة مدفوعة، ويتم احتساب الفائدة كنسبة مئوية لمدة عام وتصدر في السوق النقدي بسعرين الأول يكون للإيداع، والسعر الثاني يكون للإقراض (عبد الله والطراد، ٢٠٠٦).

وتعرف سعر الفائدة من وجهة نظر المقرض بتكلفة رأس المال أي السعر المدفوع لاستخدام المال لفترة من الزمن إما من وجهة نظر المقرض هي الرسوم المفروضة على إقراض المال (Alam & Uddin, 2009: 43).

وتعرف سعر الفائدة : بالنسبة المئوية والتي تمثل العائد على استعمال الأموال واستثمارها لفترة معينة، ويعتبر سعر الفائدة التعويض المادي عن حجم المخاطر التي يتعرض لها صاحب رأس المال ويختلف مفهوم الفائدة عند كل من الدائن صاحب رأس المال والمدين المقرض، حيث يطلق عليها المقرض فائدة الإقراض ويطلق عليها الدائن فائدة الاستثمار (شلاش، ٢٠٠٧، ١٤٠).

فسعر الفائدة هو الذي يربط المقرضين والمقترضين بعلاقات تمويلية، فالمقرض يدفع سعر الفائدة مقابل استخدامه للأموال، ويأخذه المقرض مقابل تخليه عن أمواله للحصول على العائد.

تمثل سعر الفائدة أحد المتغيرات المهمة في الاقتصاد القومي، إذ تؤثر على قرارات الوحدات الاقتصادية سواء جهات الفائض أو العجز، كون جدوى المشاريع الاستثمارية تتغير بتغير معدل الفائدة، فضلاً عن ذلك تؤثر الفائدة بشكل مباشر وغير مباشر على النشاطات الاقتصادية الأخرى مثل الادخار الخاص والاستقرار النقدي، بل التنمية الاقتصادية بشكل عام، فعند ارتفاع الفائدة نلاحظ تراجع النمو الاقتصادي.

نظريات سعر الفائدة

وهناك العديد من النظريات المفسرة لسعر الفائدة أهمها:

أولاً: النظرية الكلاسيكية

وهي تعرف بنظرية الادخار والاستثمار لسعر الفائدة ومن أهم روادها ريكاردو، وتفيد هذه النظرية بأن سعر الفائدة ثمن الامتناع عن الاستهلاك الحالي وثنماً لعرض رأس المال النقدي ويمثل عرض رأس المال الادخار بينما يمثل الطلب على رأس المال الاستثمار ووفقاً لهذه النظرية

يتحدد سعر الفائدة بناء على تقاطع منحني الادخار مع منحني الاستثمار وعليه فإن سعر الفائدة يتكفل تلقائياً بتحقيق التوازن بين العرض والطلب (الطيب وآخرون، ٢٠١١: ٣٣٢).

ثانياً: نظرية الأرصدة القابلة للإقراض

تعرف هذه النظرية بنظرية سعر الفائدة الكلاسيكية الحديثة والذي وضعها الاقتصادي السويدي ويكسيل. تعتبر هذه النظرية في محاولة لتحسين النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة فهي تجمع النواحي النقدية وغير النقدية من أجل تحديد سعر الفائدة. ووفق هذه النظرية فإنها تفسر سلوك سعر الفائدة بالمساواة بين الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض مع عرض الأرصدة المعدة للإقراض (فضيل وساحل، ٢٠٠٩، ص ٤ - ١٣).

وهذه النظرية تنقسم إلى ثلاثة أقسام (يوسف، ٢٠٠٨: ٣١):

- الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض، إذ أن الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض يرتبط بعدة قطاعات وهي القطاع المنزلي وطلب قطاع الأعمال والطلب الحكومي، يتناسب الطلب على الإقراض مع معدل الفائدة تناسباً عكسياً حيث يتضح ذلك في قطاع الأعمال.
- عرض الأرصدة القابلة للإقراض، بحيث يأتي الحجم الأكبر من عرض الأرصدة القابلة للإقراض من القطاع المنزلي، بيد أن الحكومات في فترات الوفرة وقطاع الأعمال يشكلون أيضاً جزءاً من ذلك العرض ومن الجدير بالذكر، أن عرض الأرصدة القابلة للإقراض أقل مرونة بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة بالمقارنة مع الطلب، ويعود تفسير ذلك إلى أن الادخار أكثر تأثراً بمستوى الدخل المتاح منه بمستوى معدل الفائدة، وتعد عوامل تغير ثروة المجتمع ومستويات الدخل وتغير درجة المخاطرة على المستوى الكلي وتتنوع أدوات الإقراض والإقتراض من ناحية الأجل وفترات الاستحقاق من أهم العوامل التي تؤثر على القطاع المنزلي كأكبر مصدر عوض للأرصدة القابلة للإقراض
- معدل الفائدة التوازني، وهو المعدل النقدي الحالي وليس الحقيقي أو المتوقع، فمعدل الفائدة الإسمي هو النسبة المئوية من القيمة الإسمية للأصل الذي يحصل عليها مالكيه في نهاية كل فترة، تبعاً لهذا المفهوم فإن العوامل المؤثرة في كل من الطلب والعرض من الأرصدة القابلة للإقراض تحدد معاً معدل الفائدة النقدي التوازني.

ثالثاً: النظرية الكنزوية

إن النظرية الكنزوية هي جزء متكامل من نظريته العامة للطلب الكلي الفعال، فهي تشرح طبيعة الطلب على الأصول السائلة وعلاقتها بسعر الفائدة وأسعار الأصول غير السائلة وتوقعات معدلات الأرباح والاستثمار والتوظيف. وينظر كينز في نظريته إلى الفائدة على أنها ظاهرة نقدية بحتة، وعليه فإن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع منحنى طلب النقود مع منحنى عرض النقود، والفائدة عند كينز هي ليست ثمناً للامتناع عن الاستهلاك، وإنما هي ثمن التخلي عن السيولة وكلما زاد الطلب على النقود زاد سعر الفائدة، ويحدث العكس عندما يقل الطلب (الطيب وآخرون، ٢٠١١: ٣٣٢).

مفهوم الضريبة

الضريبة: تعددت التعريفات من قبل الباحثين والمفكرين الاقتصاديين للضريبة واعتمدت بعض التعريفات على التركيز على أحد الجوانب الاقتصادية أو الاجتماعية أو السياسية أو على أكثر من جانب ومن خلال مراجعته الأدبيات والدراسات المتعلقة بتعريف الضريبة فإن تركيز معظم الباحثين تركز في اتجاهين هما (المطارنه، ٢٠١٤: ٣٥):

* الاتجاه الأول (التقليدي): هو التعريف التقليدي لضريبة على أنها فريضة نقدية يلتزم بها الفرد بأدائها إلى الدولة، وفقاً لقواعد تشريعية، وبصفة نهائية لغرض تغطية النفقات العامة.

* الاتجاه الثاني (الحديث): فقد عرفها بأنها استقطاع نقدي تفرضه السلطات العامة على الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين، وفقاً لقدراتهم التكاليفية بطريقة نهائية، وبلا مقابل بقصد تغطية الأعباء العامة للدولة وتحقيق أهدافها.

من خلال التعاريف السابقة الضريبة تتضمن أركاناً رئيسية وهي: التزام نقدي أي إن الضريبة يجب أن تدفع بشكل نقدي ولا تقبل بصورة عينيه، فريضة إجبارية أي ليس للفرد خيار في دفع الضريبة بل هو مجبر، فريضة تحدها الدولة، فريضة دون مقابل حيث المكلف لا يحصل على مقابل عند دفعه الضريبة.

تحتل الضرائب مركزاً بارزاً في الاقتصاديات الحديثة إذ تكتسب أهمية متزايدة في اقتصاديات جميع الدول، ولا سيما في ظل تعاظم دورها التمويلي إضافة، إلى كونها أداة من أدوات السياسة المالية تستخدمها الدولة في سبل التدخل في الحياة الاقتصادية والاجتماعية في توجيه النشاط الاقتصادي، بما يتلاءم مع تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية.

أهداف الضريبة

إن الدولة تقوم بفرض الضرائب و وذلك للحصول على التمويل اللازم لاستخدامها في الإنفاق العام، حيث تشكل الضريبة أحد الروافد الأساسية للموازنة العامة، ولكن قبل إن تقوم الدولة بفرض الضرائب تقوم بتحديد أهداف معينه، وتكون الضريبة أداة أساسية لتحقيق تلك الأهداف التي تتمثل في:

الحد من تفاوت الدخل بين أفراد المجتمع، وذلك تحقيقاً للمساواة حيث تفرض ضريبة مرتفعة على الدخل العالية وضريبة منخفضة على ذوي الدخل المتدنية، وتحقق الضريبة موارد مالية للدولة بما يمكنها من تقديم الخدمات وتحقيق الأهداف العامة في الرفاهية والاستقرار والتطور، وأيضاً تحقق أهداف اقتصادية مثل حماية الصناعات المحلية أو الحد من استهلاك سلع معينه، وتشجيع الاستثمارات القطاع الخاص على الاستثمار في المشاريع المختلفة (الصناعية، الزراعية، الصحية) وذلك بمنح الإعفاءات الضريبية التي تشجعه على الاستثمار، وتعتبر الضريبة أيضاً من أدوات السياسة المالية التي تحقق أهداف اقتصادية متنوعة وذلك بمحاربة الضغوط التضخمية، والركود الاقتصادي (ابو حشيش، ٢٠١٠: ١٧؛ صباح، ١٩٩٦: ١٠).

النظام الضريبي في الأردن

يرتبط النظام الضريبي بشكل مباشر بالنظام الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، ويتكيف معه باستمرار، لأنه يتأثر بدرجة كبيرة بالمتغيرات الاقتصادية والسياسية، فالدور الذي يؤديه النظام الضريبي في النشاط الاقتصادي، لا بد وان يكون متوافقاً ومنسجماً مع مرحله النمو والتطور، ومتفقاً مع الخصائص والمعطيات الأساسية للنظام الاقتصادي (القويدر، ٢٠٠٤).

وعلى هذا الأساس يعمل النظام الضريبي بشكل منسجم مع مراحل النمو الاقتصادي، لأن لكل مرحلة تنمية أهدافاً خاصة بها تتلاءم مع التوجهات والسياسات الاقتصادية التي ترمي الدولة إلى تحقيقها ضمن خططها التنموية.

الهيكل الضريبي في الأردن

هنالك عدد من العناصر التي تدخل في تحديد الهيكل الضريبي في أي بلد من البلدان إلا إن هنالك عنصرين رئيسيين يعتمدان في تصنيف الهياكل الضريبية السائدة في العالم وهما (البطريق، ٢٠٠٢):

- العنصر الكمي: ويتمثل بالحجم النسبي للاقتطاع الضريبي أو ما يسمى بالعبء الضريبي.
- العنصر النوعي: ويتمثل في شكل الضريبة الأكثر اعتماداً، ويتميز الهيكل الضريبي في الأردن كغيره من الهياكل الضريبية في الدول النامية بمجموعة من الخصائص الرئيسية والتي تمثل انعكاساً للأهداف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ضمن غطاء مالي واقتصادي وهيكل ضريبي يعبر عنه بمجموع الضرائب، ومن أبرز خصائص الهيكل الضريبي في الأردن (ارشيد، ٢٠٠٤):
- مرونة الهيكل الضريبي، ويقصد بذلك القدرة على تغيير نسب الضريبة المفروضة، أو فرض ضرائب جديدة تتناسب مع معدلات النمو الاقتصادي، وتفسر مرونة الهيكل الضريبي في الأردن في انه يعتمد على مجموعه متعددة من الضرائب المباشرة وغير المباشرة، وليس على نظام الضريبة الواحدة، ويساعد هذا التنوع في المحافظة على الاستقرار الاقتصادي، وتوفير حصة من الإيرادات الضريبية يمكن الاعتماد عليها في تغطيه أعباء الإنفاق العام في مختلف الظروف الاقتصادية.
- ارتفاع الأهمية النسبية للضرائب غير المباشرة: يعتمد الهيكل الضريبي في الأردن بصفة رئيسية على الضرائب غير المباشرة، بحيث تشكل المورد الرئيسي للإيرادات العامة وكلما ارتفعت الأهمية النسبية للضرائب غير المباشرة، دل ذلك على تأثر استثمار الدولة.

مفهوم الناتج المحلي الإجمالي

يعرف الناتج المحلي الإجمالي: بأنه القيمة الإجمالية للسلع والخدمات التي تنتجها القطاعات الاقتصادية المختلفة خلال مده زمنية معينه، أي خلال سنة عادة، (Al-Abedallat & Al Shabib, 2012: 132).

ويعرف الناتج المحلي الإجمالي بأنه كميهِ السلع والخدمات النهائية التي ينتجها أفراد المجتمع خلال سنة، والذين يعيشون ضمن الرقعة الجغرافية لذلك البلد بغض النظر عن جنسيتهم، سواء كانوا من مواطني البلد أم من الأجانب (الوادي وآخرون، ٢٠١٣).

من خلال التعريف السابقة يعرف الناتج المحلي الإجمالي: بإجمالي السلع والخدمات التي تنتج داخل حدود الدولة خلال مده زمنية محددة.

والناتج المحلي الإجمالي هو مفهوم جغرافي أو إقليمي يرتبط بالأنشطة الإنتاجية داخل الحدود لذلك البلد بغض النظر عن من يملك الخدمات الإنتاجية سواء كانوا من مواطني الدولة أو من خارجها، ولا يدخل في حساب الناتج المحلي الإجمالي أية سلع أو خدمات يتم إنتاجها خارج البلد، لذلك فإن الناتج المتولد من الناتج المحلي الإجمالي هو دخل محلي، ويتم حساب الناتج المحلي الإجمالي من خلال المعادلة التالية (حسين وسعيد، ٢٠٠٤):

الناتج المحلي الإجمالي = الناتج القومي الإجمالي - صافي مدفوعات الدخل من الخارج

يعتبر الناتج المحلي من المؤشرات الاقتصادية المهمة لأي دولة فهو يقيس قوة النشاط الاقتصادي لها، ويعكس إجمالي نشاط الدولة وأداءها الاقتصادي خلال سنة معينة، ويؤثر على كافة المتغيرات الاقتصادية سواء الصادرات، الواردات، مستوى التشغيل، الادخار، الإنفاق وغيرها، لذلك اصبح هذا المفهوم بالغ الأهمية لدى المستثمرين الماليين، لأن الناتج المحلي الإجمالي يحدد بشكل شامل أين كان الاقتصاد الوطني وأين هو الآن وأين سوف يتجه.

أهمية الناتج المحلي الإجمالي

تكمُن أهمية الناتج المحلي الإجمالي في أنه يلخص النشاطات الاقتصادية التي قام بها المجتمع خلال فترة معينة غالباً تكون سنة، ويعتبر مؤشر اقتصادي هام يمكن استخدامه للتحليلات الاقتصادية ووضع الخطط والسياسات التنموية، وأيضاً من خلال الناتج المحلي الإجمالي يمكن معرفة توجهات الاستهلاك للقطاعات الرئيسية والمستهدفة، ويلخص ما تحصلت عليه عناصر الإنتاج من عوائد نتيجة مساهمتها في الإنتاج المحلي، وتستخدم السلاسل الزمنية للناتج المحلي الإجمالي لإجراء التنبؤات الاقتصادية الهامة لمتخذي القرارات (السلمان والبكر، ٢٠١٦: ٧).

المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار بالأسهم

تعتبر المخاطرة عنصراً ملازماً للعمل المالي والمصرفي، وهي تشمل على أنواع متنوعة من المخاطر تتناسب مع طبيعة العمل المصرفي وتشكل انعكاساً للبيئة التي يعمل بها بكافه أبعادها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وبسبب التطور التقني في الصناعة المصرفية من ناحية والتطور في استخدام الوسائل الإلكترونية أدى إلى زيادة وتنوع الخدمات المصرفية المقدمة من قبل البنوك وزيادة تعقيد العمليات المصرفية في سوق سمته المنافسة الشديدة إلى زيادة المخاطر، فالمخاطر بكافه أشكالها ستؤثر بكل تأكيد على أداء المصرف وربحيته ونتائج أعماله وربما استمراريته ووجوده، بالتالي يتوجب على المصارف أن تكون لها الخبرة والدراية الكافية للتعامل مع هذه المخاطر، ابتداءً من فهم طبيعتها والعوامل التي يمكن ان تؤدي إلى نشوئها والمصادر المحتملة لها، ووصولاً إلى الإجراءات الواجب اتخاذها للتعامل مع هذه المخاطر.

مفهوم المخاطر

المخاطر كمفهوم لا يحتاج إلى تعريف يوضحها كونها مصطلح يتداوله الجميع في سياق مجرياتهم اليومية، وخاصة في ظل تعاقب الأزمات المختلفة على كافة الأصعدة وعلى نطاق جغرافي واسع، وما يهمننا هو معرفة مدى ارتباط هذا المفهوم بإطار بيئة نشاط المصارف، سواء كان ذلك حسب العوامل والتحديات الداخلية والخارجية التي تواجهها وتؤثر بالتالي على مختلف أنشطتها.

تعرف المخاطر: بأنها عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها او في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عمليه عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، كما ان لكل استثمار درجة معينه من المخاطر وان ما يسعى اليه المستثمر هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطرة (خربوش، ٢٠٠٧).

كما يمكن تعريفها: بأنها التذبذب في العائد المتوقع على استثمار معين، فهذا يشير إلى وجهه نظر المدققين الداخليين والمدراء للتعبير عن قلقهم إزاء الآثار السلبية الناجمة عن أحداث مستقبلية محتملة الوقوع لها القدرة على التأثير على تحقيق أهداف البنك وتنفيذ استراتيجياته بنجاح (النجار، ٢٠٠٣: ٨)

وعملياً أن جميع عمليات البنوك تقريباً يرافقها مستوى معين من حاله عدم التأكد، وكل المخاطر تؤدي إلى تذبذب العائد وبالتالي تؤثر على أداء البنك (Schroeck, 2002:24).

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف المخاطر: بأنها احتمالية تعرض البنك إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها، وتذبذب العائد المتوقع على أي شكل من أشكال استثماراتها او خدماتها المالية، بالتالي هو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

ويعرف مخاطر الأسهم: هي احتمالية انحراف العوائد الحقيقية للأسهم عن العوائد المتوقعة، وكلما زادت هذه الاحتمالية زادت المخاطر (Moyer & McGuigan, 1990: 467-477).

أنواع المخاطر

يوجد نوعان من المخاطر الكلية التي تواجهها نشاط البنوك وهما على النحو التالي:

(Malgharni & Karimnia, 2014:148):

١ - مخاطر منتظمة (مخاطر لا يمكن تجنبها او تخفيضها بالتنوع)

٢- مخاطر غير منتظمة (مخاطر يمكن تجنبها او تخفيضها بالتنوع)

مخاطر منتظمة : Systematic Risk

هي تلك المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام، وتؤدي إلى عدم التأكد من الاستثمار، بالتالي فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع أحداث كبيرة، تتأثر معه السوق بأكمله، كحروب او بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدماً احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطر (الطفي، ٢٠٠٦: ١٧).

بالتالي يشمل تأثير المخاطر المنتظمة العوائد والأرباح لجميع الأسهم المتداولة في البورصة. ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي (رمضان، ٢٠٠٧):

١- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.

٢- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

٣- ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية السياسية والاجتماعية مثل، كساد، تضخم، ارتفاع الفائدة، الأزمات الاقتصادية، الاستقرار الاقتصادي.

المخاطر غير المنتظمة : Nonsystematic Risk

هي تلك المخاطر التي تؤثر على مقدار العوائد المتوقعة من شركة معينة او صناعه معينة أو قطاع معين، ولا تؤثر على نظام السوق الكلي (خريوش، ٢٠٠٧) وتعرف كذلك بالمخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة او قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل (رمضان، ٢٠٠٧) بالتالي المخاطر النظامية لا يشمل تأثيرها على كافة الأسهم المتداولة في البورصة. ويمكن أن يحمي المستثمر نفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع محفظته الاستثمارية بأنواع متعددة من الأسهم، لا يمكن أن تأثر جميعها في وقت واحد بمثل هذه المخاطر. ومن أمثلة المخاطر الغير منتظمة الأخطاء الإدارية، اختراعات جديدة، الحملات الإعلانية من المنافسين، ظهور قوانين جديدة.

أما المخاطر الكلية Risk Total فهي تشمل المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة (رزق، ٢٠٠٦ : ٣٦).

مصادر المخاطر

مخاطر السوق

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معاً استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعوداً أو هبوطاً نجد أن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، ومن مخاطر السوق مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، مخاطر تقلبات أسعار الصرف، مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، مخاطر تقلبات أسعار السلع (Milanova, 2010).

مخاطر العمل

تعرف بأنها التذبذب في التدفق النقدي التشغيلي، او بالأرباح التشغيلية قبل طرح الفوائد والضرائب، وقد تتبع هذه المخاطر نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة، بالتالي أي تغير في قدره الشركة على تحقيق الأرباح يؤدي بصوره مباشرة إلى هبوط عوائد أسهمها في السوق (بوراس، ١٩٩٩: ١٨٨)

مخاطر الفائدة

هي المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة في معدل العائد المتوقع عن معدل العائد الفعلي، بسبب التغيرات التي تحصل في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار (براق، ٢٠٠٦: ٣٥).

فالتغير في مستوى أسعار الفائدة في السوق، مخاطر تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار

وبسبب وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، فعندما يرتفع معدل الفائدة تميل أسعار الأسهم للانخفاض، لان المستثمرين سوف يجدون انه من الأفضل لهم إيداع أموالهم بالبنوك، بدل من تحمل مخاطر الاستثمار (بوراس، ١٩٩٩، ١٨٨).

مخاطر الإدارة

تسبب الأخطاء الإدارية في المنشأة إلى اختلاف معدل العائد الفعلي عن المتوقع على الرغم من قوة مركزها المالي، وبالتبعية تتأثر أرباحها وعوائد أسهمها (حماد، ٢٠٠٠: ٢٧٦).

مخاطر بسيولة وتمثل في عدم القدرة على تسهيل الورقة المالية وبسعر مناسب، فالمقصود بالسيولة سهولة التسويق أي: إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة، على فرض عدم ورود معلومات جديدة (هندي، ١٩٩٧: ٣٣٥).

فالمستثمر الذي يمتلك ورقه مالية تتمتع بصفة السيولة بإمكانه ان يبيع الورقة بسرعة ويتغير طفيف في السعر عن سعر آخر صفقه مبرمه، أما اذا كانت الورقة بحوزته المستثمر لا تتمتع بالسيولة فقد يتمكن من بيعها بسرعة، الا ان السعر سوف يكون مختلفا تماما من سعر اخر صفقه، أو بشكل بديل، قد يتمكن السمسار من ان يبيع الورقة بسعر معين، ولكن قد يحتاج إلى عدة أيام للقيام بذلك.

المخاطر المالية

تكون هذه المخاطر في العادة مصاحبه لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث ان المؤسسة المالية تكون في وضع مالي، لا تستطيع مقابله التزاماتها من أصولها (بلعوز، ٢٠٠٩ : ٣٣٢).
ويوفر استخدام درجة الرفع المالي امكانيه القياس الدقيق للمخاطر المالية وذلك حسب المعادلة التالية: درجة الرفع المالي = التغير في حصه السهم العادي من الأرباح / التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضريبة (النعيمي، ٢٠٠٨ : ٣٥٢).

ويمكن تحديد DFL مباشرة بالمعادلة التالية :

درجة الرفع المالي = صافي الربح قبل الفوائد والضريبة / صافي الربح قبل الضريبة

يقيس الرفع المالي درجة استجابة أو حساسية عائد السهم للتغير الحاصل في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب، فان ارتفاع درجة الرفع المالي يعد سلاحا ذو حدين، بمعنى انه خلال فترة الانتعاش الاقتصادي تعظم الرافعة المالية حصة السهم من الأرباح، أما في حالة الانكماش الاقتصادي، فان حصة السهم من الأرباح سوف تنخفض بنسبة اكبر من انخفاض صافي الربح قبل الفوائد والضريبة.

مخاطر سعر الصرف

تعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر السوقية التي تواجه البنوك، إذ تنشأ المخاطر السوقية النظامية بسبب حساسية المصرف للتقلبات لعوامل عديدة منها أسعار الصرف، وتلعب قوى السوق دوراً كبيراً في تحديد تلك العوامل، وقد تكون تقلبات أسعار الصرف مصدراً لمخاطرة إضافية أو أن تخفض تلك المخاطرة وذلك يعتمد على حجم تلك التقلبات واتجاهاتها. فقد عرف التعرض لمخاطر أسعار الصرف على أنه حساسية سعر السهم للمنشأة، مقاساً بالعملة المحلية، للتغير في قيمة تلك العملة (Solnik, 2000: 176).

قياس المخاطر

غالباً يربط المستثمر استثماراته في الأسهم، بالعائد الذي يتوقع الحصول عليه،. هذا العائد الذي يتأثر بالتوزيعات التي تقوم المنشأة بتوزيعها، وكذلك بالتغير في سعر السهم، ولكن لا يعني ذلك ان الاستثمار في السهم الذي يحقق اكبر عائد، هو الأفضل، وذلك لانه يوجد عنصر المخاطرة الملازم للاستثمار، فتعد المخاطرة من بين العناصر التي تؤخذ دوما بوصفها متغيرا مهما وحاسما عند اتخاذ القرارات المالية، وتأتي المخاطرة من عدم التأكد من النتائج، وإذا عرف

المستثمر كيف يقيس ويسعر المخاطر المالية، بالشكل الصحيح، فإنه يستطيع ان يقيم الأصول الخطرة.

هنالك عدة طرق وأساليب تقاس بها المخاطرة واكتفي هنا بالإشارة إلى أربعة نماذج لقياس المخاطرة، لأهميتها من جهة، ولإمكانية تطبيقها من جهة أخرى:

الانحراف المعياري والتباين

يعرف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري (براق، ٢٠٠٦: ٣٨).

ويعتبر التباين احد افضل المقاييس للمخاطرة، فكلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير، ما دل ذلك على عدم تجانسها وعلى تشتتها، ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغيرات في معدل العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة، ولكن الغاية هي الانحراف المعياري، ويبقى التباين وسيلة تسمح من بلوغ هذه الغاية، ويعد الانحراف المعياري احد مقاييس التشتت فكلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري (بوراس، ١٩٩٩: ١٨٩).

ويتم قياس الانحراف بالمعادلة التالية (Reilly et al., 1999: 14):

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=N} P_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث إن :

δ : الانحراف المعياري.

P_i : احتمال حدوث العوائد المحتملة للسهم i .

R_i : العوائد المحتملة للسهم i .

$E(R)$: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

N : عدد العوائد المحتملة.

فالسهم الذي له انحراف معياري اكبر يكون اكثر مخاطرة واقل جاذبيه .

اما القيمة المتوقعة فتحسب كالتالي (Ross et al, 2000):

$$E(R) = \sum R_i * p_i$$

ER : العائد المتوقع **Ri**: عائد الورقة المالية **pi** : احتمال حدوث عائد الورقة المالية

تستخدم المعادلة الأولى في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة، بمعنى إنها غير معروفة بدقه، ولكن احتمالات حدوثها معروفة او يمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تجربة المنشأة في الماضي، أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية فان الانحراف المعياري يحسب وفقا للمعادلة التالية (عبد الغفار، ٢٠٠٥: ١١٦) :

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}}$$

معامل بيتا كمقياس للمخاطرة المنتظمة:

تتمثل النتيجة الرئيسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capm) في أن مخاطرة السوق (المخاطر المنتظمة) لأحد الأسهم ما هي الا مقدار مساهمته في المخاطر الكلية للمحفظة التي تضمه إلى جانب أسهم أخرى .حيث تقاس المخاطر السوقية لسهم ما بمؤشر يدعى معامل بيتا (Beta Coefficient)، الذي يعرف في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، بأنه مدى مساهمة سهم ما في المخاطرة الكلية لمحفظة السوق (برغام، ٢٠١٠: ٢٦١).

يعني ذلك، أن وجود محفظة متنوعة يؤدي إلى التخلص من المخاطر غير المنتظمة للأسهم، مع بقاء المخاطر المنتظمة والتي تقاس عن طريق معامل بيتا وذلك حسب المعادلة التالية: (Fama,2004)

$$\beta = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \frac{P_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} = \frac{P_{im} \sigma_i}{\sigma_m}$$

حيث أن :

β : معامل بيتا .

$\text{COV}(R_i, R_m)$: التباين المشترك ما بين عائد السهم (R_i) و عائد السوق (R_m) .

$\text{Var}(R_m)$: تباين عائد السوق .

أما بالنسبة إلى التباين المشترك $\text{COV}(R_i, R_m)$ فيحسب وفق المعادلة التالية :

$$\text{COV}(i, m) = P_{im} \sigma_i \sigma_m$$

حيث أن :

P_{im} : درجة الارتباط بين عائد السهم و عائد السوق .

σ_i : الانحراف المعياري للعائد المتوقع للسهم (i) .

σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق .

تبين المعادلة المذكورة أعلاه أن السهم ذا الانحراف المعياري المرتفع يسبب ارتفاع معامل بيتا، وكذلك السهم الذي لديه علاقة ارتباط قوية مع عوائد السوق. يعتبر بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو المحفظة، إذ تستخدم كمؤشر مفيد سواء في عملية بناء المحفظة، أو في عملية إحلال الأصول المكونة لها، ففي الأحوال التي تظهر لديهم مؤشرات تنبئ عن انتعاش محتمل في سوق رأس المال، فأنهم يعمدون إلى إحلال أصول استثمارية ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً، أو ذات معامل بيتا مرتفع محل أصول ذات معامل بيتا منخفض، وذلك طلباً لزيادة العائد المتوقع على الاستثمار في الأصول المالية، والعكس يحدث في حال وجود معلومات تشير إلى انكماش في السوق (براق، ٢٠٠٦: ٤٣).

معامل الاختلاف

إن استخدام مقياس التباين أو الانحراف المعياري والاعتماد عليه كمقياس وحيد لخطر الاستثمار في ورقة مالية ما غير كاف، لأنه يمكن أن يوصلنا لنتائج مضللة عند المقارنة، بين بدلين استثماريين أو أكثر غير متشابهين (هناك اختلافات بين متوسطات العوائد المتوقعة) لذلك من الضروري استخدام مقياس للخطر يوضح الخطر المرافق لكل وحدة واحدة من العائد المتوقع، ولتحقيق ذلك يمكن الاعتماد على معامل الاختلاف الذي يقيس الخطر المرافق لكل استثمار من الاستثمارات المختلفة وفق المعادلة التالية (النجار وآخرون، ٢٠٠٨: ١٦٠):

$$CV = \frac{\sigma}{R} \quad \text{أو} \quad CV = \frac{\sigma}{E(R)}$$

حيث إن:

C.V : معامل الاختلاف

E(R) : يمثلان متوسط القيمة المتعلقة للعوائد، والمتوسط الحسابي للعوائد التاريخية على التوالي.

والقاعدة المطبقة من خلال هذا المقياس، هي اقتناء أو تفضيل الأسهم ذات معامل اختلاف أقل لأن ذلك يعني أقل خطورة.

شبه التباين

هناك العديد من مقاييس المخاطرة التي تطرقت لها بعض الدراسات حيث اعتبر ماركويتز MARKOWITZ ان التباين في توزيع العوائد يعد أحد المقاييس الفعالة لذلك، الا أن التباين قد

واجه العديد من الانتقادات، ولتفادي ذلك يتم استخدام ما يسمى شبه التباين الذي يركز على اهتمام المستثمر لتقليل التذبذبات في العوائد، وذلك على اعتبار ان الانحرافات التي تكون اعلى من الوسط الحسابي للعوائد هي من الأمور المفضلة لدى المستثمر، الا ان الواقع يشير إلى ان الانحرافات التي تكون أقل من الوسط الحسابي هي التي تؤخذ في الحسبان في عملية اتخاذ القرارات، ويعتبر شبه التباين من افضل المقاييس المستعملة لقياس التذبذبات في العوائد وبحسب وفقا للمعادلة التالية (بوراس، ١٩٩٩:١٩٠)

$$S.V. = \sum_{i=1}^k P_i (x_i - E(x))^2$$

حيث أن :

$S.V.$: شبه التباين

x_i : قيم العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة.

k : عدد العوائد التي تقل عن القيم المتوقعة.

و القاعدة هي أنه كلما قل شبه التباين لسهم ما كلما قلت خطورة هذا السهم .

والقاعدة هي انه كلما قل شبه التباين لسهم ما قلت خطورة هذا السهم

المؤشرات المالية

هي صورة أخرى لقياس مخاطر المنشأة، ولتقدير هذه المخاطر يقوم المحلل الاستثماري باحتساب مجموعه من المؤشرات المالية أهمها معدل التداول، والمديونية للأصول، وعدد مرات تغطيه الفوائد، والالتزامات الثابتة، ونسب الربحية وغيرها من النسب (عبد المطلب، ٢٠٠٦: ١٨٣)

النظريات المفسرة للعائد والخطر

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يحدد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية شكل العلاقة بين العائد المتوقع للورقة المالية ومخاطرتها (Whaley & Robert, 2006: 104).

وتظهر أهميته في انه نموذج تنبؤ قوي، لإمكانية قياس الخطر والعلاقة بين العائد المتوقع للسهم، والخطر الذي يتضمنه هذا السهم، ويقدم نموذج CAMP، معادلة خطية وحيدة تربط بين العائد المتوقع للأصل المالي، أو المحفظة المالية وبين الخطر المتوقع لهذا الأصل أو هذه المحفظة، وفي نموذج CAMP، نوعان من الخطر هي خطر التنوع الذي يمكن تقليل مخاطرة، خطر عدم التنوع الذي لا يمكن تجنب مخاطرة، وطبقا لنموذج CAMP، فان خطر عدم التنوع

هو الخطر الذي يجب الحصول على عائد مقابله وذلك لأن المستثمرين يمكنهم التحوط ضد النوع الآخر (طلب، ٢٠١٢: ٢٥٦).

الفرضيات الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (3: Jensen, 1972)

١- جميع المستثمرون يركزون على فترة احتفاظ واحدة، ويسعون لتعظيم المنفعة المتوقعة من ثروتهم من خلال اختيار المحافظ على أساس العائد المتوقع والتباين أو الانحراف المعياري للعائد.

٢- جميع المستثمرون يستطيعون الإقراض والاقتراض دون حدود بسعر فائدة عديم المخاطر RF، ولا توجد قيود على عمليات البيع المكشوف.

٣- جميع المستثمرون يملكون نفس التقديرات فيما يتعلق بالعوائد المتوقعة والتباينات وقيم التباين بين جميع الأصول .

٤- جميع الأصول قابلة للتقسيم وكاملة السيولة ولا توجد تكاليف للمعاملات، ولا يوجد ضرائب
٥- يتميز المستثمرون بالرشد، وكميات الأصول معروفة وثابتة.

نظرية الارتجاج

تبحث نظرية الارتجاج في العلاقة بين العائد والمخاطرة وتعد نظرية بديلة لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية وقد وضع ROSS أسس هذه النظرية التي استندت إلى ثلاثة فرضيات وهي (تيم وفايز، ٢٠٠٥: ٢٧٧):

١) المنافسة التامة في أسواق رأس المال

يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية عن مجموعه من العوامل أو المؤشرات الرئيسية. تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية (العوامل المنتظمة) التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية ويعبر عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل وفق المعادلة الأساسية الآتية (Brow & Reilly, 2009: 271) :

$$RI = E (ri) + S_1 bi_1 + S_2 bi_2 + S_k bi_k + \dots + E_i$$

RI : العائد على الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة

E (ri) : العائد المتوقع على الورقة المالية i إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية (عوامل الخطر) مساوياً صفراً

B_i_k : درجة حساسية العائد على الورقة المالية I للتغيرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.

S_k : مجموعة العوامل أو المؤشرات الرئيسية التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية

E_i : تأثير العوامل المرتبطة بالمشأة (المخاطر غير المنتظمة) على العائد

وتتمثل المشكلة الرئيسية في نظرية الارتجاج في عدم تحديد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأوراق المالية وعددها.

المبحث الرابع: علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بعوائد أسهم البنوك التجارية

مقدمة

تعد أسواق الأسهم من الأسواق الأكثر حساسية للتغيرات الحادثة في المتغيرات الاقتصادية وخاصة الكلية منها الناتج المحلي الإجمالي، معدل الفائدة، معدل التضخم، عرض النقد، معدل الضريبة، سعر الصرف.

أسواق الأسهم تتأثر بعوامل داخلية وتتأثر بعوامل خارجية، فالعوامل الداخلية تنشأ من داخل السوق نفسه فيما يتمثل في اللوائح والقوانين المنظمة للعمل بالسوق، أما العوامل الخارجية فهي العوامل الأخرى المؤثرة على أداء السوق، وتشكل في مجملها البيئة المحيطة بالسوق وهي البيئة الاقتصادية الكلية. أسواق الأسهم ترتبط ارتباطاً وثيقاً مع متغيرات الاقتصاد الكلي، حيث أداء أسواق الأسهم يتحرك بصورة متناسقة ومنظمة مع حركة المتغيرات الاقتصادية الكلية. ويوضح ذلك نموذج القيمة الحالية حيث يربط أسعار وعوائد الأسهم بالتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، ومعدل الخصم المستقبلي لهذه التدفقات وعليه فإن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة، أو معدل الخصم الذي يجب ان يتم به خصم تلك التدفقات من المؤكد أن تؤثر على عوائد الأسهم (عثمان، ٢٠١٣).

أولاً: معدل التضخم

يختلف تأثير معدل التضخم على عوائد الأسهم، من حيث الأثر السلبي، أو الإيجابي، فمعظم الدراسات الاقتصادية اعتمدت لتحليل العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم على اتجاهين أساسيين:

- **الاتجاه الأول:** بحيث أن هنالك علاقة طردية بين التضخم، وعوائد الأسهم، فتعتبر أن الاستثمار بالأسهم وسيلة تحوط تجاه التضخم (Olufisayo, 2013). فتزداد أسعار الأسهم اذا كان هنالك توقع بزيادة الأرباح الموزعة، أو انخفاض نسبة الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح (ارشيد، ٢٠٠٤ : ٢٠٧).

وما يؤيد ذلك هو فرضية "فيشر" التي تفترض أن:

معدلات العوائد الاسمية للأسهم = معدلات العوائد الحقيقية + معدل التضخم المتوقع

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

حيث: R معدل العائد الاسمي، و p معدل العائد الحقيقي، و E (I) معدل التضخم

وتفترض الصيغة الرياضية السابقة أن معدل التضخم المتوقع يكون مساوياً للواحد الصحيح؛ أي إن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بمعدل يساوي معدل التضخم المتوقع لذلك فإن توزيعات الأسهم سترتفع في أوقات التضخم بنسبة تكافئ انخفاض القوة الشرائية بسبب التضخم، ما يعني أن فرضية "فيشر" تذهب إلى أن الأسهم وسيلة تحوط تجاه التضخم (Chidothi & Sheefen, 2013: 186). إلا أن فرضية "فيشر" لم تعني بمعدل العائد المطلوب من قبل حاملي الأسهم، وهو العامل الأكثر أهمية بالنسبة إلى المستثمرين، فعندما يرتفع معدل التضخم فإن المستثمرين سوف يقومون بطلب معدل عائد على الأسهم أعلى بالمقدار نفسه لتحقيق معدل العائد الحقيقي ذاته لذلك، فإن المستثمرين في الأوراق المالية لا يرحبون بالتضخم المرتفع لأنه يزيد من مخاطر معدل العائد الحقيقي على استثماراتهم ويمكن الاستناد في ذلك إلى نموذج التوزيعات المخصومة (Brown & Reilly, 2009: P368).

$$P_j = D_i / K - G$$

حيث:

P_j : سعر السهم.

D_i = التوزيع المتوقع في الفترة (1) $(1+G) \cdot D_0$.

K : معدل العائد المطلوب على السهم.

G : معدل النمو المتوقع لتوزيعات أرباح السهم.

يشير النموذج السابق إلى أن المستثمر يحصل على معدل عائد مطلوب على السهم إذا زادت قيمة G بنسبة تساوي معدل التضخم على الأقل، أو تنخفض قيمة السهم ليحصل المستثمر على معدل عائد مطلوب أكثر ارتفاعاً نتيجة للتضخم المتوقع.

- **الاتجاه الثاني:** أن هنالك علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، عندما يزداد التضخم ستتنخفض الأموال المخصصة للاستثمار في الأسهم، حيث الأموال ستتجه نحو الإنفاق الاستهلاكي أو الاستثمار في أصول حقيقية مما يقل الطلب على الأسهم بالتالي انخفاض عوائدها، وما يؤيد ذلك فرضيه فاما (Kalyanaraman & Al Tuwajri, 2014).

فالعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الحقيقية مثل الناتج المحلي، والإنفاق الاستثماري، ومعدل العائد الحقيقي على رأس المال، وبين عوائد الأسهم علاقة طردية، كما أن العلاقة بين هذه المتغيرات والتضخم علاقة عكسية، لذلك فالعلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم هي علاقة عكسية (الزعبي، ٢٠٠٤).

كذلك ممكن أن تكون العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم سلبية أو موجبة وذلك حسب مصدر التضخم، تضخم طلب هو زيادة الطلب على السلع والخدمات بما يفوق المعروض منها

فتصبح هنالك أموال كثيرة تطارد سلعاً قليلة مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، أما تضخم التكاليف ينشأ هذا النوع من التضخم بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية في الشركات الصناعية وغير الصناعية مما يؤدي بالمنتجين إلى زيادة الأسعار، حفاظاً على هامش ربحهم المستهدف، فعندما يكون التضخم ناشئاً عن ضغط الطلب فقد يؤدي إلى ارتباط موجب بين التضخم وعوائد الأسهم في حين يؤدي تضخم التكاليف إلى وجود علاقة سلبية بين هذين المتغيرين. إن طبيعة التأثير الذي يمارسه التضخم في عوائد الأسهم غير واضح، وبالتالي ليست هنالك إشارة متوقعة لتأثير التضخم على عوائد الأسهم البنوك التجارية.

ثانياً: معدل سعر الفائدة

البنوك تعتمد بشكل رئيسي على هامش الفائدة في تحقيق الربح الممثل في الفرق بين الفائدة المقبوضة من القروض والتسهيلات الائتمانية المختلفة، والفائدة المدفوعة على الودائع والمطلوبات الأخرى (الطراونه، ٢٠٠٤: ١٢-١٤)، ولكن تؤثر تقلبات أسعار الفائدة في حال عدم اتساق أجل إعادة تسعير كل من المطلوبات والموجودات الحساسة لسعر الفائدة على هامش الفائدة، والأرباح، وانعكاسها على القيمة السوقية للسهم وبسبب وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم فغالبا ما ينظر إلى ارتفاع الفائدة بالخبر السيئ، فارتفاع أسعار الفائدة السوقية، يؤدي إلى تراجع النشاط الاقتصادي بسبب ارتفاع تكلفة التمويل، وانخفاض حجم الاستثمار، مما ينعكس بالشكل السلبي على، الأرباح، التدفق النقدي المستقبلي للأعمال، وتوزيعات الأرباح بالتالي انخفاض أسعار الأسهم (Kuwornu, 2011: 55).

ويمكن إيضاح العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم من خلال نموذج التوزيعات حيث يرى أن سعر السهم ما هو إلا القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية للسهم حسب النموذج التالي :

$$P_0 = D_1 / R - G$$

حيث D_1 هي التوزيعات التي يدرها السهم في الفترة المستقبلية، و G هي معدل نمو هذه التوزيعات، و R هي سعر الخصم المستخدم، ويتضح من هذا النموذج أن العلاقة بين سعر الخصم وسعر السهم علاقة عكسية، وبما أن الزيادة في سعر الفائدة تؤدي إلى الزيادة في سعر الخصم المستخدم فإن الزيادة في سعر الفائدة قد تؤدي إلى انخفاض سعر السهم، هذا يعني أن الزيادة في أسعار الفائدة تزيد من معدل العائد المطلوب على الأسهم المتداولة، وبالتالي يقلل من الأسعار التي يكون المستثمرون على استعداد لدفعها في هذه الأسهم (طلب وحسن، ٢٠١٢: ٢٦١).

ومن جانب آخر يعتبر الاستثمار بالأسهم أحد القنوات الاستثمارية المتاحة أمام ذوي الفوائض المالية، ومن القنوات الاستثمارية الأخرى إيداع مدخراتهم المالية لدى البنوك مقابل الحصول على فائدة، بالتالي تفضيل بديل استثماري دون الآخر يخضع لاعتبارات عدة منها، معدل العائد على الاستثمار، درجة السيولة، المخاطرة، فالودائع تمثل استثماراً قليل المخاطرة وعالي السيولة، فان تفضيل المستثمر لهذا البديل عوضاً عن الاستثمار بالأسهم يكون متأثراً بمعدل الفائدة التي سيحصل عليه.

فعند ارتفاع معدل الفائدة، يميل أصحاب الفوائض النقدية إلى إيداع الأموال بالبنوك بفوائد عالية ومخاطر قليلة، مما يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم (الهجوج، ٢٠١٠، ص ٣١) وهذا ينطبق على أسعار الفوائد على السندات، فإذا كانت أسعار الفوائد على السندات عالية، ذلك يؤدي إلى تحويل جزء كبير من الأموال من سوق الأسهم إلى سوق السندات الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم (بني هاني، ٢٠٠٢، ص ١٣٧-١٣٨) كما أن سعر الفائدة تعتبر تكلفة راس المال من وجهه نظر المقترض أي السعر المدفوع لاستخدام المال، عند ارتفاعها يقل الاستثمار، فإذا كان المتعاملين بالأسهم يلجأون إلى البنوك للحصول على قروض لاستثمارها بالأسهم، يكون عائقاً أمامهم، ويبيدهم عن التعامل بالأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض عوائدها (Alam & Uddin, 2009).

وكما يتضح فإن هناك اتفاقاً في النظريات والدراسات على التأثير السلبي لارتفاع أسعار الفائدة في عوائد الأسهم، إذ يمثل سعر الفائدة تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في أسواق الأسهم، بالتالي أي ارتفاع في سعر الفائدة سوف يؤثر تلقائياً في عوائد الأسهم البنوك التجارية بشكل سلبي.

ثالثاً: الناتج المحلي الإجمالي

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي مؤشراً لمستوى النشاط الاقتصادي بالرغم أنه لا يمثل سوى قطاع واحد من الاقتصاد لكن هذا القطاع مهم وديناميكي، ويتأثر تماماً بحركة الاقتصاد ككل، إن المؤشرات الاقتصادية لها أهميتها في إعطاء دلالات معينة فيما سيكون عليه سوق الأوراق المالية في المستقبل، حيث اتخاذ قرار الاستثمار في الموجودات الثابتة يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار، وكلما زاد النشاط الاقتصادي تحسنت توقعات التدفقات النقدية للاستثمار، وارتفعت القيمة الحالية لها وازداد الاستثمار في الموجودات الثابتة، والموجودات المالية التي أهمها الأسهم (ارشيد، ٢٠٠٤: ٢٠٦).

يؤثر نمو الناتج المحلي الإجمالي إما بشكل إيجابي أو سلبي على أسعار الأسهم، فزيادة غير المتوقعة في الناتج المحلي، يزيد التفاؤل بالمستقبل، ويزيد حركة التعامل بالسهم، ويزيد أسعار الأسهم، أما إذا أدى الناتج الإجمالي إلى زيادة العرض النقدي، وارتفاع معدلات التضخم، وارتفاع

معدل الفائدة، فان ذلك سيكون له الأثر سلبي على قيمة الأسهم السوقية (Al-Zararee, 2014: 189).

كما يتضح العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وبين أسعار الأسهم لا يمكن تحديدها ولا يوجد اتفاق نظري حولها، ولكن غالباً زيادة الناتج المحلي الإجمالي دليل على حالة الازدهار الاقتصادي، الذي يزيد من الاستثمارات، وانعكاسه على أسعار وعوائد الأسهم البنوك التجارية بشكل إيجابي.

رابعاً: الضريبة

تؤثر الضريبة بشكل مباشر على النشاط الاقتصادي للدولة كونها اقتطاعاً من دخول الأفراد، وثروتهم وذلك إما بزيادة النمو الاقتصادي، حيث يرى البعض أن فرض الضرائب أو زيادتها يكون حافزاً، لزيادة العمل والإنتاج وبالتالي زيادة الدخل القومي والناتج القومي حيث يقوم العمال بزيادة عملهم لتغطية الأعباء الضريبية الجديدة والمحافظة على مستوى معين من الربح، ومن جانب آخر يمكن أن تؤثر على الاقتصاد بشكل سلبي حيث فرض الضرائب الجديدة يؤدي إلى تقليل الاستهلاك، وبالتالي تخفيض إنتاج السلع الاستهلاكية والذي يرتبط معه تخفيض إنتاج السلع الاستثمارية (الحاج، ١٩٩٩).

وأيضاً الضريبة تؤثر على الميل للاستثمار من خلال تأثيرها على حجم الربح، ودرجه المخاطرة، فيزيد الميل للاستثمار كلما انخفضت المعدلات الضريبية المفروضة على الدخل وكلما زادت فرص الحصول على الأرباح، وانخفضت درجة المخاطرة، فانخفاض المعدلات الضريبية يؤدي إلى، زيادة النمو الاقتصادي من خلال مضاعف الاستثمار، مما يحفز المنتجين لمضاعفه إنتاجهم ويشجع على ازدياد الاستثمار وتوسعها، وزيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية، مما يرفع أسعارها ويحسن عوائدها.

ومن جانب آخر الضرائب لها تأثير مزدوج على عوائد الأسهم فإذا لجأت الحكومة إلى رفع معدل الضريبة سيضر بعوائد أسهم وذلك كون زيادة معدل الضريبة يقلل من الأرباح الصافية بالتالي يؤثر على قدرتها على إجراء توزيعات على حمله الأسهم واحتجاز الأرباح من أجل إعادة استثمارها، أما إذا لجأت إلى تخفيض الضرائب يعني تقليص الموارد المالية الحكومية، وبذلك تلجأ إلى تغطية هذا العجز بإصدار أوراق مالية حكومية تنافس الأوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق المالي، بالتالي ينخفض الطلب على الأسهم وتنخفض عوائدها. وأيضاً ممكن الحكومة تتجه إلى الاقتراض من البنوك الأخرى لسد ذلك العجز بالتالي يكون لها دور منافس للشركات والأفراد للحصول على قروض، وبذلك ترتفع تكلفة الاقتراض وترتفع أسعار الفوائد وتنخفض بالتبعية أسعار الأوراق المالية (سميه، ٢٠١٠: ٨٥).

كما يتضح ان تأثير الضرائب في عوائد الأسهم ممكن أن يكون سلبي أو إيجابي ولكن على الأغلب الضريبة ستؤثر بشكل سلبي، وذلك لأن زيادة معدل الضريبة سوف تقلل من الأرباح بالتالي سنقل الاستثمارات وبتراجع النشاط الاقتصادي الذي يعود بالضرر على سوق الأوراق المالية وتراجع أسعار وعوائد الأسهم في البنوك التجارية.

المبحث الخامس: البنوك التجارية

يحتل قطاع البنوك التجارية مكانة كبيرة في القطاعات الاقتصادية، لما له دور فعال في التنمية الاقتصادية، من خلال وظيفتها الأساسية في تجميع الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض وتمريضها للجهات المحتاجة، بالإضافة إلى تقديم الخدمات المتعددة والمتنوعة التي تساعد في تنشيط العمليات الاقتصادية والمالية والتجارية، كما وتعتبر البنوك التجارية إحدى الدعامات الكبرى الأساسية في بناء الهيكل المالي والاقتصادي، إذ أنها أجهزة فعالة يعتمد عليها في تطوير وتنمية مختلف القطاعات الاقتصادية، خاصة في الاقتصاديات التي تعتمد على الأسواق المالية في تمويلها، لذلك لا يمكن أي نظام اقتصادي أن يزدهر ويتقدم بدون الصناعة المصرفية.

مفهوم البنوك التجارية

عرفت البنوك التجارية بأنه مكان النقاء عرض الأموال والطلب عليها وعرف أيضاً بأنه المنشأة التي تتخذ من الاتجار في النقود حرفه لها (البديري، ٢٠١٣: ١٦). وتعرف على أنها تلك البنوك التي رخص لها بتعاطي الأعمال المصرفية، والتي تشمل تقديم الخدمات المصرفية، لا سيما بقبول الودائع بأنواعها المختلفة، وإعادة استثمارها مع الموارد الأخرى للبنك (عبد الله والطراد، ٢٠٠٦: ٣٩). وتعرف البنوك بأنها مؤسسة مالية تعمل بأموال الغير وتقوم بوظائف متعددة أهمها قبول الودائع ومنح القروض. هدفها الأساسي تحقيق أكبر قدر من الأرباح.

وظيفة البنك التجاري

يهدف النشاط المالي في البنك إلى تعظيم ثروة المالك، أو بمعنى آخر تعظيم قيمة السهم في سوق الأوراق المالية بما يؤدي إلى تعظيم ثروة أصحاب حق الملكية، وهذا يتأتى عن طريق الحصول على أكبر قدر ممكن من الودائع بأقل تكلفة، وتوظيف هذه الودائع على شكل تسهيلات استثمارية واستثمارات تدر أكبر قدر من الأرباح (الفيومي وعواد، ٢٠٠٣: ٢٤٢)

ميزانية البنك التجاري

تحتوي ميزانية البنك التجاري على مصادر الأموال واستخداماتها، وتعكس الميزانية المركز المالي للبنك في لحظة زمنية معينة.

أولاً: مصادر الأموال

يبين جانب الخصوم مجموع موارد البنك التجاري، التي تعد التزامات تجاه الغير، وتنقسم إلى مصادر تمويل خارجية ومصادر تمويل داخلية:

١- **مصادر التمويل الخارجية:** هي التزامات البنك للغير، أي لا تكون من أموال المصرف الخاصة وتتمثل في ما يلي:

أ- **الودائع:** تعتبر الجزء الأكبر لموارد البنك التجاري، ومن أهم مصادر أمواله، فكلما زادت زاد حجم سيولته، بالتالي يستطيع أن يوسع نطاق الائتمان والاستثمارات وتزيد ربحيته. وتعرف الودائع بأنها اتفاق بين المودع والمصرف حيث يقوم المودع بإيداع مبلغ معين من المال بإحدى الوسائل المتبعة مقابل التزام المصرف بإعادتها عند الطلب، ووفقاً لما هو متفق عليه (زيود وآخرون، ٢٠٠٥: ١٥٧).

وتصنف الودائع (العلي وقاسم، ٢٠١٣: ٢٥٢-٢٥٣):

- الودائع الجارية: وفقاً لهذا النوع من الودائع يقوم العميل بإيداع مبلغ معين من المال لدى المصرف، بالمقابل يتعهد المصرف بدفعها له عند الطلب، أي يستطيع العميل الإيداع والسحب منها في أي وقت يشاء.

- ودايع لأجل: وفقاً لهذا النوع لا يستطيع العميل أن يسحب منها في أي وقت يشاء، وذلك لأنه يوجد تاريخ استحقاق محدد مسبق بين العميل والبنك فله الحق في ذلك بعد حلول موعد الاستحقاق.

- ودايع التوفير: هي اتفاق بين البنك والعميل فيقوم العميل بإيداع مبلغ معين من المال وذلك بقصد التوفير على أن يقوم المصرف بفتح حساب له، ويمنحه دفتر يومي، وأيضاً يمنح البنك فوائد ثابتة على هذه الودائع.

ب- **الاقتراض من البنك المركزي والبنوك الأخرى:** تعتبر أيضاً من مصادر التمويل الخارجية فتنشأ عندما يكون لدى المصرف التزامات تستوجب السداد ولا تتوفر لديه السيولة الكافية، فيقوم بالاقتراض من البنوك المختلفة وأحياناً من الشركات وذلك حسب الأنظمة والقوانين وتعليمات، وهذا يدل على ضعف أداء البنك (العصار والحلبي، ٢٠٠٠: ٧٨).

٢- **المصادر الداخلية:** تشمل هذه المصادر على الأموال المملوكة لأصحاب المصرف بالإضافة إلى ما يستطيع البنك توليده من خلال نشاطاته وتقسّم إلى:

أ- رأس مال البنك ويعرف بالأموال المساهم بها، أو المشترك بها من قبل المالكين للمنشأة المالية (Rose & Hudgins, 2008,P475)

ب- الاحتياطات: هي الأجزاء المقطعة من الأرباح وتقسّم كما يلي (الشركي والعباسي، ٢٠٠٢: ٢٢-٢٣):

احتياطي إجباري: يتم الاحتفاظ بنسبة مئوية تقطع من الأرباح السنوية بشكل إجباري، وذلك حسب السياسة النقدية التي يحددها البنك المركزي.

احتياطي اختياري: هي عبارة عن الجزء المقطع من الأرباح بشكل اختياري ويحتفظ بها لتدعيم المركز المالي أو لمواجهة خسارة غير متوقعة.

ويحتفظ أيضاً المصرف بالمخصصات المتنوعة لمقابلة خسارة محتملة، بالإضافة إلى الأرباح غير المعدة للتوزيع.

ثانياً: استخدامات الأموال

هي أصول المصرف، أن جوهر نشاط المصرف التجاري يتحدد، بالكيفية التي يتم بها توزيع الموارد المالية المتاحة على بنود الاستخدام المختلفة، فيقصد بها كافة حقوق البنك لدى الغير.

توظف البنوك التجارية أموالها في أشكال متعددة تنقسم كما يلي:

١- **التسهيلات الائتمانية:** تشكل إحدى أهم الوسائل المستخدمة في توظيف أموال البنك التجاري، فبالرغم من التوسع في النشاطات المصرفية إلا إنها بقيت تحتل المقام الأول. وتعرف التسهيلات الائتمانية: ما يقدمه المصرف لعملائه من قروض، كفالات مصرفية، وخطابات ضمان، أو اعتمادات مستندية، قبولات مصرفية وغير ذلك من أنواع التسهيلات الائتمانية (Maitah et al., 2012).

٢- **الأوراق المالية:** تستثمر المصارف مواردها في الأوراق المالية الممثلة بالأسهم والسندات المصدرة بضمان الحكومة أو الأوراق المالية المصدرة من القطاع الخاص ولكن النسبة الأكبر التي يحتفظ بها البنك من تلك الأوراق هي أوراق مالية حكومية.

تأتي الأوراق المالية في المرتبة الثانية بعد القروض من حيث أهميتها، يقوم المصرف باستثمار الأموال الفائضة عن حاجته في الأوراق المالية، لتحقيق الأرباح والسيولة.

٣- **الأوراق التجارية المخصومة:** تستثمر البنوك جزء من أموالها في خصم الأوراق التجارية سواء في الكمبيالات التجارية، أو أدونات الخزينة وذلك لما توفره من سيولة عالية، ومن جانب آخر تحقق له الربحية المتمثلة في الفرق بين قيمتها الاسمية وقيمتها الحالية (ابكر والبشاري، ٢٠١٣: ٤٤-٤٥).

٢- النقد في الصندوق: وهو مقدار الأموال النقدية والمسكوكات والعملة الأجنبية في خزانة المصرف التجاري، إذ تمثل خط الدفاع الأول لمواجهة طلبات السحب الفورية لعملاء البنك
(Hempel, 1994: 151).

المبحث السادس: عوائد الأسهم

يشمل هذا المتغير باعتباره أحد المتغيرات المهمة في الدراسة عنصرين أساسيين الأول يتمثل بالأسهم والعنصر الثاني في العوائد ومضمون هذين المتغيرين كما يلي:

مفهوم الأسهم

الأسهم عبارة عن صكوك قابله للتداول في سوق الأوراق المالية وتعطي الحق لحاملها بالتصرف بها، ويعتبر حاملها شريكاً في الشركة المساهم فيها، ويكون له قرار بقدر الأسهم التي يملكها، وتختلف حقوق حمله الأسهم باختلاف نوع السهم الذي يحمله (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٥٩). فالسهم جزء من رأس مال الشركة المساهمة، بحيث يقسم رأسمال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية يمثل كل جزء منها سهماً، فهو يثبت حق صاحب السهم في ملكيه رأسمال الشركة.

أنواع الأسهم

حددت أنواع الأسهم حسب اعتبارات معينة منها (التواب، ٢٠١٠: ٨٥): الشكل، وحقوق المساهمين، وطبيعة الحصة التي تمنح الأسهم عنها؛

١- الشكل (كريم، ٢٠٠٨: ٣٣):

- الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم.
- أسهم لحاملها: وهي التي لا يذكر فيها اسم صاحبها، وبالتالي يحصل التنازل عنها بتسليمها من يد لأخرى دون الحاجة إلى إثبات كتابي عليها.
- أسهم إنذنية: وهي الأسهم التي تنتقل عن طريق التظهير، أي تحويل السهم عن طريق الكتابة على ظهر الصك.

٢- حقوق المساهمين:

- تقسم أنواع الأسهم حسب حقوق المساهمين (يوسف، ٢٠٠٨: ٢٩-٣٠):
- أ- الأسهم العادية: يمثل السهم الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال المنشأة، وحاملها له حق التصويت في اختيار أعضاء مجلس الإدارة، وتكون مسؤولية المساهم بقدر عدد

الأسهم التي يحملها، يحصل على الأرباح إذا قررت إدارة المصرف بتوزيعها، وأيضاً له حق الأفضلية في شراء الأسهم التي تصدرها المنشأة.

ب- الأسهم الممتازة: هي تحمل خواص السندات والأسهم العادية معاً، حاملها له ربح ثابت وعائد ثابت مثل السندات، ولها الأولوية في توزيع الأرباح، وان لم يتبقى شيء لحملة الأسهم العادية.

٣- من حيث طبيعة الحصة التي تمنح عنها (آل فواز، ٢٠١٠: ١٢):

أسهم نقدية: هي الأسهم التي تمثل حصة نقدية في رأس مال المنشأة، تعطى للشريك، إذا قدم حصته في رأس مال المنشأة نقداً.

أسهم عينية: يمثل حصة عينية في رأس مال المنشأة. وتعطى الأسهم العينية للشريك إذا قدم حصته في المنشأة عيناً من الأعيان مثل أرض، مبنى، بضاعة.

قيمة الأسهم

الأسهم تملك أكثر من قيمة منها (Gitman and Zutter, 2012):

- قيمة إسمية للسهم: تصدر الأسهم بقيمتها الاسمية، وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليه في عقد التأسيس، وفي الأردن هي دينار واحد للسهم.
- قيمة سوقية للسهم: هي القيمة التي يباع بها السهم في الأسواق المالية.
- قيمة التصفية للسهم: هي القيمة الفعلية للسهم العادي والمتوقع استلامها في حال بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية، وتسديد الالتزامات وبما فيها الأسهم الممتازة، وما يتبقى يتم قسمته على الأسهم العادية.
- قيمة دفترية للسهم: تعادل حقوق الملكية متضمنة الاحتياطات، والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة فإن: القيمة الدفترية للسهم = (حقوق الملكية / عدد الأسهم). أما في حالة وجود أسهم ممتازة، فإن: القيمة الدفترية للسهم = {حقوق الملكية - حقوق الأسهم الممتازة} / عدد الأسهم العادية (أبو السندس والمومني، ٢٠١٢: ٤٩٤).

مفهوم العوائد

إن غاية المستثمرين سواء أفراد، أو شركات تحقيق العائد، إذ يمثل الاستثمار الاستغناء عن مبلغ من المال في الوقت الحاضر وتأجيل استهلاكه من أجل تحقيق عوائد مستقبلية، ويمثل العائد المقياس الأساسي للقيمة الإضافية المتولدة بالاستثمار على المبلغ المستثمر (Sheeba, 2011: 154).

إن دراسة عائد السهم أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، ويحاول العديد من الباحثين تحديد العوامل المؤثرة في عائد السهم والتي تقف وراء التغير فيه واثراً ذلك على أداء المالي، حيث يستقطب عائد السهم اهتمام جميع المستثمرين بالدرجة الأولى، ومن هذا المنطلق من الأمور الهامة في الاستثمار ضرورة تحديد العوائد، وتحليلها للتنبؤ بها.

طرق تحديد عوائد الأسهم

تحدد على أساس قيمتين (التواب، ٢٠١٠: ٩٥-٩٣)، القيمة الحقيقية، والقيمة السوقية: أولاً- **القيمة الحقيقية للسهم**: يعتمد تقدير القيمة الحقيقية للسهم على نموذجين أساسيين هما: نموذج التوزيعات، ونموذج المضاعف: أ- نموذج التوزيعات: يمثل نموذج التوزيعات على أن القيمة الحقيقية للسهم يجب أن تساوي القيمة الحالية للمكاسب التي يتوقع أن تتولد نتيجة لملكية ذلك السهم وتكون المكاسب بالصورة التالية:

- عائد إيرادي: تقوم مجلس الإدارة بإعلان توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين في وقت معين، وتعتبر التوزيعات كمعدل من العائد على قيمة الاستثمار، وهذا المعدل يسمى العائد الإيرادي (Duchac et al., 2007: 310).

يعتبر العائد الإيرادي من العوامل التي تحدد سعر السهم في السوق، إذ كلما زاد العائد الإيرادي يزداد سعر السهم في السوق، بسبب انطباعات المستثمرين عن المصرف ونجاحه. ولكن يميل التدفق النقدي للأسهم إلى الغموض، لأن توزيعات الأرباح لحمله الأسهم ترتبط بأرباح المصرف، ولذلك يكون من الصعب التنبؤ للعوائد المتوقعة.

- العائد الرأسمالي: يرتبط العائد الرأسمالي بالقيمة السوقية للسهم، إذ تباع وتشتري في السوق المالي بالقيمة السوقية للسهم الواحد، وتتأثر القيمة السوقية للأسهم بالعديد من العوامل مثل العوامل الاقتصادية بالإضافة إلى تغير تفضيلات المساهمين (Scott, 2005: 11). أو عوامل تخص الشركة، وقدر المنشأة على تحقيق أرباح، فالأرباح إما أن توزع، أو تحتجز ليعاد استثمارها باستثمارات مربحة، وكلما كانت المنشأة قادرة على تحقيق أرباح مما ينعكس على زيادة عائد السهم، ويتحقق العائد الرأسمالي إذا كان سعر بيع السهم أكبر من سعر شراءه.

ب- نموذج المضاعف: يمثل نموذج المضاعف في نسبة سعر السهم إلى ربحيته، من خلاله يتم معرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها حتى يحصل على سهم الوحدة الاقتصادية.

ثانياً- محددات القيمة السوقية للسهم: يتحدد السعر الذي يباع فيه السهم بمتغيرين أساسيين: التدفقات النقدية المتوقعة، ومعدل العائد المطلوب، وتتأثر قيمته هذان المتغيران بحسب نشاط المنشأة من توزيعات الأرباح وتوقيتها، أو الظروف الاقتصادية العامة في الدولة، والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية (المغربي، ٢٠٠٧: ١٩).

مقاييس عوائد الأسهم

هنالك العديد من المؤشرات المالية المستخدمة في قياس عوائد الأسهم تفيد المتعاملين في سوق الأسهم وأهمها:

١- مردود السهم (YPS) Yield Per Share :

ويعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم، أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى، وتقاس هذه النسبة من خلال قسمه نصيب السهم من الأرباح الموزعة على السعر السوقي للسهم، وتساغ بالمعادلة التالية (المغربي، ٢٠٠٧: ٥٨):

$$\text{مردود السهم العادي} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

٢- عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR) Holding Period Return :

يقيس هذا المؤشر معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم وتحدد كالتالي (مطر، ٢٠٠٩: ٢٦٩):

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسهم} = \frac{\text{القيمة الاجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

ويقصد بالقيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر إيراد السهم مضافاً إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي.

نصيب السهم من الأرباح الموزعة Dividends per share

تقيس ما يحص عليه المستثمر من أرباح موزعه لكل سهم من أسهم محفظته وهو بذلك يمثل نسبة التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر من استثماراته، وان هذه النسبة ترتبط بالقيمة السوقية للأسهم وبالتالي بعوائدها السوقية المحققة وتقاس هذه النسبة من خلال المعادلة التالية (نور، ٢٠٠٤: ١٧٨١-١٧٨٢):

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{عدد الاسهم العادية الموجودة}} = \text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}$$

٣- نصيب السهم من الأرباح المتحققة Earning per share :

يعتبر هذا المقياس مهم بالنسبة للمستثمرين، في أسواق المال، لأنه يعطي مؤشراً على عوائد الأسهم بشكل عام، إذ يمثل ما يكسبه الدينار الواحد المستثمر خلال مدة زمنية محددة، ويمكن صياغتها من خلال المعادلة التالية (يوسف، ٢٠٠٨):

$$\frac{\text{أرباح محققة بعد الضرائب}}{\text{عدد الاسهم القائمة}} = \text{نصيب السهم من الأرباح المحققة}$$

٤- معدل دوران السهم (Share Turnover (ST):

يقيس مدى الإقبال على السهم في السوق المالي وذلك بحسب كمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم ويحدد هذا المؤشر بالمعادلة التالية (مطر، ٢٠٠٩: ٢٧٠):

$$\frac{\text{عدد الاسهم المتداولة من السهم خلال العام}}{\text{عدد الاسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}} = \text{معدل دوران السهم}$$

عائد فترات الاقتناء Holding period yield:

يأخذ الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية لذلك يعتبر أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية ويدل هذا العائد على ما يعود للمستثمر من ذلك السهم من جراء بيعه والاحتفاظ به لفترة فهو مقياس لمدى قدره ذلك السهم على تحقيق أرباح رأسمالية لحامله إذا ما رغب في بيعه ويقاس بالمعادلة التالية (المغربي، ٢٠٠٧: ٥٩):

$$\frac{\text{سعر السهم في نهاية الفترة} - \text{سعر السهم في بداية الفترة} + \text{التوزيعات}}{\text{سعر السهم في بداية الفترة}} = \text{عائد فترات الاقتناء}$$

العائد المتوقع:

يتم الاعتماد على العائد المتوقع وذلك لأنه يرتبط العائد بفترة زمنية مستقبلية، وبالتالي تعتمد على حدوث بعض التوقعات والاحتمالات غير المؤكدة فيحسب من خلال ضرب كل عائد باحتمالية حدوثه (Ross et al, 2000):

$$E(R) = \sum Ri * pi$$

ER : العائد المتوقع Ri: عائد الورقة المالية pi : احتمال حدوث عائد الورقة المالية

المبحث السابع: الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات العربية

- دراسة الرفاعي (١٩٩٩): أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وقياس العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء سوق عمان المالي من خلال تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية (العرض النقدي، سعر الفائدة، التضخم، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، حوالات العاملين في الخارج على مؤشرات سوق عمان المالي (أسعار الأسهم، حجم التداول بالدينار، عدد الأسهم المتداولة) بالإضافة إلى تحليل أثر العوامل الخارجية الاقتصادية والسياسية واثر التداول بسهم البنك العربي بصفته إحدى الشركات الكبرى المدرجة في السوق، واثر برنامج التصحيح الاقتصادي على مؤشرات سوق عمان المالي على المستويين الكلي والقطاعي، وتوصلت الدراسة إلى ان المتغيرات الاقتصادية تؤثر وبشكل قوي على جميع مؤشرات سوق عمان المالي على المستويين الكلي والقطاعي وان اكثر القطاعات تأثراً بالمتغيرات الاقتصادية قطاع الصناعة بالنسبة لأسعار الأسهم وقطاع الخدمات بالنسبة لحجم التداول بالدينار وقطاع البنوك بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة، وتوصلت الدراسة إلى ان العوامل الخارجية تؤثر في أسعار الأسهم على المستوى الكلي، وأسعار أسهم قطاعي البنوك والتأمين وحجم التداول لقطاع التأمين وعدد الأسهم المتداولة لقطاع الخدمات، وتوصلت أيضاً إلى ان أسعار الأسهم البنك العربي تؤثر على أسعار الأسهم بشكل عام، وأكدت الدراسة ان برامج التصحيح الاقتصادي أحدثت تغييراً هيكلياً على حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة على المستوى الكلي.

- دراسة الزعبي (٢٠٠٤) العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي ومعدل التضخم في الأردن وتحليلها خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠١، وقد تم استخدام طريقة جرانجر السببية لاختبار نوعيه العلاقة بين المتغيرين واتجاهها، لقد دلت النتائج على ان المتغيرين

بينهما علاقة تكامل مشترك، وان التوازن في المدى الطويل بينهما سالب أي ان هنالك علاقة سلبية بين المتغيرين، ولكنهما باتجاه واحد من الرقم القياسي لأسعار الأسهم إلى معدل التضخم.

- دراسة ارشيد (٢٠٠٤): محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المحددة لأسعار الأسهم في بورصة عمان ضمن الإطار الكلي، وقد ركز الباحث على طبيعة العلاقة القائمة بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم كمتغير تابع في هذا السوق، ومتغيرات اقتصادية كلية للفترة (١٩٧٨ - ١٩٩٧) وقد تم إعداد نموذج رياضي واستخدام أسلوب الانحدار في الدراسة.

وأظهرت الدراسة وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم كمتغير تابع، وبين المتغيرات المستقلة التالية: الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، ومعدل التضخم، وعرض النقود، وعدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم وكل من سعر الخصم وسعر الصرف.

- المغربي (٢٠٠٧): أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر متغيرات الاقتصاد الكلي كعوامل مستقلة على عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية كعامل تابع، حيث شملت عينه الدراسة ٢٧ شركة صناعية، اعتمدت الدراسة في مصادرها على البيانات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية والنشرات الإحصائية الشهرية الصادرة عن البنك المركزي، ودائرة الإحصاءات العامة، استخدم الباحث الأساليب الإحصائية لتحليل النتائج من خلال أسلوب الانحدار المتعدد ومقياس ديرين - واتسون لفحص الارتباط الذاتي، ومعامل التحديد، واختبارات مستوى المعنوية (T) و (F) بالإضافة إلى التحليلات الوصفية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية كمتغير تابع وبين المتغيرات المستقلة التالية معدل التضخم، وسعر الفائدة، ومعدل العرض النقدي والنتائج المحلي الإجمالي.

- يوسف (٢٠٠٨): تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد. وبيان أي العوامل أكثر تأثير من غيرها على عوائد الأسهم (العوامل الداخلية أم الخارجية). تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٦، أما عينة الدراسة فهي طبقية عشوائية وتشكل (٣٠%) من المجتمع الأصلي، حيث بلغ عدد شركاتها (٦٠) شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. كما تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط، بغرض اختبار مدى قبول أو رفض فرضيات الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى ان هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين معدل التضخم، أسعار الفائدة، عدد العاملين، حجم راس المال و عوائد الأسهم وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عجز حجم الناتج المحلي الإجمالي، عجز الموازنة العامة، فائض أو عجز ميزان المدفوعات وعوائد الأسهم.

- دراسة الهجوع (٢٠١٠) العلاقة بين أداء سوق الأسهم السعودية والمتغيرات الاقتصادية الكلية

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة وتحديد تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (إجمالي الناتج المحلي، عرض النقد، أسعار النفط، سعر الفائدة الحقيقي) على أداء سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية خلال الفترة ١٩٨٥-٢٠٠٨، وذلك عن طريق استخدام بعض أساليب الاقتصاد القياسي، كنموذج قيمة الانحدار الذاتي متضمناً أسلوب التكامل المشترك واختبار السببية، واختبار تفكيك التباين، ودوال الاستجابة الفورية، وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى ان هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية إيجابية بين كل من عرض النقد وإجمالي الناتج المحلي ومؤشر أداء سوق الأسهم السعودية، أما أسعار النفط عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية على مؤشر أداء الأسهم السعودية، بالنسبة لتأثير سعر الفائدة الحقيقي هنالك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم السعودية.

- دراسة الحنيطي (٢٠١١) أثر التضخم على أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية

هدفت هذه الدراسة بالتركيز على أثر التضخم على أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٥-١٩٨٠، وقد تم استخدام أدوات تحليل الانحدار، وأدوات تحليل الارتباط وقد أظهرت نتائج الدراسة، أن هنالك علاقة بين التضخم وبين أسعار كافة الأسهم المتداولة في بورصة عمان، كما تم إثبات وجود هذه العلاقة بين التضخم وبين أسعار أسهم كل من قطاع البنوك وقطاع التأمين، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات كل على حده، وكان هنالك أثر طردي للتضخم على أسعار الأسهم كل من القطاعات التالية: قطاع البنوك، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، قطاع التأمين.

- دراسة عثمان (٢٠١٣) أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم شملت عينه الدراسة تسع دول عربية اعتمد الباحث بيانات سلاسل زمنية شهرية للفترة ١٩٨٥-٢٠١٢، واستخدم الباحث تحليل التكامل المشترك لبحث علاقات التكامل الزمنية للسلاسل الزمنية للعلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، وأسواق الأسهم، وباستخدام نموذج متجهة تصحيح الخطأ للعلاقة قصيرة الأجل، وتحليل الأثر والاستجابة لنموذج متجهة تصحيح الخطأ لتوضيح الاستجابة الديناميكية للمتغيرات.

وتوصلت الدراسة بوجود أثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية تحقق هذا الأثر في وجود علاقات توازنية طويلة الأجل، وأخرى قصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم.

ثانياً: الدراسات الإنجليزية

دراسة BASHIR (٢٠٠٣). محددات الربحية في البنوك الإسلامية: ادله من الشرق الأوسط
هدفت هذه الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة بين ربحية البنوك مع خصائصها الداخلية
والعوامل الخارجية، لتحقيق ذلك تم جمع البيانات المالية الخاصة لثمانى بنوك إسلامية، من منطقة
الشرق الأوسط، وتم استخدام أسلوب الانحدار لتحليل البيانات للفترة ١٩٩٣-١٩٩٨، وتم قياس
محددات الربحية، بالعائد على الأصول، والعائد على حقوق المساهمين، وهامش الربح.
وأظهرت النتائج ان ارتفاع نسب رأس المال إلى الأصول، ونسب القروض إلى الأصول
تزيد من ربحية البنوك الإسلامية، أما البنوك المملوكة لاجانب على الأغلب تكون مريحة أكثر،
أما الضرائب كان لها تأثير سلبي على أداء البنوك الإسلامية وأرباحها، اما بالنسبة لمتغيرات
الاقتصاد الكلي (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي) كان لها اثر إيجابي، وتشير النتائج أيضاً أن
أسواق الأسهم والبنوك مكمله لبعضها البعض.

- دراسة Kuwornu (٢٠١١): أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد الأسهم السوقية في
غانا

هدفت هذه الدراسة إلى تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد الأسهم السوقية
في غانا، بالاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة من يناير ١٩٩٢ إلى ديسمبر ٢٠٠٨ وتناولت
الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية: سعر الصرف، مؤشر أسعار المستهلك، أسعار النفط الخام،
معدل أدونات الخزينة (أسعار الفائدة). واستخدمت الدراسة الإحصاء الوصفي، واختبار ديكي فولر،
وتم استخدام البرنامج الإحصائي (EViews).

وأشارت نتائج الدراسة أن هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم كمتغير تابع
وبين المتغيرات المستقلة مؤشر أسعار المستهلك، أسعار الفائدة، سعر الصرف.
كان معدل التضخم له تأثير إيجابي على عوائد الأسهم، في حين سعر الصرف، سعر
الفائدة لها تأثير سلبي على عوائد الأسهم، أما بالنسبة لأسعار النفط الخام لا يوجد لها أثر كبير
على عوائد الأسهم في غانا.

- دراسة Al-Abedallat and Al Shabib (٢٠١٢): أثر الاستثمار والناجح المحلي الإجمالي على مؤشر بورصة عمان (سوق عمان المالي)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير التغيير في الاستثمار والناجح المحلي الإجمالي على مؤشر بورصة عمان، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين التغيير في الاستثمار ومعدل نمو الناجح المحلي الإجمالي وحركة مؤشر بورصة عمان للفترة ١٩٩٠-٢٠٠٩ باستخدام التحليل الإحصائي (SPSS) متضمنا أسلوب الانحدار المتعدد، لتحليل العلاقة بين المتغير التابع مؤشر بورصة عمان والمتغيرات المستقلة الاستثمار، الناجح المحلي الإجمالي، وأظهرت نتائج الدراسة إلى ان هنالك علاقة بين الاستثمار والناجح المحلي الإجمالي ومؤشر بورصة عمان، وبين كل واحد منهم على حدة، ومؤشر البورصة، وان تأثير التغيير في الاستثمارات كان أكبر من تأثير التغيير في الناجح المحلي الإجمالي على مؤشر بورصة عمان.

- دراسة Ghazi and Majed (٢٠١٢): تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم في بورصة عمان

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي (سعر الفائدة، الناجح القومي الإجمالي، عرض النقد، مؤشر الإنتاج الصناعي على أسعار الأسهم في بورصة عمان ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع (البنوك، الصناعة، التأمين، الخدمات) كل على حدة خلال الفترة ١٩٩٢-٢٠١٠ وذلك باستخدام التحليل الإحصائي (SPSS) مضمنا أسلوب الانحدار المتعدد، وأظهرت نتائج التحليل أن هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وبين أسعار كافة الأسهم المتداولة في بورصة عمان، كما تم إثبات وجود هذه العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وبين عوائد أسهم كل من قطاع البنوك وقطاع التأمين وقطاع الخدمات قطاع الصناعة، بالنسبة لسعر الفائدة كان لها تأثير سلبي على المؤشر العام للبورصة والقطاعات، أما مؤشر الإنتاج كان له تأثير سلبي على المؤشر العام للبورصة والقطاعات باستثناء قطاع التأمين كان له أثر إيجابي.

- دراسة Kirui, Wawire & Onono (٢٠١٢): المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم دلالات من كينيا

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم في كينيا بالاعتماد على بيانات سنوية صادرة من البنك المركزي ودائرة الإحصاءات في كينيا خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٢ وتناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية: الناجح المحلي الإجمالي، معدل التضخم، معدل ادونات الخزينة (أسعار الفائدة)، سعر الصرف واستخدمت الدراسة الأساليب القياسية لإجراء التحليل القياسي لمتغيرات الدراسة وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف وعوائد الأسهم، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناجح المحلي الإجمالي ومعدل التضخم، ومعدل أسعار الفائدة، وعوائد الأسهم في كينيا

- دراسة Olufisayo (٢٠١٣): أسعار الأسهم والتضخم: دلائل من نيجيريا

هدفت هذه الدراسة إلى بيان العلاقة بين التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في نيجيريا بالاعتماد على بيانات ربع سنوية خلال الفترة ١٩٨٦-٢٠١٠ واستخدمت الدراسة اختبار السكون واختبار التكامل المشترك، وتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ لتحقيق أهداف الدراسة، واستنتجت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة المدى بين التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم، حيث أكدت النتائج إلى وجود علاقة طردية سواء على المدى القصير أو الطويل بين التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم، وعلاوة على ذلك توفر نتائج الدراسة ادله تؤيد النظرية الاقتصادية التي تشير إلى أن الأسهم وسيله تحوط تجاه التضخم.

- دراسة Chidothi & Sheefen (٢٠١٣): العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم في زامبيا

هدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم لزامبيا بالاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠١١، استخدم الباحث الأساليب القياسية الحديثة في إجراء التحليل القياسي لمتغيرات الدراسة، منها اختبار ديكي فولر الموسع لجذور الوحدة، اختبار السببية لجرانجيت، وأيضاً اختبار التكامل المشترك واستخدام تقنيات VAR، دلت النتائج أن هنالك علاقة قصيرة المدى بين التضخم وعوائد الأسهم بحسب اختبار التكامل المشترك، أما اختبار السببية فقد بين أن العلاقة السببية تمتد من التضخم لأسعار الأسهم، وليس العكس، أما اختبار ديكي فولر الموسع لجذور الوحدة فقد بين أن متغيرات الدراسة مستقره عند الفرق الأول، بشكل عام تدعم نتائج الدراسة النظرية الاقتصادية التي تشير إلى وجود علاقة سلبية بين التضخم وأسعار الأسهم.

- دراسة Al-Zararee (٢٠١٤): العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم: دلائل من

سوق عمان المالي

هدفت هذه الدراسة لبيان أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم سوق عمان المالي بالاعتماد على بيانات ربع سنوية خلال الفترة (١٩٩٣-٢٠١٣)، وتناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية المتوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض والسلف، عرض النقد (M2)، مؤشر أسعار المستهلك، حوالات العاملين الأردنيين، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الدين العام الداخلي واستخدمت الدراسة اختبار جذور الوحدة، بالإضافة إلى نماذج اختلاف التباين، ARCH، GARCH، وتوصلت نتائج الدراسة ان حوالات العاملين الأردنيين، الفائدة على القروض والسلف، مؤشر أسعار المستهلك، عرض النقد، الدين العام الداخلي، لها أثر كبير على عوائد الأسهم، إذ تؤثر حوالات العاملين، ومؤشر أسعار المستهلك بشكل إيجابي على عوائد الأسهم، في حين عرض النقد، متوسط أسعار الفوائد على القروض والسلف، الدين العام الداخلي، تؤثر بشكل سلبي، لكن الناتج المحلي الإجمالي ليس له تأثير كبير على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.

- دراسة Kalyanaraman & Al Tuwajri (٢٠١٤): مؤثرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم
دلائل من المملكة العربية السعودية

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة طويلة المدى بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم، اعتمد الباحث بيانات سلاسل زمنية شهرية خلال الفترة يناير ١٩٩٤ إلى يونيو ٢٠١٣، تناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية: التضخم، سعر الصرف، عرض النقد، أسعار النفط، الإنتاج الصناعي، بالإضافة إلى مؤشر standard & poor 50 استخدم الباحث الأساليب القياسية الحديثة في إجراء التحليل القياسي لمتغيرات الدراسة منها نموذج تصحيح الخطأ، اختبار التكامل المشترك لجوهانسن جيسلس، بالإضافة إلى تحليل التباين، وتوصلت الدراسة إلى ان التضخم، سعر الصرف، عرض النقد، أسعار النفط، الإنتاج الصناعي، لها أثر على أسعار الأسهم السعودية، وأفاد اختبار جوهانسن - جيسلس للتكامل المشترك ان هنالك علاقة طويلة المدى بين التضخم، سعر الصرف، عرض النقد، الإنتاج الصناعي، أسعار النفط. وأسعار الأسهم السعودية، أما مؤشر standard & poor 500 لا يؤثر على أسعار الأسهم السعودية. أما اختبار متجهة تصحيح الخطأ فقد دل على وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية وأسعار الأسهم السعودية، وأشارت تحليلات التباين أن سوق الأسهم السعودي يتصف بعدم الكفاءة.

- دراسة Ali et al. (٢٠١٥): عوائد الأسهم و متغيرات الاقتصاد الكلي، مراجعه الدراسات التطبيقية

هدفت هذه الدراسة إلى استعراض عدد من الدراسات السابقة التي تناولت اثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم، وقد كانت مراجعه الدراسات ذات الصلة بالبلدان النامية، والبلدان المتقدمm، ودول أخرى، وقد كانت الدراسات التجريبية نتائجها مختلفة ومتباينة، في بعض الدراسات كان هنالك علاقة إيجابية قوية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم، وفي دراسات أخرى كانت هنالك علاقة ضعيفة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم، ويرجع اختلاف النتائج إلى اختلاف المتغيرات المستخدمة واختلاف فترة الدراسة والمنهجية المستخدمة، بالإضافة إلى اختلاف المنطقة التي تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية.

- دراسة Mike and Timothy (٢٠١٦): أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد الأسهم البنوك التجارية في نيروبي

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية في نيروبي، استخدم الباحث بيانات سلاسل زمنية ربع سنوية للفترة ٢٠٠٠-٢٠١٥ وتناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية: سعر الصرف، سعر الفائدة، التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، واستخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي، واختبار جذور الوحدة، واختبار السكون، وأدوات تحليل الارتباط لتحقيق أهداف الدراسة.

وأظهرت النتائج التحليل أن سعر الفائدة، التضخم، سعر الصرف يؤثر بشكل كبير في عوائد الأسهم، في حين كان لا يوجد تأثير للناتج المحلي الإجمالي في عوائد الأسهم البنوك التجارية في نيروبي

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

جاءت هذه الدراسة في سياق الدراسات السابقة لدراسة اثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد الأسهم وتحديدًا التضخم وأسعار الفائدة والناتج المحلي الإجمالي والضريبة وما تتميز به هذه الدراسة أنها من الدراسات الأولى التي تناولت موضوع اثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد الأسهم بالنسبة (لقطاع البنوك) في الأردن حيث ركزت معظم الدراسات السابقة على سوق عمان المالي، وأيضاً تميزت الدراسة لكونها تناولت متغيرات اقتصادية لم تتناولها الدراسات السابقة، وتستمد هذه الدراسة أهمية من خلال قلة الدراسات المحلية والعربية التي درست أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في عوائد أسهم البنوك التجارية وذلك حسب علم الباحثة.

الفصل الثالث : مؤشرات الاقتصاد الأردني خلال

الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٥

الفصل الثالث

مؤشرات الاقتصاد الأردني خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٥

الاقتصاد الأردني

يعتبر الأردن من الاقتصاديات الواعدة في منطقة الشرق الأوسط، وشمال إفريقيا التي تميزت أدائها الاقتصادي خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين، وقد بدأت بتطبيق برنامج للتحرير المالي والاندماج في الاقتصاد العالمي ضمن برنامج شامل للتصحيح الاقتصادي، كما شهد الاقتصاد الأردني العديد من التطورات الاقتصادية والاجتماعية وذلك بسبب تجاوب الأردن مع المتغيرات الإقليمية والعالمية، التي أدت إلى إحداث تغيرات جوهرية في خريطة الديموغرافية وتوجهاته الاقتصادية، هذا بالإضافة للخصائص الطبيعية كصغر المساحة ومحدودية الموارد الطبيعية، واعتماده على الخارج في تلبية حاجاته من السلع والخدمات الذي انعكس على عملية التنمية، وزادت من الأعباء الاقتصادية والاجتماعية لتوفير خدمات البنية التحتية، والخدمات الاجتماعية اللازمة لمواجهة الطلب المتزايد، على الرغم من ذلك بدأ الأردن باعتماد استراتيجيات الانفتاح الاقتصادي، كما دخل الأردن أيضاً في الكثير من الاتفاقيات الاقتصادية والتجارية التي ربطته بتكتلات اقتصادية إقليمية ودولية مختلفة (المومني والهزيمة، ٢٠١١: ٣٨٢).

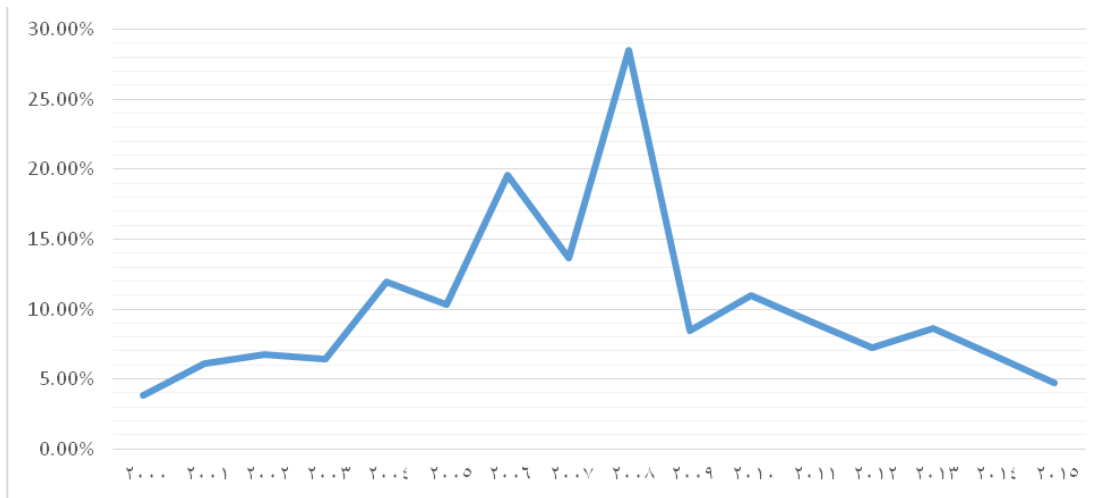
كما سجل الاقتصاد الأردني مجموعة من الإنجازات الفعلية في مجال النمو الاقتصادي وضبط العجز المالي، والاحتياطات الأجنبية والبطالة وذلك وفقاً للأرقام الرسمية، وأيضاً استمر الاقتصاد بتسجيل العديد من التحديات خاصة في مجال المديونية العامة والعجز التجاري ومؤشرات الفقر، كما خطا الأردن خطوات مهمة في مجال الإصلاح الهيكلي، واستطاع الصمود على الرغم من تأثره بالأحداث السياسية التي شهدتها بعض دول المنطقة وانعكاساتها السلبية على وتيرة النشاط الاقتصادي في المملكة، وترتبط على ذلك فقد جاء أداء مؤشرات الاقتصاد الأردني كما يلي:

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

حقق الأردن معدلات نمو موجبة خلال فترة الدراسة، وإذا ما قورنت هذه المعدلات بمعدلات النمو لبعض الدول الكبرى، يتبين أن معدلات النمو في هذه الدول قد شهدت تراجعاً

واضحاً خلال نفس الفترة، وعليه يمكن القول أن أداء الاقتصاد الأردني خلال تلك الفترة كان مرضياً.

بلغ الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية 3,8 % خلال عام 2000 وهي أدنى نسبة له خلال فترة الدراسة ليرتفع إلى 6,1% في عام 2001 واصل معدل نمو الناتج المحلي الصعود تدريجياً ليصل 11,92% لعام 2004 بسبب ازدهار الاقتصاد الوطني الذي رافق دخول الأشقاء العرب، بينما سجل أعلى نسبة له في عام 2008 كما يوضحه الشكل رقم (1) ببلوغه 28,45%، متأثراً بارتفاع التضخم الذي تجاوز التقديرات، وذلك نمو الناتج المحلي بالأسعار الجارية يعزى لارتفاع التضخم أو لارتفاع معدل النمو الحقيقي، أما مع بداية عام 2009 انخفض الناتج المحلي ليصل إلى 8,46 %، وبعد ذلك تذبذب النمو في الناتج المحلي وكان نموه متواضعاً فقد انخفض سنة 2012 ليصل إلى 7,27%، بسبب الأزمة السورية إضافة إلى مجموعة من الصدمات والتحديات المحلية والإقليمية والدولية انعكست بما لا يضع مجالاً للشك على أداء المؤشرات الكلية للاقتصاد الوطني، ليعاود الانخفاض إلى 4,7 % لسنة 2015، بفعل استمرار تأثر القطاعات الاقتصادية الرئيسية في المملكة بحالة عدم الاستقرار السياسي. (بنك المركزي الأردني، تقرير سنوي، أعداد مختلفة) ويوضح ذلك الشكل رقم (1):

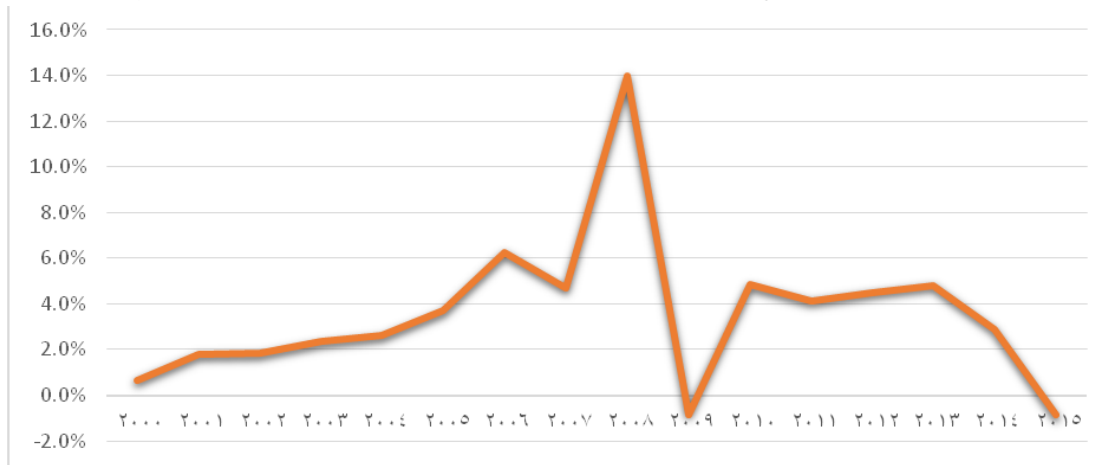


شكل رقم (1): النمو في الناتج المحلي الإجمالي

معدل التضخم

تراوح متوسط التضخم في الأردن في الفترة من 2000 وحتى بداية 2007 بين 2 % و3%، كما في معظم دول العالم، لكنه بدأ بالارتفاع في النصف الثاني من 2007 وقد بقي في العام 2002 عند مستوى 1,8 %، ليبدأ في العام 2003 و يبلغ 2,3 % ثم 2,6 % خلال العام 2004 بينما سجل في شهر تشرين الثاني نوفمبر العام 2008 أعلى مستوياته كما يوضحه الشكل رقم (٢)، ببلوغ المعدل التراكمي نحو 14 %، متأثراً بموجة غلاء عالميه عرفت باسم أزمة الغذاء في شهر نيسان / ابريل، وتبع ذلك ارتفاع مستمر في أسعار النفط (العمر وآخرون، ٢٠١٣: ٦). وتراجع التضخم بصورة ملحوظة ليصل إلى -,8 % في سنة ٢٠٠٩ ويعزى التراجع الحاصل في معدل التضخم إلى انخفاض في أسعار المشتقات النفطية والسلع الأساسية عما كانت عليه (البنك المركزي الأردني، 2009).

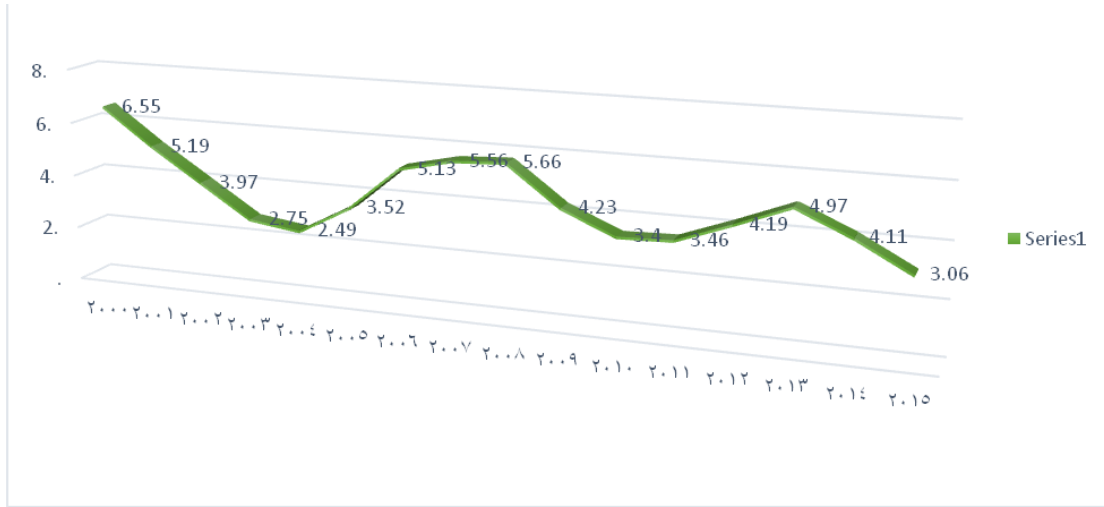
ليعود ويرتفع إلى 4,8 % في المئة في عام ٢٠١٠ بسبب القرارات الحكومية التي تمثلت في فرض ضرائب على مادة البنزين، وبعض السلع الأخرى والإعفاءات على سلع أخرى. وبعدها حافظت السياسات الاقتصادية الكلية في تحقيق نوعاً من الاستقرار في معدل التضخم حيث بلغ خلال عام ٢٠١٢ ما نسبته 4,5% مقارنة مع ما نسبته 4,2% خلال عام ٢٠١١، ويعزى ارتفاع معدل التضخم خلال عام ٢٠١٢ بشكل أساسي إلى ارتفاع مجموعة "السلع والخدمات الأخرى" بما نسبته ٥.٧% والتي أسهمت بنحو ٢ نقطة مئوية في معدل التضخم المسجل خلال هذه الفترة (وزارة المالية، ٢٠١٣: ٦). ليعود وينخفض التضخم إلى -9% لعام 2015 وهي أدنى نسبة له خلال فترة الدراسة، ويعزى هذا لتراجع أسعار البنود الرئيسية المكونة للرقم القياسي لأسعار المستهلك مثل أسعار النفط وأيضاً بسبب تراجع حجم الطلب ووزارة المالية، نشره مالية الحكومة العامة).



شكل رقم (٢): معدل التضخم

معدل سعر الفائدة

وصلت معدلات الفائدة (ممثلة بمعدلات الفائدة على الودائع لأجل) لأعلى مستوياتها في عام 2000 لتبلغ 6,55 كما يوضحه الشكل رقم (٤) وذلك بسبب الارتفاع الحاد للدولار الأمريكي، حيث سعر صرف الدينار الأردني مرتبط بالدولار الأمريكي ليعاود الانخفاض إلى 5,19 و 3,97 في المئة خلال العامين 2001 و 2002 ليواصل الانخفاض ليصل إلى 2,49، 3,52 لعام 2004، 2005 على التوالي، وذلك بسبب فائض السيولة فقد كانت معدلات الفائدة في عام 2004 هي أدنى مستوياتها خلال فترة الدراسة، وذلك حفاظاً من البنك المركزي على استقرار صرف الدينار الأردني، والمستوى العام للأسعار. أما مع بداية عام 2006 استمرت بالارتفاع حتى عام 2008، حيث وصلت إلى 5,13، 5,56، 5,66 على التوالي، وذلك انسجاماً مع التطورات التي شهدتها أسواق النقد العالمية والمتمثلة في ارتفاع معدلات الفائدة على الدولار الأمريكي، حيث قام البنك المركزي الأردني برفع معدلات الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية، ليعاود الانخفاض بشكل واضح عام 2009 لتصل 4,2 و 3,4 وذلك لمواكبة التطورات الاقتصادية والمحلية وتوقعات تباطؤ النشاط الاقتصادي، وبقي الانخفاض والارتفاع هكذا متزامناً لغاية سنة 2015 حيث بلغت 3,06 (البنك المركزي الأردني، تقرير السنوي أعداد مختلفة).

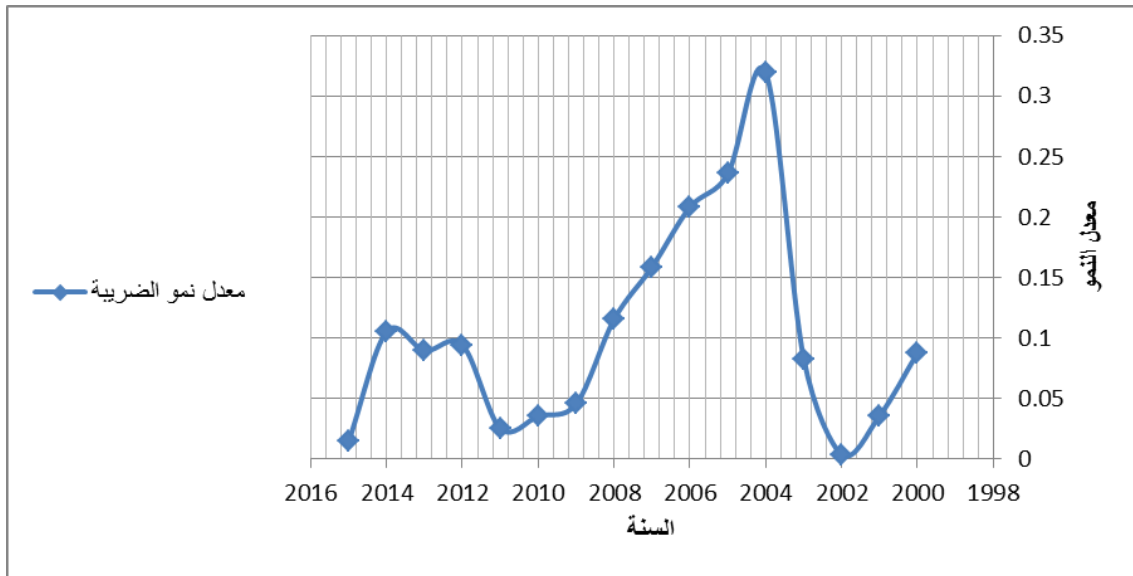


شكل رقم (٣): معدل سعر الفائدة

معدل نمو الضريبة

تذبذب معدل الضرائب من سنة لأخرى، كما يوضح شكل رقم (٥) بدأ في عام 2000 وبلغ 0,878، ثم 0,358 خلال عام 2001 بينما سجل أدنى مستوياته خلال فترة الدراسة ليبلغ

و00391 لعام 2002 وذلك لانخفاض حصيلة الرسوم الجمركية على مدخلات الإنتاج المحلي، بهدف زيادة القدرة التنافسية للصناعات المحلية، ليعاود الارتفاع مع بداية 2004، ليبلغ 319. بسبب زيادة النمو الاقتصادي الذي رافقه زيادة الإيرادات نتيجة لارتفاع حصيلة ضريبة الدخل والمبيعات والرسوم الجمركية والبنود الأخرى، حيث كانت أعلى نسبة في فترة الدراسة، ليعاود الانخفاض مع بداية 2009 ليصل 0456، وذلك بفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية، التي أدت إلى تدهور النشاط الاقتصادي وذلك حرصاً على من الحكومة الأردنية على تخفيض آثارها على المواطنين بمنح الإعفاءات الضريبية فقد تراجعت حصيلة كل من الضرائب على السلع والخدمات، والضرائب على المعاملات المالية، والضرائب على التجارة، والمعاملات الدولية والضرائب الإضافية الأخرى، وأيضاً لإدخال تعديلات على قوانين الضريبة مثل قانون ضريبة الدخل المؤقت رقم ٢٨، وبعد ذلك كان معدلات نمو الضريبة منخفضة نسبياً، وذلك انعكاساً لتباطؤ النشاط الاقتصادي لتبلغ 0146. خلال عام 2015 (وزارة المالية، نشرة مالية الحكومة العامة، أعداد مختلفة).



شكل رقم (٤) معدل نمو الضريبة

الفصل الرابع : التحليل القياسي والنتائج والتوصيات

الفصل الرابع

التحليل القياسي والنتائج والتوصيات

المبحث الأول: منهجية الدراسة

المقدمة

قامت الباحثة من خلال هذا المبحث التطرق إلى التعريف بالمنهج الأمثل الذي سيخدم الدراسة، وتوضيح الاختبارات الإحصائية التي تخدم متطلبات الدراسة والتي تم إدراجها، وأخيراً بيان النتائج المتحصل عليها والاستنتاجات لتستخلص في الأخير مجموعة من التوصيات.

أسلوب الدراسة

من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة ظهر جلياً أن المنهج المناسب للدراسة هو المنهج الوصفي والتحليلي بهدف الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والعملية للموضوع اعتماداً على المصادر والمراجع المختلفة كالكتب، المقالات والمجلات العلمية وغيرها، بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية والقياسية بهدف تسهيل قياس المتغيرات المالية المستخدمة في النموذج.

متغيرات الدراسة

من أجل تقدير أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية استخدمت الدراسة أسلوب الـ Panel Data، كما قامت الباحثة بالاعتماد على نموذج الأثر العشوائي Random Effect متضمناً أربعة متغيرات مستقلة وهي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل سعر الفائدة، معدل التضخم، معدل نمو الضرائب، بالإضافة إلى عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية كمتغير تابع.

الأساليب الإحصائية

بعد الحصول على البيانات اللازمة، واعتمادا على الدراسات السابقة تم استخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة بالاعتماد على برمجية EViews، بهدف الإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها ومن ثم صياغة النتائج والتوصيات ويمكن توضيحها فيما يلي

اختبار جذر الوحدة: (Unit Root)

قامت الباحثة باختبار الاستقرار (Stationary) للسلاسل الزمنية لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية أو عدم احتوائها على جذر الوحدة.

اختبار استقرار بيانات السلسلة الزمنية (جذر الوحدة):

يوجد على المستوى التطبيقي عدة اختبارات يمكن استخدامها لاختبار صفة الاستقرار في السلسلة، وسيتم التركيز على اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Test) لأنها من أكثر الاختبارات استخداماً في التطبيقات العملية، وحيث إن جذور الوحدة تتركز على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء فإن اختبارات جذور الوحدة تتركز على فرضية إن حدود الخطأ ليست مترابطة بشكل جوهري وإسقاط هذا الفرض يؤدي إلى حدوث مشكلة الارتباط الذاتي. أولاً: اختبار ديكي فوللر البسيط (Dickey-Fuller, 1979)، اختبار ديكي فوللر المركب (Augmented Dickey-Fuller, 1981). ثانياً: بيرون فيليبس (Phillips and Perron, 1988).

اختبار ديكي فوللر البسيط ديكي فوللر المركب:-

يعتبر اختبار ديكي فوللر من أكثر الاختبارات استخداماً في التطبيقات العملية، ومضمون هذا الاختبار، إذا كان معامل الانحدار للصيغة القياسية المقترحة يساوي الواحد فإن هذا يؤدي إلى وجود مشكلة جذر الوحدة الذي يعنى عدم استقرار بيانات السلسلة الزمنية ($p=1$)، ويلاحظ إن اختبار ديكي فوللر البسيط قائم على فرض إن حد الخطأ ذو إزجاج ابيض أي انه لم يضع في اعتباره إمكانية وجود ارتباط ذاتي وهذه نقطة الضعف في الاختبار لذا تم تعديله بديكي فوللر المركب أو المعدل.

يقوم اختبار ديكي فوللر المركب على إدراج عدد من الفروق ذات الفجوة الزمنية حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي الخاصة باختبار ديكي فوللر البسيط، وعليه تصبح الصيغة القياسية المقترحة متضمنة متغيرات بفترات إبطاء كمتغيرات تفسيرية للتخلص من إمكانية وجود ارتباط ذاتي لعنصر الخطأ .

ويتم اختبار ADF على ثلاثة توصيفات (Specification)، وذلك لأن توزيع (ADF للقيم الحرجة يتأثر بمدى وجود الثابت من عدمه):

١- إجراء انحدار بوجود ثابت واتجاه عام وهو النموذج الشمل.

٢- إجراء انحدار بوجود ثابت فقط.

٣- إجراء انحدار بدون وجود ثابت أو اتجاه عام.

اختبار فيليبس بيرون (Phillips and Perron, 1988)

يقوم هذا الاختبار على إدخال تصحيح للارتباط الذاتي باستخدام طريقة غير معلمية، وما يميز هذا الاختبار انه يأخذ في الاعتبار التغيرات الهيكلية للسلسلة الزمنية، فهو ذو قوة اختباريه اكبر من اختبار ADF، حيث انه يختلف عن DF و ADF في انه يحتوى على قيم متباطئة للفروق، والذي يأخذ في الاعتبار الفروق الأولى للسلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير المعلمي (Non Correlated Parametric) ويسمح بوجود متوسط يساوي صفر واتجاه خطى للزمن أي أنه لا يستند إلى توزيع معامل لحد الخطأ.

تحليل البيانات الجدولية (The Panel Data Analysis)

إن مصطلح البيانات الجدولية (Panel data) هو بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية (time series and cross section data). وفي هذا السياق بين (Hsiao, 1986) بأن البيانات الجدولية هي بشكل عام تحليل للبيانات المطولة. ومن مزايا استخدام البيانات الجدولية (panel data) أنها تأخذ بعين الاعتبار الاختلافات الفردية، وتعطي بيانات أكثر فائدة، وتنوعاً، وأقل ارتباطاً بين المتغيرات، وعدداً كبيراً من درجات الحرية، وأكثر كفاءة من السلاسل الزمنية التي تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي. كما أن البيانات الجدولية لها القدرة على تعريف وقياس التأثيرات غير الملاحظة في التحليل الوصفي وتحليل السلاسل الزمنية (Baltagi, 2000).

النموذج الأساسي للبيانات الجدولية (Panel data)

$$Y_{it} = \beta X_{it} + U_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث تمثل Y المتغير التابع، i الوحدة، t الزمن، X المتغيرات المستقلة، U هيكل حد الخطأ غير المحدد في هذه المعادلة حيث تبدو مستقلة لكل من الوحدات i، والزمن t (Worrall and Pratt 2000).

هذا ومن الممكن أن يستخدم في تحليل بيانات الجدولية نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) أو نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model). إن نموذج التأثيرات الثابتة له ميل ثابتة عبر الزمن، أما الحد الثابت فهو مختلف لكل وحدة ولكنه ثابت عبر الزمن، حيث يعكس الحد الثابت خصائص الوحدات محل الاختبار حيث تختلف هذه الخصائص من وحدة لأخرى. وبالنسبة لنموذج التأثيرات العشوائية فإن الميل أيضاً ثابت عبر الزمن إلا أن الحد الثابت

عشوائي، وهذه العشوائية هي دالة في متوسط القيم مضافاً إليها الحد العشوائي (Manez, Rochina and Sanchis, 2004)

ويتم استخدام اختبار هوسمان (Hausmann Test) لاختيار الاختيار الملائم نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية وذلك بالاعتماد على قيمة احتمالية أو مستوى المعنوية (probability) الخاصة بـ (Chi-Square) فإذا كانت قيمتها أقل من ٥% يتم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة وإذا كانت أكبر من ٥% يتم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية. (Torres-Reyna, 2007).

النموذج القياسي (The Empirical Model)

استخدمت هذه الدراسة تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (البيانات الجدولية) وذلك لأن البيانات الجدولية هي بكل تأكيد الأكثر ملاءمة لأنها تأخذ بعين الاعتبار التغيرات عبر الزمن للمؤشرات المالية، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار الخصائص المختلفة لكل بنك والتغيرات المؤقتة في بيئة عمل البنوك (Bortolotti, D'Souza and Megginson, 2002)، وبالاعتماد على دراسة Addo and Suyuzee(2013) تم بناء نموذج الدراسة:

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 INT_{it} + \beta_3 INF + \beta_4 TAX + u_i \dots \dots \dots (2)$$

المتغير التابع:

RET: عوائد أسهم البنوك

المتغيرات المستقلة:

GDP: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

INT: معدل سعر الفائدة.

INF: معدل التضخم.

TAX: معدل نمو الضرائب.

U : حد الخطأ

المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفرضيات

المقدمة

بعد الحصول على البيانات اللازمة، واعتمادا على الدراسات السابقة مثل دراسة Addo and Suyuzee (2013) قامت الباحثة باستخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة بالاعتماد على برمجية EVIEWS، بهدف الإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها ومن ثم صياغة النتائج والتوصيات، ويمكن توضيحها من خلال المراحل التالية:

اختبار سكون السلاسل الزمنية

أثبتت العديد من الدراسات القياسية (Stock and Watson, 1988)، (Nelson & Plosser, 1982)، (Yule, 1926)، أن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية والمالية تتسم بعدم الاستقرار ناتجا عنها مشكلة الانحدار الزائف (Spurious Régression) ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة التي يتحصل عليها حيث تكون قيم R^2 مرتفعة حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات، وعليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) عن طريق استخدام اختبار Augmented Dickey Fuller (ADF) لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية أو عدم احتوائها على جذر الوحدة بحيث تكون الفرضية الصفرية هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنه غير مستقر ويتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو بالرفض بملاحظة قيمة الاحتمالية "Probability"، فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية (ADF) أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض فرض الأساس بوجود جذر الوحدة والحكم باستقرار السلسلة الزمنية للمتغير محل الدراسة.

اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

ومن أجل اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم استخدام كل من اختبار ديكي فولر وفيلبس بيرون وذلك للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية حيث أن عدم استقرارية السلاسل الزمنية يؤدي إلى نتائج انحدار مزيفة غير حقيقية، وبالتالي تم إجراء الاختبارين لمتغيرات الدراسة عند المستوى وتبين من خلال النتائج في الجدول (1) إن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، حيث إن قيمة المعنوية لكلا الاختبارين أكبر من 5%، وبالتالي يتم قبول فرضية عدم التي تنص على وجود جذر الوحدة (عدم استقرار السلسلة الزمنية)، وبالتالي لابد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات ومن ثم إعادة الاختبار، وبعد اخذ الفرق الأول تبين من خلال الاختبارين

(ديكي فولر وفيليب بيرو) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت اقل من ٥% لكلا الاختبارين، وبالتالي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة أي أن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة أصبحت مستقرة كما أن اختبار فيلبس بيرون يأخذ بعين الاعتبار الأخطاء العشوائية واشمل من اختبار (ديكي فولر) وبالتالي البيانات أصبحت جاهزة للتحليل.

الجدول (١) نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية

الاختبار				المتغيرات
PP-Fisher chi-sq		ADF-Fisher Chi-sq		
المستوى Prob	الفرق الأول Prob	المستوى Prob	الفرق الأول Prob	
0.672	0.000	0.084	0.000	RET
0.342	0.0000	0.287	0.0001	GDP
0.0121	0.0000	0.1003	0.000	INT
0.1100	0.0000	0.1972	0.0000	INF
0.083	0.007	0.248	0.005	TAX

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول (١) تبين أن كل المتغيرات الاقتصادية والمالية لا تنتم بالسكون عند إجراء اختبار (ADF) و (PP) فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدره تقل عن تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية مما يستوجب قبول الفرضية الصفرية والدالة على وجود جذور الوحدة، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت كل المتغيرات تنتم بالاستقرار عند مستوى معنوية ٥%، وعليه فإن النتيجة لا تنفي إمكانية أن تكون السلاسل الزمنية لكل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (١) I عند مستوى معنوية ٥%.

وللتأكد ما إذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أو لا قامت الباحثة باختبار درجة سكون البواقي ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (٢) نتائج اختبار سكون البواقي

المستوى			المتغيرات
PP	ADF	التباطؤ	
***.....	***.....	5	Z=resid

***، **، * تشير إلى سكون المتغيرات عند مستوى معنوية ١%، ٥% و ١٠% على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول (٢) تبين أن البواقي تتسم بالسكون عند إجراء اختبار (ADF) و (PP) عند المستوى، فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدره تفوق تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية مما يستوجب رفض الفرضية الصفرية والدالة على وجود جذور الوحدة، وعليه فإن البواقي متكاملة من الدرجة الصفرية $I(0)$ عند مستوى معنوية ١%. ونظرا للنتائج المتحصل عليها وباعتبار أن البواقي تتسم بالسكون عند الدرجة الصفرية $I(0)$ ، لا يمكن رفض الفرضية الصفرية القائلة أن المتغيرات ليست متكاملة (السواعي، ٢٠١١: ١٩٩).

جدول (٣) معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة

GDP	INT	INF	TAX	
-0.056	0.033	0.139	1	TAX
0.204	0.296	1		INF
-0.106	1			INT
1				GDP

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

يوضح الجدول رقم (٣) معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة الخاصة بالبنوك محل الدراسة، حيث يتبين عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة. وبالتالي فإن البيانات أصبحت جاهزة للتحليل.

فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية

الفرضية الفرعية الأولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

الفرضية الفرعية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لسعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

الفرضية الفرعية الثالثة :

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

الفرضية الفرعية الرابعة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل نمو الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

تقدير نموذج الدراسة

لقد تم تقدير نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، واختبار هوسمان. كما تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العامة (GLS) (Generalized least square) حيث تأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس والارتباط الذاتي لحد الخطأ (Green, 2008). حيث يوضح الجدول (٤) نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت، والجدول (٥) نتائج تقدير الأثر العشوائي، بينما يبين الجدول (٦) نتائج اختبار هوسمان.

جدول (٤) نتائج نموذج الأثر الثابت

Dependent Variable: RET				
Date: 10/08/16 Time: 22:34				
Sample: 1990 2015				
Cross-sections included: 6				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	272.5952	23.07786	11.81198	0.0000
GDP	-0.006430	0.000772	-8.326143	0.0000
INT	-16.85847	4.321777	-3.900818	0.0001
INF	17.24864	155.7412	0.110752	0.9120
TAX	-0.037703	0.004076	-9.249736	0.0000
R-squared	0.530912	Mean dependent var	51.04846	
Adjusted R-squared	0.501996	S.D. dependent var	84.81485	
F-statistic	18.36027	Prob(F-statistic)	0.000000	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

جدول (٥) نتائج نموذج الأثر العشوائي

Dependent Variable: RET				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 10/08/16 Time: 21:45				
Sample: 1990 2015				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	10.80516	28.60879	309.1225	C
0.1502	1.446404	0.009711	0.014046	GDP
0.6548	0.447959	155.9167	69.84436	INF
0.0000	-4.406432	4.489363	-19.78207	INT
0.0000	-8.961967	0.004070	-0.036476	TAX
0.544951	R-squared		0.529783	Adjusted R-squared
35.92703	F-statistic		0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

جدول (٦) نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	4	1.0000
* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.			
** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.			
Log likelihood	-854.5229	Hannan-Quinn criter.	11.16303
F-statistic	18.36027	Durbin-Watson stat	0.600009
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

ومن أجل معرفة النموذج المناسب للتقدير (نموذج الأثر الثابت أم نموذج الأثر العشوائي)، تم تقدير اختبار هوسمان ومن خلال نتائج اختبار هوسمان في جدول (٦) ومن خلال قيمة كاي تربيع والاحتمالية البالغة (١) وهي اكبر من ٥% وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على إن نموذج الأثر العشوائي هو المناسب لتقدير أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في عوائد البنوك التجارية الأردنية، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على إن نموذج الأثر الثابت هو المناسب للتقدير. نتائج تقدير أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية باستخدام نموذج الأثر الثابت.

اختبار الفرضية الرئيسية

يتبين من نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي في الجدول (٥) ومن خلال قيمة معامل التحديد والبالغة ٥٤%، إن ٥٤% من التغيرات في عوائد أسهم البنوك تعود إلى كل من الناتج المحلي الإجمالي التضخم، سعر الفائدة والضرائب وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية التي تنص على عدم وجود أثر لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وقبول الفرضية البديلة بوجود أثر لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، كما يتبين من خلال قيمة إحصائية الـ اف واحتماليتها إن النموذج صالح لقياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

اختبار الفرضيات الفرعية

من أجل اختبار الفرضيات الفرعية تم استخدام نموذج الأثر العشوائي لمتغيرات المستقلة (معدل الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة معدل التضخم، الضرائب) وعوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية كمتغير تابع بناء على اختبار Hausman، ويتبين من خلال الجدول (٥) ما يلي:

١. عدم وجود أثر لمعدل الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى: (لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية ورفض الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية).

وذلك بسبب أن الناتج المحلي الأردني كان متواضعاً في الفترة الأخيرة، بسبب الأزمات المتلاحقة، من الأزمة المالية العالمية، وحروب الدول المجاورة، وأزمة سورية، وعدم استقرار القطاعات الرئيسية بالمملكة بسبب الأحداث السياسية التي شهدتها بعض دول المنطقة

وانعكاساتها السلبية على وتيرة النشاط الاقتصادي، بالتالي لم يؤثر الناتج المحلي على عائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وأيضاً بسبب طبيعة عمل البنوك التجارية الأردنية.

٢. عدم وجود أثر لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% للتضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية ورفض الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

وذلك لان الدراسات والنظريات لم تتفق حول تأثير التضخم في عوائد الأسهم وأيضاً معلومات التضخم تمثل أخبار جيدة للمدين وأخبار سيئه للدائن وبسبب طبيعة عمل البنوك ممكن أن تكون دائنة أو مدينة، وبالتالي ليست هنالك إشارة متوقعة لتأثير التضخم في عوائد الأسهم التجارية.

٣. وجود أثر سلبي ومعنوي لسعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، مما يشير إلى أهمية سعر الفائدة في التأثير في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة $(\alpha \leq 0.05)$ لسعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لسعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية. وذلك لأنه يعتبر سعر الفائدة عامل مهم يؤثر في تكلفة التمويل وكذلك يؤثر في قيمة الأصول، وأيضاً اتفقت جميع الدراسات والنظريات على تأثير ارتفاع معدل سعر الفائدة بشكل سلبي على الاستثمارات، إذ يمثل سعر الفائدة تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في أسواق الأسهم، بالتالي أي تغير في سعر الفائدة سوف يؤثر تلقائياً في عوائد الأسهم التجارية، بالتالي كان له الأثر الأكبر في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

٤. وجود تأثير سلبي ومعنوي لمعدل الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، مما يشير إلى أهمية الضرائب في التأثير على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة $(\alpha \leq 0.05)$ لمعدل الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

وذلك لأن الضرائب تؤثر بشكل مباشر على النشاط الاقتصادي وذلك عند زيادته نلاحظ تراجع الاستثمارات وذلك كون زيادة الضريبة تؤثر على الأرباح والمخاطر وذلك بزيادة المخاطرة وقله الأرباح، ومن جهة أخرى تؤثر زيادة معدل الضريبة في تقليل من الأرباح الصافية بالتالي يؤثر على قدرته البنوك على إجراء توزيعات على حمله الأسهم واحتجاز الأرباح من أجل إعادة استثمارها.

المبحث الثالث: النتائج والتوصيات

أولاً- النتائج

يتبين من النتائج ما يلي:

- إن ٥٤% من التغيرات في عوائد أسهم البنوك تعود إلى كل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، سعر الفائدة ومعدل نمو الضرائب وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية التي تنص على عدم وجود أثر لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وقبول الفرضية البديلة بوجود أثر لمتغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وهذا يتفق مع دراسة (Ali et al. (2015) ودراسة عثمان (٢٠١٣) كما يتبين من خلال قيمة إحصائية الـ اف واحتماليتها إن النموذج صالح لقياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية.

١. عدم وجود أثر لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية ورفض الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وهذا يتفق مع دراسة (Mike and Timothy (2016) ودراسة (Kirui et al. (2012). ودراسة (Al-Zararee (٢٠١٤) ودراسة يوسف (٢٠٠٨). وتختلف مع دراسة المغربي (٢٠٠٧)، ودراسة (Al-Abedallat and Al Shabib (٢٠١٢).

٢. عدم وجود أثر لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة أقل من ٥% لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية ورفض الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة اقل من ٥% لمعدل التضخم في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية وهذا يتفق مع دراسة (Kirui et al. (2012). واختلفت مع دراسة (Olufisayo (2013) ودراسة ارشيد (٢٠٠٤)، ودراسة الحنيطي (٢٠١١). ودراسة الزعبي (٢٠٠٤).

٣. وجود أثر سلبي ومعنوي لمعدل سعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، مما يشير إلى أهمية سعر الفائدة في التأثير على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمعدل سعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة احصائية لسعر الفائدة في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية. وهذا يتفق مع دراسة الهجوج (٢٠١٠)، ودراسة المغربي (٢٠٠٧)، ودراسة، Ghazi and Majed (2012)، ودراسة (٢٠١١) Kuwornu، واختلفت مع دراسة (2012) Kirui et al.

٤. وجود أثر سلبي ومعنوي لمعدل نمو الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، مما يشير إلى أهمية الضرائب في التأثير في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الرابعة : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمعدل نمو الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل نمو الضرائب في عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية. وهذا يتفق مع دراسة (2003) BASHIR

ثانياً - التوصيات

- بناءً على ما توصلت إليه الدراسة، فيمكن للباحثة أن توصي بما يلي:
- على البنوك التجارية الأردنية المتابعة الدورية والمستمرة لمتغيرات الاقتصاد الكلي وتهتم بمعدل سعر الفائدة ومعدل الضريبة، لأنها من الأسباب الرئيسية في تغير عوائد أسهمها في بورصة عمان.
 - ضرورة اهتمام البنوك بالضريبة وذلك بالتعرف على جميع المستجدات الضريبية من خلال حضورها للمؤتمرات، والندوات الضريبية، والاشتراك بالجمعيات المهنية الضريبية الدولية والمحلية، للتعرف على كل ما جديد في مجال الضريبة على اختلاف أنواعها للتخطيط والاستعداد لها، وذلك لتقليل من أثارها السلبية.
 - على البنك المركزي أن يوجه سياسته النقدية لتخفيض سعر الفائدة لما لها أثر على عوائد أسهم البنوك التجارية، وأيضاً لزيادة الاستثمارات ودفع عجلة النمو الاقتصادي.
 - ضرورة قيام الجهات الرسمية مثل دائرة الإحصاءات والبنك المركزي بنشر المعلومات المتاحة عن الاقتصاد الكلي بشكل دوري وبأقل التكاليف، بوصفة مؤشراً موثقاً به للتنبؤ في سلوك عوائد الأسهم في سوق عمان المالي.
 - ضرورة قيام الحكومة ببذل المزيد من الجهود لتقليل حساسية الاقتصاد الأردني للظروف المحيطة، وتحريك السياسات الاقتصادية العامة صوب تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وذلك من شأنها تقلل المخاطر المحيطة بالبنوك التجارية، وتضمن استمرارها بعوائد جيدة.

كما توصي الدراسة بمحاولة إجراء دراسات مستقبلية:

- وذلك بإجراء المزيد من الدراسات حول أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على جميع البنوك المدرجة في بورصة عمان مع إضافة مؤشرات اقتصادية كلية أخرى، إضافة إلى تأثير العوامل الأخرى على عوائد الأسهم كالمتغيرات السياسية والاجتماعية الداخلية والخارجية ذات العلاقة بالاقتصاد الأردني، وأيضاً تطبيق هذه الدراسة على القطاعات الأخرى في السوق المالي كقطاع التأمين وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة، والقيام بإجراء دراسات وبحوث معمقة وبشكل أوسع والاعتماد على الأساليب الحديثة والدقيقة لتوفير البيانات حول المتغيرات الاقتصادية للاستفادة منها لتحسين الوضع الاقتصادي الأردني.

قائمة المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية

- آل فواز، مبارك بن سليمان (٢٠١٠). الأسواق المالية من منظور إسلامي، جامعه الملك السعود. ابكر، محمد اسحق عبد الله والبيشاري، مصطفى نجم (٢٠١٣). أثر استخدام معياري الربحية والاستثمار على توظيف موارد المصارف التجارية المحاطة بالمخاطر): دراسة على عينة من المصارف التجارية للفترة ٢٠٠٦-٢٠١١. مجلة العلوم الاقتصادية، ١٤ (٢).
- ابو السندس، جهاد والمومني، غازي فلاح (٢٠١٢). أثر تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العامة في قطاع الخدمات. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، ٢٠ (٢)، يونيو.
- ابو حشيش، خليل (٢٠١٠). دراسات متقدمة في المحاسبة الضريبية، عمان: دار الحامد للنشر.
- الاحمد، عبد العزيز محمد (٢٠٠٧). الأسواق المالية في البلدان الناشئة. مجلة أوراق اقتصادية، (٧)، تموز، أبو ظبي.
- ارشيد، عبد المعطي (٢٠٠٤). محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان. مجلة البصائر. ٨ (٢).
- ارشيد، علي نواش محمد (٢٠٠٤). الضريبة العامة على المبيعات في الأردن. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعه اليرموك، اربد، الأردن.
- البيديري، حسن جميل (٢٠١٣). البنوك مدخل محاسبي وإداري، الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- براق، محمد (٢٠٠٦). مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية. دراسات اقتصادية، مركز البصيره للبحوث والاستشارات، (٨).
- برغرام، أجين (٢٠١٠). الإدارة المالية: مفاهيم أساسيه، تقييم الأدوات المالية، حلب: شعاع للنشر والعلوم.
- البطريق، يونس (٢٠٠٢). النظم الضريبية، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- بلعزوز، ابن علي (٢٠٠٩). استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، (٧).
- بنك الأردن، تقرير سنوي، أعداد مختلفة.
- البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية السنوية، دائرة الأبحاث والدراسات، أعداد مختلفة.

- بني هاني، حسين (٢٠٠٢). الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المستقبلية، (ط١) عمان: دار الكندي.
- بوراس، احمد (١٩٩٩). الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، مجلة العلوم الانسانية، (١١).
- التواب، محمد حلمي عبد (٢٠١٠). البورصة المصرية والبورصات العالمية، دار الكتب الجامعية. تيم، فايز ومطر، محمد (٢٠٠٥). إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان: دار وائل للنشر.
- جير، هشام (٢٠٠٦). إدارة المصارف أصولها العلمية والعملية-، (ط٢)، عمادة البحث العلمي، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين.
- الحاج، طارق (١٩٩٩). المالية العامة، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- حسين، مجيد وسعيد وعفاف (٢٠٠٤). مقدمه في التحليل الأقتصاد الكلي، (ط١)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- حماد، طارق عبد العال (٢٠٠٠). دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية .
- الحنيطي، هناء محمد هلال (٢٠١١). أثر التضخم على أسعار الأسهم: بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (١٩٨٠ - ٢٠٠٥). دار المنظومة (مجلة الفكر المحاسبي)، ١٥(١).
- خربوش، حسني علي وآخرون (٢٠٠٧). الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن.
- الخطيب، صبري (٢٠٠٦). تقرير حول أداء بورصة عمان، غرفه تجاره عمان، إدارة الدراسات والتدريب.
- رزق، عادل (٢٠٠٦). دعائم الإدارة الاستراتيجية للاستثمار، اتحاد المصارف العربية.
- الرفاعي، محمود فلاح (١٩٩٩). أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي: خلال الفترة ١٩٩٧ - ١٩٧٨. رسالة ماجستير غير منشوره، كلية الاقتصاد، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.
- رمضان، زياد (٢٠٠٧). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، (ط٤)، عمان: دار وائل للنشر.
- الزرقان، صالح طاهر (٢٠١٠). العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم -النظرية والتطبيق، (ط١)، عمان: دار جليس الزمان للنشر والتوزيع.
- الزعبي (٢٠٠٤). العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي. مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، ١٩(٥).

زيادات، علي والخرابشه، فارس (٢٠١٣). أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية: حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردني. *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية*، ٢١(١)، يناير.

زيود، لطيف والأمين، ماهر والمهندس، منيرة (٢٠٠٥). تقييم أداء المصارف باستخدام أدوات التحليل المالي. *مجلة جامعه تشرين العلوم الاقتصادية والقانونية*، ٢٧(٤).

السريتي، السيد محمد احمد ونجا، علي عبد الوهاب (٢٠٠٨). *مبادئ الاقتصاد الكلي، الإسكندرية: الدار الجامعية*.

السلمان، مهند بن عبد الملك، والبكر، أحمد بن بكر (٢٠١٦). *مفهوم الناتج المحلي الإجمالي، دراسة وصفية، مؤسسة النقد العربي السعودي، السعودية*.

سميه، بلجبلية (٢٠١٠). *أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعه من الشركات المدرجة في بورصة عمان: خلال الفترة ١٩٩٦-٢٠٠٦*. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعه منتوري، الجزائر.

السواعي، خالد محمد (٢٠١١). *أساسيات القياس الاقتصادي باستخدام EVIEWS*، إريد، الأردن: دار الكتاب الثقافي.

السيد، إمامة محمد والرشيد، طارق محمد (٢٠١٢). *العلاقة السببية بين عرض النقود والتضخم في السودان (1990-2012)*. *مجلة العلوم الاقتصادية*، ١٦(٢).

الشكرجي، بشار والعباسي، حسن (٢٠٠٢). *أثر متغيرات الدخل في ربحية المصارف التجارية: دراسة تطبيقية على مصرفي بغداد والإسلامي*. *مجلة تنمية الرافدين*، ٦٧(٢٤).

شلاش، محمد سليمان إبراهيم (٢٠٠٧). *أسعار الفائدة وأثرها على التسهيلات الائتمانية في الأردن*. *مجلة جامعة الملك سعود*، ١٩(٢).

شندي، أديب قاسم (٢٠١٣). *الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة*. *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، بغداد*.

شواقفة، وليد محمد (٢٠١١). *العلاقة بين الناتج النقود والأسعار في الأردن*. *مجلة العلوم الإدارية*، ٣٨(٢).

صباح، سالم (١٩٩٦). *الضرائب ومحاسبتها في فلسطين*، (ط١). غزة: مجمع البحوث والاستشارات التجارية والاقتصادية.

الطراونه، سعيد (٢٠٠٤). *سياسة تسعير الفوائد المقبوضة من القروض في البنوك التجارية*. *مجلة المنارة*، ١٠(٢).

طلب، محمد عبد العظيم وحسن، سليمان سعيد (٢٠١٢). تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم: مراجعة للنظرية والدراسات التطبيقية. *المجلة العلمية، كلية التجارة جامعة أسيوط،* (٥٤).

الطيب، سعود والحجاي، سليم وشحاتيت، محمد (٢٠١١). تأثير سعر الفائدة لأجل على الاستهلاك الخاص، حالة الأردن خلال الفترة ١٩٧٦-٢٠٠٤. *دراسات العلوم الإدارية،* (٢)٣٨.
عبد الغفار، حنفي (٢٠٠٥). *البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، الدار الجامعي، الاسكندرية.*

عبد الله، خالد والطراد، إسماعيل (٢٠٠٦). *إدارة العمليات المصرفية- المحلية والدولية،* (ط١)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

عبد المطالب، عبد الحميد (٢٠٠٦). العائد والمخاطر في القرار الاستثمار بالبورصة. *مجلة البحوث الإدارية،* (٤)٢٤.

عثمان، ياسر إبراهيم علام (٢٠١٣). أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية. *مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي،* (٥١)١٧.

العصار، رشاد والحلبي، رياض (٢٠٠٠). *النقود والبنوك،* (ط١)، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

العلي، أحمد وقاسم، عبد الرزاق (٢٠١٣). قياس أثر التغيرات في سعر الفائدة الدائنة على النشاطات المصرفية الأساسية دراسة تطبيقية على الصناعة المصرفية). *مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية،* (١)٢٩.

العمر، ابراهيم صالح والعلوين، محمد عبد الهادي والحصري، ديانا بوليس (٢٠١٣). أثر عجز الموازنة العامة على معدل الفائدة في الأردن (٢٠٠٨-١٩٩٦). *دراسات العلوم الإدارية،* (١)٤.

الغالب، عبد الحسين جليل والجبوري، سوسن كريم (٢٠٠٨). أثر مقاييس عرض النقد على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في عينة من الدول المتقدمة. *مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية،* (١٠)٢.

فضيل، فارس، وساحل، محمد (٢٠٠٩): *تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الاقتصادي الحديث، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الملتقى الدولي الثاني الأمانة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، الجزائر*

الفيومي، نضال احمد وعواد، شرين يوسف (٢٠٠٣). العلاقة بين تركيز السوق وأداء البنوك في الأردن. *مجلة مؤتة للبحوث والدراسات،* (٤)١٨.

القويدر، امجد سالم (٢٠٠٤). أثر الهيكل الضريبي على النشاط الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠٠١). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

كريم، عبد الحفيظ محمد (٢٠٠٨). الأدوات المالية: مفهومها وكيفية الاعتراف والإفصاح عنها في القوائم المالية. مجلة علوم إنسانية، (٣٩). متوفر على الإنترنت: www.ulum.nl.

لطفي، امين السيد احمد (٢٠٠٦). التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مصر: الدار الجامعية.

مسعداوي، يوسف (٢٠١٤). كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، (٤٢)، بغداد.

المطارنة، عمر عبد الله عبد المهدي (٢٠١٤). تمهيد الدخل وعلاقته بمؤشرات الربحية ومصروف ضريبة الدخل وجوده التدقيق. أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعه العلوم الإسلامية، عمان، الأردن.

مطر، محمد (٢٠٠٩). إدارة الاستثمارات، (ط5)، عمان: دار وائل للنشر.

مطر، محمد وتيم، فايز (٢٠٠٥). إدارة المحافظ الاستثمارية، (ط2)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

المغربي، محمد إبراهيم محمد (٢٠٠٧). أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية : خلال الفترة ٢٠٠٥ - ١٩٩٠. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعه آل البيت، المفرق، الأردن.

المومني، رياض والهزليمه، نفل (٢٠١١). تأثير التجارة الخارجية على التضخم في الأردن ١٩٩٢-٢٠٠٦. أبحاث اليرموك "سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، ٢٧(١).

النجار، جمعة صالح، فايز وآخرون (٢٠٠٨)، أساليب البحث العلمي (منظور تطبيقي)، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

النجار، فائق (٢٠٠٣). إدارة المخاطر المصرفية. مجلة البنوك في الأردن، ٢٢(٤).

النعمي، تايه عدنان (٢٠٠٨). التحليل والتخطيط المالي، عمان: اليازوري.

نور، عبد الناصر (٢٠٠٤). العلاقة بين بعض المؤشرات المالية والعوائد غير العادية، دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان. أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، ٢٠(٣).

الهجوج، حسن بن رقدان (٢٠١٠). دراسة العلاقة بين أداء سوق الأسهم السعودية والمتغيرات الاقتصادية الكلية. مجلة التعاون، (٧٠).

هندي، منير إبراهيم (١٩٩٧). الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية: منشأة المصارف.

الوادي، محمود والعساف، احمد وصافي، وليد (٢٠١٣). **الاقتصاد الكلي**، (ط٣)، عمان، الأردن:
دار المسيرة للنشر والتوزيع.
وزاره المالية (٢٠١٣). **نشرة مالية الحكومة العامة**، ١٤(٢).
وزاره المالية، نشرة مالية الحكومة العامة، تقرير السنوي، أعداد مختلفة.
يوسف، دانة بسام محمد (٢٠٠٨). **تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان
المالي**. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.

ثانياً- المراجع باللغة الإنجليزية

- Addo, A. & Sunzuoye, F. (2013). The Impact of Treasury Bill Rate and Interest Rate on The Stock Market Returns: Case Of Ghana Stock Exchange. **Research Journal of Economics, Business and ICT**.
- Al-Abedallat, A. Z. & Al Shabib, D. K. (2012). Impact of the investment and gross domestic product on the Amman Stock Exchange index. **Journal Investment Management and Financial Innovations**, 9(3).
- Alam, M. & Uddin, S.G. (2009). Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries. **International Journal of Business and Management**, (3), 43-50.
- Ali, Umar, Abdullah, Adam, Sulong, Zunaidah & Tijjani, Ahmad (2015). The Review of Stock Returns and Macroeconomic Variables. **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**, 5(5).
- Al-Zararee, A. N. (2014). The Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns. **International Journal of Business and Social Science**, 5(1).
- Baltagi, B. H. (2000). **Econometric analysis of panel data**, (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
- BASHIR, ABDEL-HAMEED (2003). Determinants Of Profitability In Islamic Banks: Some Evidence From The Middle Eas. **Islamic Economic Studies**,11(1).
- Bortolotti, B. D'souza, J. Fantini, M. & Megginson W. L. (2002). Privatization and the sources of performance improvement in the global telecommunications industry. **Telecommunication Policy**, 26(5-6), 243-268.
- Brown, Keith C. & Reilly, Frank K. (2009). **Investment Analysis and Portfolio Management**, (9th ed.). South Western: Cengage Learning.
- Chidothi, D. & Sheefen, J. P. (2013). The Relationship between Inflation and Stock Prices in Zambia. **Asian Journal of Business and Management**, 1(4), 185-192.
- Dickey and Fuller (1979). Distribution of the estimators for Autoregressive time series with unit root. **Journal of American statistical Association**, 74, 427-431.
- Dickey and Fuller (1981). Likelihood ratio statistics for Autoregressive time series with unit root. **Economtrica**, 49(4), 1057.
- Duchac, J. E. & Reeve, J. M. & Warren, C.S. (2007). **Financial Accounting: An Integrated Statements Approach**, (2nd ed.). USA: Thomson South -Western, Mason.

- Fama, F. Eugene (2004). The Capital Asset Pricing Model : Theory and Evidence. **Journal Of Economic Perspectives**, 18 (3).
- Ghazi and Majed (2012). Impact of Economic Factors on the Stock Prices at Amman Stock Market (1992-2010). **International Journal of Economics and Finance**, 4(1).
- Gitman, L. & Zutter, C. (2012). **Principles of Managerial Finance**, (13th ed.). USA: Prentice Hall.
- Green, W.H. (2008). **Econometric Analysis**, (7th ed.). Prentice Hall.
- Hempel, G. H., Simonson, D. G. & Coleman, A.B. (1994). **Bank Management**. (4th ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Hsiao, C. (1986). **Analysis of panel data**. Cambridge, U.K : Cambridge University Press.
- Jensen, Michael C. (1972). Capital Markets: Theory and Evidence. **The Bell Journal Of Economics and Management Science**, 3.
- Jones, Charles P. (1996). **Investments: Analysis and Management**, (5th edition). Singapore: John Wiley & Sons, Inc..
- Kalyanaraman, L. & Al Tuwajri, B (2014). Macroeconomic Forces and Stock Prices: Some Empirical Evidence from Saudi Arabia. **International Journal of Financial Research**, 5(1).
- Kirui, E., Wawire, H.W. & Onono, P.O. (2012). Macroeconomic Variables, Volatility and Stock Returns: A Case of Nairobi Securities Exchange, Kenya. **International of Economics and Finance**, 6(8).
- Kuwornu, John K. M. (2011). Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: the Ghana experience. **Research Journal of Finance And Accounting**, 2(4), 49-63.
- Maitah, Mansoor, Zeda, Khalid and Galalh, Abudeltf (2012). The Utilizing of Financial Analysis in Credit Decision in Palestinian Commercial Banks. **Journal of Money, Investment and Banking**, 24(12).
- Malgharni Ata Mohamadi & Karimnia, Mohammad (2014). Investigate The Relationship Between Unsystematic Risk And Profit Growth Of Accepted Companies In Tehran Stock Exchange, Singaporean **Journal Of Business Economics, And Management Studies**, 2(11)
- Manez, J. A., Rochina, M. E. & Sanchis, J. A. (2004). The decision to export: a Panel Data Analysis for Spanish manufacturing. **Applied Economics Letters**, 11, 669-673.
- Masoud, N. M.. (2013). The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth. **International Journal of Economics and Financial**, 3(4), 788-798.
- Mike and Timothy (2016). Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Returns Of Listed Commercial Banks In Kenya. **International Journal of Economics, Commerce and Management United Kingdom**, (6), June.
- Milanova, E. (2010). Market Risk Management In Banks – Models For Analysis And Assessment. **Economics and Organization Journal**, 7(4).
- Moyer, C. & McGuigan, J. (1990). **Contemporary Financial Management**, (Fourth Edition), USA: West Publishing Company.
- Nelson, C. and Plosser, C. (1982). Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications. **Journal of Money Economics**, 10.
- Olufisayo, A.O. (2013). Stock Prices and Inflation: Evidence from Nigeria. **American Journal of Economics**, 3(6), 260-267.
- Phillips, P.C. and Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. **Biometrika**, 75, 335-346.

- Pugel, T.A. & Lendert, P. H. (2000). **International Economics**, (11th ed.). McGraw-Hill.
- Reilly, Frank K., Brown, Keith C. (1999). **Investment Analysis and portfolio Management**, (6th edition). South – Westem, College publishing.
- Rose, B. & Hudgins, S. (2008). **Bank management And financial Services**, (7th ed.). McGraw-Hill.
- Ross, A. Stephen, Westerfield, Randolph, Jordan, W. & Bradford, D. (2000). **Fundamentals of corporate finance**, (5th ed.). McGraw-Hill Book Company.
- Schroeck,G (2002)Risk Management and value creation in fainanceial institution, Wiley
- Scott, D. L. (2005). **David Scott's Guide to Investing in Common Stocks**, Boston, MA, United States: Houghton Mifflin Company.
- Sheeba, K (2011). **Financial Management**, India: Dorling Kindersley Pvt. Ltd.
- Solnik, B. (2000). **International Investment**, (4th ed.). Addison–Wesley Longman, Inc.
- Stock, J. H. and Watson, M. W. (1988). Testing for Common Trends. **Journal of American Statistical Association**,.
- Torres-Reyna, O. (2007). **Panel Data Analysis: Fixed and Random Effects using STATA**. Princeton University, Available. [online]: <http://dss.princeton.edu/training>, accessed on 18/07/2012.
- Uwubanmwun, A. (2015). Inflation Rate and Stock Returns: Evidence from the Nigerian Stock Market. **International Journal of Business and Social Science**, 6(11), 155-167.
- Whaley, Robert E. (2006). **Derivatives (Markets, Valuation, and Risk Management**, New Jersey: John Wiley & Sons, INC, Hoboken.
- Worrall, L. J. & Pratt C. T. (2004). Estimation issues associated with time-series-cross-section analysis in criminology. **Western Criminology Review**, 5(1), 35-49.
- Yule, G.U. (1926). Why Do We Some Times Get Nonsense-Correlations Between Time-Series? A Study in Sampling and the Nature of Time-Series. **Journal of the Royal Statistical Society**, 89.