أثر الاستثمار على عوائد الأسهم
(دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي حسب القطاعات)

الدكتور حسين الحسن– أستاذ مساعد في كلية الاقتصاد، قسم الإحصاء ونظم المعلومات–جامعة حلب

المُلخَّص

تهدف الدراسة إلى قياس مدى تأثير الاستثمار في سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، بناءً على الفرضية التي تفيد بأن زيادة الاستثمار تؤدي إلى ارتفاع مؤشر سوق الأوراق المالية، وذلك باستخدام بيانات سنوية للفترة الممتدة بين 2005 – 2016، حيث تم استخدام المنهج الوصفي لعرض مفاهيم المتغيرات، بالإضافة إلى المنهج الإحصائي باستخدام اختبارات السكون، التوزيع الطبيعي، معادلة الانحدار الخطي البسيط حيث تم تقديرها بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews10).ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن جميع متغيرات الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي ما عدا مؤشر قطاع الإسمنت، بالإضافة إلى انه وجد هناك علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم للقطاع المالي. وعدم وجود علاقة ارتباط بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الإسمنت، في حين كانت هناك علاقة ارتباط بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات وهي علاقة عكسية ودالة إحصائياً.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار المالي بالأسهم، مؤشر سوق الأسهم السعودي ، قطاع الإسمنت، أسهم قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات.

1 – مقدمة Introduction:

تعد أوضاع سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في البلاد ، واستقرار هذه الأسواق يُعد مقياساً لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة ، بالإضافة إلى أن الأسواق المالية تُعد أداةً مهمة فيحشد المدخرات الوطنية و توجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي و تزيد من رفاهية المواطنين، لذلك كان انحصار الملكية العامة و زيادة توسع القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي و التقدم التكنولوجي في مجال المعلومات و الاتصالات ، والتحرر الاقتصادي بالعديد من الدول شكلت في مجموعها عاملاً مؤثراً في ظهور و نمو الأسواق المالية في العديد من دول العالم.

و تمثل سوق الأوراق المالية بأحد وجهيها تهيئة الظروف المناسبة للمناخ الاستثماري لحركة رأس المال كما يمثل وجهها الأخر فعّاليات وتشجيع الإنتاج و تطور نشاط المشاريع الخاصة و المختلطة والمؤسسات المساهمة، وهي من أجهزة الادخار و الاستثمار المهمة ، ففيها تُستثمر أموال الأفراد و المصارف و شركات الاستثمار و التأمين و الشركات المالية الوسيطة و يتم تداول الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رؤوس أموال المنشآت. ونحن بهذا البحث لا نُعنى بالشركات المساهمة بقدر اهتمامنا بآثار الاستثمار على مؤشرات الأسهم في الاقتصاد السعودي. لذلك كان الاستثمار ومازال من أكثر العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأسعار وعلى نمو وتطور الشركات المساهمة. فالسؤال الذي سنعالجه في هذا البحث ما هو أثر الاستثمار على مؤشرات البورصة السعودية حسب القطاعات.

2– مشكلة البحث:Research Problem:

إن النظرية التقليدية لأسعار الأسهم تشير إلى أن جميع العوامل الأساسية (الكلية) المؤثرة في أسعار الأسهم تأتي من خارج السوق، متمثلة في دراستنا بالاستثمار. حيث أن أهمية الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالي تزداد يوماً بعد يوم وبالتالي يجب العمل على أن تبقى هذه الشركات في ازدياد دائم وحجم تداول أسهمها في نمو مستمر كي تستطيع القيام بدورها المهم في استقطاب المستثمرين الصغار منهم والكبار إذا ما توفرت لهؤلاء بعض المؤشرات التي تساعدهم في اختيار الأسهم، وفي ظل هذه المعطيات أصبح من الضروري اختبار العلاقة بين الاستثمار وأسعار الأسهم في السوق السعودية.وعليه يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال التساؤل التالي:

ما هو أثر الاستثمار في مؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات في البورصة السعودية؟

3– أهمية البحثومبرراته: Research Importance:

تُعد دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم، مسألة مهمة لأي بلد يبحث عن الاستقرار المالي والاقتصادي. فالاقتصاد السعودي اقتصاد ريعي يعتمد على النفط والغاز كمصدر أساسي للدخل، لذلك سوف تكون الواردات الحكومية كبيرة من هذا القطاع، ومن ثم سوف تزداد السيولة

.....

* البورصة: سوق الأوراق المالية

في الاقتصاد وتشكل ضغوط تضخمية كبيرة. لذلك كان من الضروري دراسة و تحليل العلاقة بين الاستثمار و بين أسعار الأسهم في البورصة السعودية حسب القطاعات.

4 – أهداف البحث: Research Purposes:

تهدف الدراسة إلى جملة من الأهداف التي يمكن حصر أبرزها في النقاط التالية:

- التعرَف على مفهوم الاستثمار ومفهوم مؤشر سوق الأسهم.
- تحليل وتقييم أثر الاستثمار في مؤشر الأسهم حسب القطاعات في المملكة العربية السعودية خلال فترة الدراسة.
- تحديد طبيعة واتجاه العلاقة بين الاستثمار ومؤشر الأسهم السعودية حسب القطاعات.

5– فرضية البحث: Research Hypothesis:

بناءً على ما جاء في مشكلة البحث يمكن صياغة فرضية النظرية الإحصائية للبحث كما يلي:

فرضية العدم:لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات.

ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

- فرض العدم الخاص بالقطاع المالي: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار و مؤشر أسعار الأسهم للقطاع المالي.
- فرض العدم الخاص بقطاع الاسمنت: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الإسمنت.
- فرض العدم الخاص بقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات.

6–منهج البحث: Research Methodology:

اعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي في القسم النظري، في حين تم استخدام المنهج التحليلي في القسم العملي من هذه الدراسة، وبهدف الإلمام بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده وقد تم الاعتماد على مصادر ومراجع مختلفة كالكتب،المقالات و الدوريات العلمية وغيرها،بالإضافة إلى المنهج التحليلي الإحصائي (الاستدلالي) بهدف تسهيل تحليل المتغيرات المستخدمة في الدراسة. حيث تم استخدام البرنامج الإحصائي Eviews10. و قد غطت الدراسة الفترة الممتدة بين 2005- 2016م، و قد اعتمد البحث في تحليله على البيانات السنوية المتحصل عليها من تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.

7-مجالات البحث :Research limits:

* المجال الجغرافي: تم إجراء هذا البحث على مستوى الاقتصاد السعودي، مستخدماً التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي.
- المجال الزمني: لقد تم تحديد فترة البحث على اثنا عشر عاماً(2005- 2016)م.

- **المجال البشري**

8 – مصادر البيانات:Data Sources:

8-1 البيانات الأولية: تم استخدام المصادر العربية والأجنبية التي لها علاقة بموضوع الدراسة من كتب علمية متخصصة ودراسات علمية وبحوث منشورة لإغناء الجانب النظري للدراسة.

8-2الجانب التطبيقي: اعتمد الباحث في تغطية الجانب العملي للدراسة، على التقارير السنوية الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي، المنشورة على شبكة الإنترنت والتي تضمنت بيانات سنوية لمتغيرات الدراسة.

9– متغيرات البحث:

- **المتغير المستقل:** الاستثمار(INV) إجمالي تكوين رأس المال الثابت بالأسعار الجارية.
- **المتغير التابع:**مؤشرات أسعار الأسهم في كل قطاع من القطاعات (القطاع المالي FIN،قطاع الإسمنتCEM،وقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات COMM).

10 – الدراسات السابقة Literature Review:

10–1 الدراسات العربية:

1. دراسة (الضعيف، 2016) [1] بعنوان: أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي "وإمكانية الاستفادة منها في سورية":

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء كل من السوق المالي السعودي وسوق أبو ظبي المالي، من خلال تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية التالية (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار) على مؤشر سوق المال السعودي وسوق أبوظبي المالي. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة هي التالية:– عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغيرات الاقتصادية المدروسة وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق المال السعودي. في حين توجد علاقة ارتباط طردية ذات دالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية المدروسة وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق أبوظبي المالي.

2– دراسة (ديب، 2012) [2]**بعنوان: دراسة حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم (دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي):**

هدفت هذه الدراسة إلى التعَّرف على أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على القيم السوقية للأسهم، وبيان أكثر العوامل تأثيراً على هذه القيم السوقية، واستخدامها للتنبؤ بتلك القيم خلال الفترة من2002 – 2010، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة:وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانكماش، الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف، أسعار الفائدة، وأسعار النفط وبين القيم السوقية للأسهم. وكذلك توصلت الدراسة بأنه لا توجد علاقة بين كل من المعروض النقدي، التضخم، والإنفاق الحكومي وبين القيم السوقية للأسهم.

3- دراسة (الشكرجي وتاج الدين، 2008) [3] **بعنوان: علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية":**

هدفت هذه الدراسة إلى التعَّرف على علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، وقد استخدم الباحثان أسلوب القيمة في بناء المؤشر، حيث حاول الباحثان من خلال هذه الدراسة الإجابة على التساؤل حول إمكانية المؤشر في عكس أداء السوق ومن ثم الحالة الاقتصادية في البلد. وقد اعتمد الباحثان على البيانات اليومية والشهرية للعام 2006، ومن أهم النتائج التي توصل إليها الباحثان أن المؤشر لا يعكس حالة السوق، ومن ثم الأداء الاقتصادي للبلد.

10 – 2 الدراسات الأجنبية:

1-دراسة (Chittedi K R., 2015)[4]**بعنوان:**

Macroeconomic Variables impact on Stock Prices in a BRIC Stock Markets: An Empirical Analysis:

- (أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم في أسواق أسهم البريكس: تحليل تجريبي):

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من طبيعة العلاقة السببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية الرئيسية (عرض النقد(M3)،ومعدل الصرف الفعلي الحقيقي، ومؤشر الإنتاج الصناعي، والاستثمار الأجنبي المحفظي، ومعدل النقود الاسمي، ومؤشر أسعار الجملة، وأسعار الذهب) في بلدان البريكس. ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن أسواق الأسهم في بلدان البريكس لا تستجيب للتغيرات في غالبية عوامل الاقتصاد الكلي على الرغم من نسبة كبيرة من رسملة سوق الأسهم كانت كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للبلاد.

2 - دراسة (Şükrüoğlu and Nalin, 2014)[5]**بعنوان:**

The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Selected European Countries, Dynamic Panel Data Analysis:

- المحددات الاقتصادية الكلية لتطوير سوق الأسهم في بلدان أوروبية مختارة: تحليل البيانات بواسطة (Dynamic Panel):

الهدف من هذه الدراسة هو دراسة تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي ودورها في تطوير سوق الأسهم في 19 دولة أوروبية مختارة. وتمثلت هذه المتغيرات بـ(الدخل، نسبة تحقيق الدخل، نسبة السيولة

معدل الادخار والتضخم)، ومن خلال تقدير بيانات للفترة 1995-2011.ومن أهم النتائج التي توصل

إليها هذه الدراسة أن معدل تحقيق الدخل والتضخم لهما آثار سلبية في حين أن معدل الدخل والسيولة ومعدل الادخار كان لها آثار إيجابية على تطور سوق الأسهم.

إن الجدل الكبير القائم حول العلاقة بين الاستثمار (INV) و أسعار الأسهم يغذي فضول أي باحث حتى يحاول دراسة هذا الموضوع ومناقشة جوانبه، وعلى الرغم من تعدد الدراسات التطبيقية

التي خصت هذا الموضوع بالدراسة والتحليل إلا أن التضارب الكبير في النتائج أبقى باب النقاش والبحث مفتوحاً أمام دراسات أخرى، يمكن أن تصل نتائجها إلى فهم أعمق لهذه الفرضية. وعلى هذا الأساس تم القيام بهذا البحث.

11-الإطار النظري للبحث (The theoretical framework of the research):

يتطرق هذا الجزء إلى نظريات الاستثمار، مفهوم الاستثمار ومجالاته، الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، وكذلك مفهوم مؤشر أسعار الأسهم.

أولاً: نظريات الاستثمار:

تفسر دالة الاستثمار عدة نظريات انكشفت عبر تطور الفكر الاقتصادي. تتمثل أولاً: في نظرية كينز، والتي تفيد بأن العائد من الاستثمار لابد أن يكون أعلى من سعر الفائدة الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر كتكلفة فرصة استثمارية بديلة، أو مساوي له في بعض المشاريع الاستثمارية، ثانياً: نظرية المعجل للاستثمار، تتلخص في أن الاقتصاد القومي لديه كمية محددة من رصيد رأس المال اللازم مما يؤدي لخلق ناتج إجمالي محدد، ثالثاً: تقوم نظرية التمويل الذاتي على أن مستوى الاستثمار الأمثل، يتحدد بناءً على مستوى الأرباح**[6]**.

ثانياً: مفهوم الاستثمار:

يُعرّف الاستثمار بأنه: "التخلي عن أموال يملكها المستثمر في الوقت الحاضر مقابل الانتظار لفترة زمنية مستقبلية بهدف الحصول على تدفقات مالية لاحقة تعوض عن القيمة الحالية لهذه الأموال وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم، إضافة إلى الحصول على عائد مجزٍ مقابل تحمل الخطر الناجم عن تغير الظروف واحتمالات عدم تحقيق التدفقات الداخلة المتوقعة الحصول عليها في المستقبل"**[7]**.

ثالثاً: مجالات الاستثمار:تصنّف الاستثمارات تبعاً لمجالات متعددة يمكن للمستثمر أن يوجه مدخراته المالية نحوها، ونذكر منها:

1-الاستثمار في الودائع المصرفية: حيث يقوم المودع بتفويض البنك بأن يستثمر له أمواله عبر عقد مضاربة غير مقيد وله نسبه من الأرباح، وتتسم هذه الودائع بانخفاض عوائدها المالية مقارنة بالأمان الاستثماري الذي تقدمه.

2- العقارات: وهي كل شيء ثابت لا يمكن نقله، وتتسم غالباً بانخفاض المخاطر وارتفاع العائد منها لكنها في المقابل تتطلب مبالغ مالية كبيرة.

3- صناديق الاستثمار:تتمثل هذه الشركات في مؤسسات مالية تتولى تجميع الأموال من عدد كبير من الأفراد عن طريق إصدار الأسهم أو ما يعرف بـ وثائق الاستثمار **[8]**.

4 الأسهم:يُعرف السهم بأنه الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل في صك يعطي للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة

5-السندات:هي التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض "المصدر للسند" تقديم مدفوعات إلى المقرض "المحتفظ بالسند" والتي هي عبارة عن فائدة تدفع خلال عدد محدد من السنوات وحتى تسديد القرض**[9]**.

رابعاً- بناء المؤشر العام لأسعار الأسهم:

يقوم المؤشر العام لأسعار الأسهم على الأسهم المتداولة في السوق كافة أو يستخرج من عينة مختارة من الأسهم التي تتداول في السوق. وفي هذه الحال يفترض أن يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحال التي عليها السوق الذي يستهدف المؤشر قياسه[10].

خامساً: مفهوم وأهمية سوق الأوراق المالية الاقتصادية:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام ، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلاله البائع و المشتري بغض النظر عن المكان ، حيث لم يعد الإطار المكاني شرطاً ضرورياً لوجود السوق ، نتيجة للتطور الهائل لطرائق الاتصال ، فصار يكفي في صناعة السوق تواجد وسائل فعّالة لاتصال البائع و المشتري.

تُعّرف سوق الأوراق المالية بأنها "الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال"**[9]**.

وتتمثل أهمية سوق الأوراق المالية بأنها تساعد على توفير التمويل المطلوب للشركات من خلال بيع الأوراق المالية من أسهم وسندات، كما تساعد المستثمرين للحصول على فرص استثمارية تناسب أهدافهم. وتأتي الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية في زيادة حيوية المشروعات، وجذب الفوائض المالية وغيرها من مصادر تجميع الأموال وتوظيفها بفعَّالية، وكذلك تنشيط الاقتصاد الوطني من خلال دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تشجيع الشركات المساهمة ودعم مركزها المالي وتهيئة المناخ المناسب لها وترشيد أسلوب عملها.

12-الإطار العملي للدراسة:

1- مصادر بيانات متغيرات الدراسة:

تم استخدام سلسلة زمنية سنوية تمثل إجمالي تكوين رأس المال الثابت بالأسعار الجارية (INV) ومؤشر أسعار الأسهم السعودية حسب القطاعات (القطاع المالي FIN،قطاع الإسمنت CEM، وقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات COMM) تضم (12) مشاهدة، تمتد من عام 2005حتى عام 20016.

تم الحصول على هذه البيانات من التقارير والنشرات الإحصائية السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي، وتقارير البنك الدولي (مؤشرات التنمية العالمية).

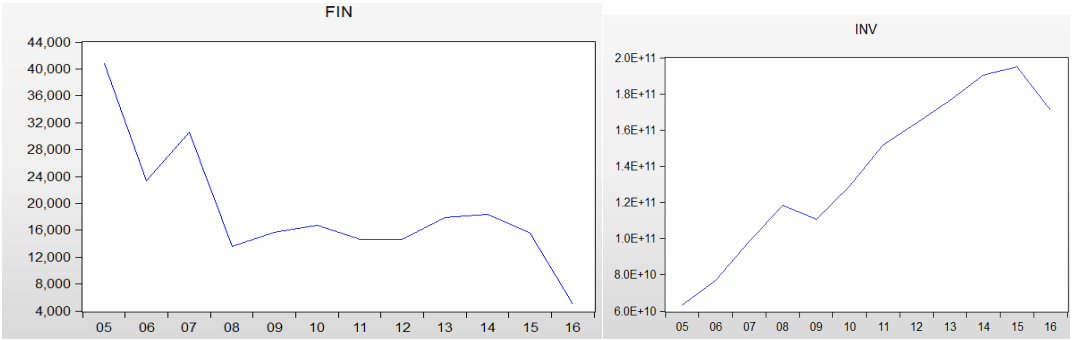
يبين الجدول (1) إجمالي تكوين رأس المال الثابت بالأسعار الجارية وتطورات سوق الأسهم السعودي حسب القطاعات خلال الفترة (2005 – 2016)

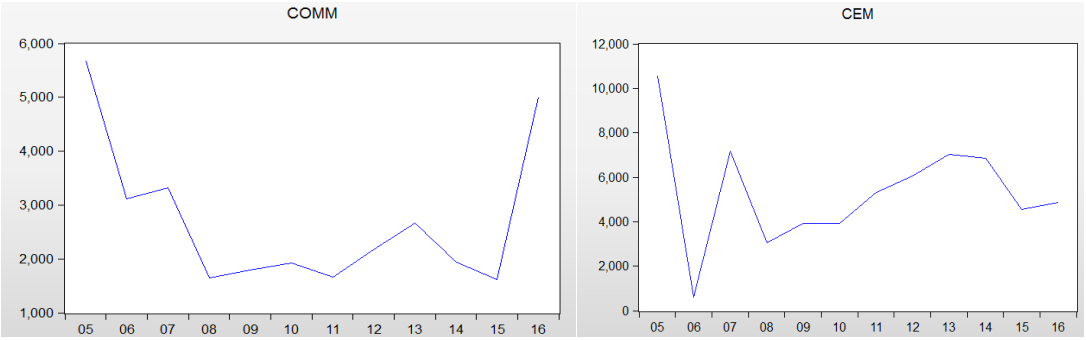
السنة	إجمالي تكوين رأس المال الثابت (بالأسعار الجارية بالدولار الأمريكي)	مؤشر القطاعات		
		القطاع المالي	الإسمنت	الاتصالات وتقنية المعلومات
2005	63433321768	40766.06	10561.28	5667.07
2006	77081412149	23367.16	596.92	3115.25
2007	9838184569	30611.69	7158.8	3322.62
2008	1185330666666	13595.73	3055.25	1646.50
2009	110520533333	15574	3916	1791
2010	129045600000	16706.8	3924.4	1920.6
2011	151678133333	14581.8	5336.1	1668.6
2012	163974933333	14645.4	6063	2164.8
2013	176654666666	17865.6	7023	2657.1
2014	190467568002	18314.1	6852.7	1942.1
2015	195027190362	15586.8	4542.2	1621.2
2016	170918258999	4987	4860	5002

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير متفرقة من مؤسسة النقد العربي السعودي، وتقارير البنك الدولي (مؤشرات التنمية العالمية).

وبإجراءالاختيار باستخدام البرنامج لتحديد النموذج المناسب فقد تبين أفضلية الصيغة اللوغاريتمية، لذا قمنا بتحويل السلاسل المدروسة إلى الصيغة اللوغاريتمية لإجراء الاختبارات المناسبة.

ومن خلال رسم مشاهدات المتغيرات لمعرفة خط الاتجاه العام للسلسلة فان الخط البياني أدناه يبين الخصائص المهمة للسلاسل الزمنية المدروسة، حيث يلاحظ من الشكل رقم(1) أنها نوعاً ما مستقرة ما عدا سلسلة الاستثمار (INV)، فهي تأخذ اتجاهاً عاماً صاعداً.





المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.الشكل رقم (1) الاتجاه العام للسلاسل الزمنية المدروسة

2-اختبار التحقق من أن البيانات تأخذ شكل التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

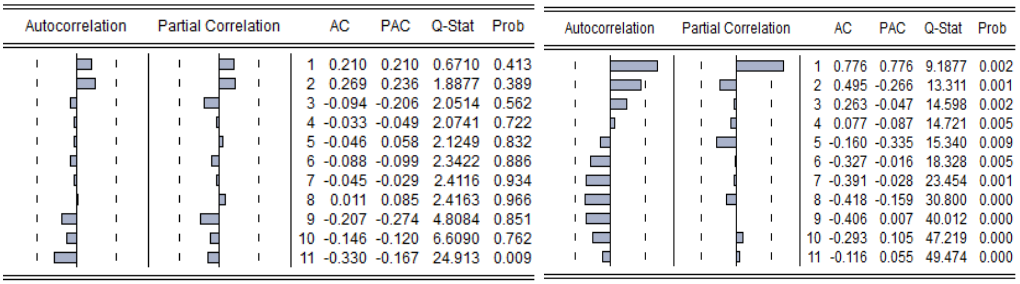
لاختبار توزع البيانات فيما إذا كانت هذه البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا.قام الباحث باستخدام إحصائية (Jarque-Bear)، وذلك من خلال البرنامج الإحصائيEviews10،حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي(5,99) وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية (Jarque-Bear≤ 5.99)وكذلكProbability > 0.05[11]،و كما هو موضح بالجدول رقم (2)فإن قيمة Jarque-Bearلأغلب المتغيرات المدروسة هي أصغر من (5.99)وكذلك قيمة الاحتمالية هي أكبر من(0.05) وبالتالي تتبع هذه المتغيرات التوزيع الطبيعي. ما عدا متغير قطاع الإسمنت حيث كانت قيمة Jarque-Bear أكبر من (5.99) وكذلك كانت قيمةProbability أصغر من (0.05) وبالتالي فإن متغير قطاع الإسمنت لا يخضع للتوزيع الطبيعي.**الجدول رقم (2) اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة**

COMM	CEM	FIN	INV	Variables
7.810	8.416	9.738	25.588	Mean
7.626	8.536	9.692	25.664	Median
8.642	9.264	10.616	25.996	Maximum
7.391	6.392	8.515	24.873	Minimum
0.434	0.721	0.508	0.364	Std. Dev
0.824	-1.896	-0.688	-0.672	Skewness
2.350	6.427	4.373	2.314	Kurtosis
1.570	13.061	1.952	1.138	Jarque-Bera
0.456	0.002	0.377	0.566	Probability

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

للكشف عما إذا كانت السلسلة محل الدراسة مستقرة أم لا نستخدم دوال الارتباط الذاتي Autocorrelation ودوال الارتباط الجزئي Partial correlation،وبعد أن تم استخراج هذه القيم للسلاسل الزمنية المدروسة كما هو موضح في الشكل رقم (2)، تبين أن معظم هذه الدوال وعند مجموعة كبيرة من الفجوات تقع داخل مجال الثقة، وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات والسلاسل مستقرة هذا بالنسبة لسلاسل مؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات، حيث نلاحظ أن قيمة احتمالية Q - Statأكبر من 0.05. في حين أن سلسلة الاستثمار (INV) غير مستقرة عند المستوى، حيث تصبح مستقرة بعد أخذ الفروق الأولى 1^{st}difference. وبالتالي نكون قد توصلنا للتخلص من حالة الارتباط الذاتي للمتغيرات.

(FIN)(INV)



	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.210	0.210	0.6710	0.413
2			0.269	0.236	1.8877	0.389
3			-0.094	-0.206	2.0514	0.562
4			-0.033	-0.049	2.0741	0.722
5			-0.046	0.058	2.1249	0.832
6			-0.088	-0.099	2.3422	0.886
7			-0.045	-0.029	2.4116	0.934
8			0.011	0.085	2.4163	0.966
9			-0.207	-0.274	4.8084	0.851
10			-0.146	-0.120	6.6090	0.762
11			-0.330	-0.167	24.913	0.009

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.776	0.776	9.1877	0.002
2			0.495	-0.266	13.311	0.001
3			0.263	-0.047	14.598	0.002
4			0.077	-0.087	14.721	0.005
5			-0.160	-0.335	15.340	0.009
6			-0.327	-0.016	18.328	0.005
7			-0.391	-0.028	23.454	0.001
8			-0.418	-0.159	30.800	0.000
9			-0.406	0.007	40.012	0.000
10			-0.293	0.105	47.219	0.000
11			-0.116	0.055	49.474	0.000

(COMM)

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			-0.427	-0.427	2.7896	0.095
2			0.276	0.114	4.0682	0.131
3			-0.183	-0.037	4.6926	0.196
4			-0.106	-0.270	4.9286	0.295
5			-0.159	-0.340	5.5360	0.354
6			-0.030	-0.225	5.5604	0.474
7			0.016	-0.092	5.5685	0.591
8			0.019	-0.136	5.5833	0.694
9			0.158	-0.033	6.9750	0.640
10			-0.028	-0.088	7.0391	0.722
11			-0.035	-0.257	7.2487	0.779

(CEM)

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.113	0.113	0.1957	0.658
2			0.089	0.078	0.3301	0.848
3			-0.053	-0.073	0.3828	0.944
4			-0.126	-0.122	0.7161	0.949
5			-0.190	-0.159	1.5825	0.903
6			-0.164	-0.120	2.3339	0.887
7			-0.150	-0.120	3.0939	0.876
8			-0.176	-0.184	4.3948	0.820
9			-0.064	-0.097	4.6272	0.866
10			-0.113	-0.193	5.6969	0.840
11			0.334	0.280	24.435	0.011

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

الشكل رقم (2) دالة الارتباط الذاتي للسلاسل الزمنية المدروسة

4-اختبار استقرارية (Stationary) السلاسل الزمنية:

إن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية تتسم بعدم الاستقرار ناتجاً عنها مشكلة الانحدار الزائف [12]، ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة التي يتحصل عليها عندما تكون قيم R^2مرتفعة حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات ، و عليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة Unit Root Test عن طريق استخدام العديد مِنَ الاختبارات الَّتي يُمكِن استعمالها لدراسة استقرار السلاسل الزمنية مثل اختبار Dickey-Fuller(DF)،أوAugmentedDickey-Fuller(ADF)،أو اختبار Phillips-Perron(PP)، أو اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS).وسنكتفي باختبار (KPSS) لاختبار فرضية العدم القائلة بعدم وجود جذر الوحدة (السلسلة الزمنية مستقرة :H0)، وذلك عند المستوى (Level) وعند الفروق الأولى (First Difference) باستخدام الحد الثابت (Intercept) والثابت والاتجاه العام (Trend and Intercept)، وهذا الاختبار يعالج بعض أوجه الضعف في فعَّاليَّة الاختبارين(ADF) و(PP) في حال

وجود ارتباط ذاتي للتباين حيث اقترح كل من (Schmidt-Shin) و (Kwiatkowski-Phillip) عام 1992 أنموذجاً باستخدام مضاعف لاغرانج LM يختبر استقرارية السلاسل.

فإذا كانت إحصائية LM المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (الحرجة) نرفض فرضية العدم، وقد أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)، كما هو موضح بالجدول رقم (3) انه يمكن رفض فرضية العدم بالنسبة للمتغيرات عند المستوى، أي أن المتغيرات بها جذر وحدة وهي غيرة مستقرة عند المستوى، ولا يمكن رفضها بالنسبة للفروق الأولى لنفس هذه المتغيرات مما يعني أن هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى I~(1).

الجدول(3) اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

السلسلة		المستوى		الفروق الأولى		درجة التكامل
		ثابت فقط	ثابت واتجاه عام	ثابت فقط	ثابت واتجاه عام	
INV	إحصائية LM	0.489	0.201	0.463	0.146	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.463	0.146	0.508	0.500	
FIN	إحصائية LM	0.506	0.146	0.124	0.117	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.463	0.093	0.463	0.146	
CEM	إحصائية LM	0.145	0.143	0.239	0.174	I~(0)
	القيمة الحرجة	0.463	0.146	0.463	0.146	
COMM	إحصائية LM	0.463	0.146	0.448	0.146	I~(1)
	القيمة الحرجة	0.205	0.146	0.463	0.500	

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

4-اختبار الفرضيات: من اجل اختبار الفرضية الرئيسية:نصت هذه الفرضية على انهلا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار و مؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات. لاختبار الفرضية الرئيسية، قام الباحث أولاً باختبار كل من فرضياتها الفرعية كالتالي:

4 - 1اختبار الفرضية الفرعية الأولى:نصت هذه الفرضية على انهلا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار أسهم القطاع المالي.

يبين الجدول رقم (4) نتائج تقدير مُعادلة الانحدار للعلاقة بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم للقطاع المالي، وذلك بعد أخذ كلاً من المتغيرين بالفروق الأولى وبصيغتهما اللوغاريتمية، وذلك باستخدام طريقة المُربعات الصَّغرى العاديةOLS، حيثُ يتضحُ مِنّ خلال هذا الجدول ما يلي:

)1أن قيمة إحصائية T- statisticالمحسوبة أكبر من (1.96)والاحتمالية Probabilityهيأصغر من مستوى الدلالة (0.05). وبالتالي نرفض فرضية العدم H0 والتي تقول لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم للقطاع المالي أي عدم وجود تأثير بين المتغير المستقل والمتغير التابع وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود تأثير.

إن قيمة إحصائيةF-statisticهي أكبر من(1.96)، والاحتمالية Probability أصغر من مستوى الدلالة(0.05). وتدل قيمة F-statistic على سلامة النموذج المستخدم ويكون النموذج سليم إذا كانت قيمة إحصائية F-statisticأكبر من (1.96)،والاحتمالية Probability أصغر من (0.05). وهذا محقق وبالتالي النموذج سليم.

2) أن قيمة معامل التحديد هي (R-squared = 0.415)، ويفيد هذا المعامل في تحديد نسبة مساهمة المتغير المستقل في تفسير قيمة المتغير التابع، وهنا لدينا (R-squared = 0.415)،أي أن 41.5% من قيمة المتغير التابع يفسرها المتغير المستقل وما تبقى يفسره متغيرات أخرى.

3- وتأخذ معادلة الانحدار الشكل التالي:

$$DLFIN = 32.731 - 0.898*DLINV$$

$$R^2 = (0.415)$$

ويستدل من خلالها على أنَّ العلاقة بين الاستثمار (INV) ومؤشر أسعار الأسهم للقطاع المالي (FIN) علاقة عكسية، حيث إذا زاد (INV) بمقدار 1%سوف ينقص مؤشر أسعار الأسهم للقطاع المالي (FIN) بمقدار0.898%.

الجدول رقم(4) معادلة الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى بين(INV) و(FIN)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	32.73191	8.629571	3.792994	0.0035
DLINV	-0.898595	0.337212	-2.664779	0.0237
R-squared	0.415240	Mean dependent var		9.738146
Adjusted R-squared	0.356765	S.D. dependent var		0.507614
S.E. of regression	0.407116	Akaike info criterion		1.191575
Sum squared resid	1.657434	Schwarz criterion		1.272392
Log likelihood	-5.149448	Hannan-Quinn criter.		1.161653
F-statistic	7.101046	Durbin-Watson stat		1.527713
Prob(F-statistic)	0.023704			

المصدر: حللت وحسبت من قبل الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews10.

4 - 2اختبار الفرضية الفرعية الثانية: نصت هذه الفرضية على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الإسمنت.

يبين الجدول رقم(5) نتائج تقدير مُعادلة الانحدار للعلاقة بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الإسمنت، وذلك بعد أخذ المتغير المستقل بالفروق الأولى وبالصيغة اللوغاريتمية والمتغير التابع عند المستوى وبالصيغة اللوغاريتمية، وذلك باستخدام طريقة المُربعات الصَّغرى العاديةOLS، حيثُ يتضحُ مِنّ خلال الجدول ما يلي:

1. أن قيمة إحصائية T- statistic المحسوبة هي أصغر من (1.96)والاحتمالية Probability أكبر من مستوى الدلالة (0.05). وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تقول لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الإسمنت و نرفض الفرضية البديلة التي تقر بوجود عكس ذلك.

إن قيمة إحصائيةF-statisticهي أصغر من(1.96)، والاحتمالية Probabilityأكبر من مستوى الدلالة (0.05). وتدل قيمة إحصائيةF-statisticعلى سلامة النموذج المستخدم ويكون النموذج سليم إذا كانت قيمة F-statistic أكبر من (1.96)،والاحتمالية Probability أصغر من (0.05). وهذا غير محقق

وبالتـالي النمـوذج غيـر سـليم. حيـث بلغـت قيمـة إحصـائيةF-statistic(F-statistic=0.503) وقيمـة (Probability=0.495).

وبناءً على ما سبق نقبل الفرضية العدم. ويمكن تفسير ذلك بانخفاض الطلب على صناعة الإسمنت خلال فترة ما بعد الأزمة المالية العالمية منذ عام 2008 وحتى عام 2016.

4 - 3 اختبار الفرضية الفرعية الثالثة:نصت هذه الفرضية على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار و مؤشر أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات.

يبين الجدول رقم (6) نتائج تقدير مُعادلة الانحدار للعلاقة بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع

الجدول رقم(5) معادلة الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى بين(INV) و(CEM)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.465419	0.280537	30.17572	0.0000
DLININV	-1.400134	1.972465	-0.709840	0.4958
R-squared	0.053018	Mean dependent var		8.339255
Adjusted R-squared	-0.052203	S.D. dependent var		0.701792
S.E. of regression	0.719877	Akaike info criterion		2.343493
Sum squared resid	4.664007	Schwarz criterion		2.415838
Log likelihood	-10.88921	Hannan-Quinn criter.		2.297890
F-statistic	0.503873	Durbin-Watson stat		1.688881
Prob(F-statistic)	0.495782			

المصدر:حللت وحسبت من قبل الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews10.

الاتصالات وتقنية المعلومات، وذلك بعد أخذ كلاً من المتغيرين بالفروق الأولى وبصيغتهما اللوغاريتمية،

وذلك باستخدام طريقة المُربعات الصَّغرى العاديةOLS، حيثُ يتضحُ مِنّ خلال الجدول ما يلي:

1- أن قيمة إحصائية T- statistic المحسوبة أكبر من (1.96)والاحتمالية Probabilityأصغر من مستوى الدلالة (0.05). وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تقول لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الاستثمار(المتغير المستقل) ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات(المتغير التابع)،وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تقر بوجود تأثير.

إن قيمة إحصائيةF-statistic هي أكبر من(1.96)، والاحتمالية Probability أصغر من مستوى الدلالة (0.05). وتدل قيمة إحصائيةF-statistic على سلامة النموذج المستخدم ويكون النموذج سليم إذا كانت قيمة إحصائية F-statistic أكبر من (1.96)،والاحتمالية Probability أصغر من (0.05). وهذا محقق وبالتالي النموذج سليم.

2) أن قيمة معامل التحديد هي(R-squared = 0.450)معامل التحديد، ويفيد هذا المعامل في تحديد نسبة مساهمة المتغير المستقل في تفسير قيمة المتغير التابع، وهنا لدينا (R-squared = 0.450)،أي أن 45% من قيمة المتغير التابع يفسرها المتغير المستقل وما تبقى يفسره متغيرات أخرى.

وتأخذ معادلة الانحدار الشكل التالي:

$$DLCOMM = 0.245 - 2.847*DLINV$$

$$R^2 = (0.450)$$

ويستدل من خلالها على أنَّ العلاقة بين الاستثمار (INV) ومؤشر أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات(COMM) علاقة عكسية، حيث إذا زاد (INV) بمقدار 1%سوف ينقص مؤشر أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات(COMM) بمقدار 2.847%.

الجدول رقم (6) معادلة الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى بين(INV) و(COMM)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.245217	0.148998	1.645768	0.1342
DLININV	-2.847289	1.047610	-2.717890	0.0237

R-squared	0.450782	Mean dependent var	-0.011349
Adjusted R-squared	0.389757	S.D. dependent var	0.489438
S.E. of regression	0.382339	Akaike info criterion	1.077948
Sum squared resid	1.315649	Schwarz criterion	1.150293
Log likelihood	-3.928715	Hannan-Quinn criter.	1.032345
F-statistic	7.386926	Durbin-Watson stat	2.269828
Prob(F-statistic)	0.023690		

المصدر:حللت وحسبت من قبل الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews10.

13- النتائج:

من خلال اختبار فرضيات الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية

- توجد علاقة ارتباط بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم للقطاع المالي، وهي علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية مؤكدة عند مستوى معنوية 0,05.

- عدم وجود علاقة ارتباط بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم السعودي لقطاع الإسمنت، وهذه الفرضية ثبتت معنويتها عند مستوى دلالة 0.05.

- توجد علاقة ارتباط بين الاستثمار ومؤشر أسعار الأسهم السعودية لقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، وهي علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية مؤكدة عن مستوى المعنوية 0.05.

14- المقترحات:

- معالجة مسألة فائض السيولة من خلال طرح سندات حكومية يخصص ريعها لمشاريع البنية التحية وخدمة قطاعي الصناعة والزراعة.
- إعادة دراسة العلاقة الهيكلية بين القطاعات ومعالجتها، بحيث تصبح جميعها تتأثر يبعضها البعض.
- استخدام المتغيرات النقدية (سعر الفائدة، المرابحة، والاحتياطي) للتأثير على حجم الأسعار في البورصة بدلاً من تركها تتأثر بالعوامل المذكورة (فائض السيولة).

15-المراجع:

1 – الضعيف حسين، 2016– **أثر العوامل الاقتصادية في تطورات أسعار الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي "وإمكانية الاستفادة منها في سورية"**. رسالة ماجستير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.

2-**ديب** شيرين درغام،2012–**دراسة حول تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم (دراسة تطبيقية)**. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.

3-**الشكرجي** بشار ذنون محمد، **وتاج الدين** ميادة صلاح الدين 2008 –**علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"**. مجلة تنمية الرافدين، المجلد 89،العدد30، 71- 90.

4- ChittediK R., 2015 - **Macroeconomic Variables impact on Stock Prices in a BRIC Stock Markets: An Empirical Analysis ,** *Journal of Stock & Forex Trading***,** Vol. 4, No. 2, pp.64-71.

5- Şükrüoğlu, D. and **Nalin,** H.T.2014 - **The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Selected European Countries: Dynamic Panel Data Analysis,** *International Journal of Economics and Finance;* Vol. 6, No. 3, pp.1-7.

6- **عبدالحميد** عبدالمطلب، 2010– **مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية**. الإسكندرية، ص287.

7- آل الشبيب دريد كامل،2007-**مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة**. الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص266.

8- **صالح** مفتاح، **وعلي** بوعبدالله، 213-**واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية،** جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، ص65- 86.

9- **حمدوش** رشا،2017–**أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق،** مجلة البعث، المجلد39،العدد15، ص33– 60.

10-**سليمان** طلال، 2017-**استخدام نموذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والتضخم للفترة 2011 - 2015،** مجلة البعث، المجلد39، العدد1، ص 145-186.

11– **عبد الكريم** سماح غانم، 2015-**ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري،** دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ص118-121.

12-**آل طعمة** حيدر حسين، 2013 -**أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي.** جامعة كربلاء، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 19،العدد73،ص363-383.

The impact of Investment on Stock Prices

(Applied Study on the Saudi Stock Market by Sector)

*Dr. Hussein Al-Hassan, an assistant professor in the Faculty of Economic, University of Aleppo

Abstract

The study aims to measure the impact of investment in the stock market in Saudi Arabia, Based on the assumption that increased investment leads to higher stock market index, Using annual data for the period 2005-2016, Where the descriptive method was used to present the concepts of variables, in addition to statistical method using the tests of stationary, Normal distribution, the simple linear regression equation, which was estimated in the normal lower squares (OLS), Using the statistical program (Eviews10). One of the main findings of this study is that all the variables of the study except the cement sector index are subject to normal distribution, Also, there is a statistically significant inverse correlation between investment and stock price index for the financial sector. There was also no correlation between the investment and the stock price index for the cement sector, while there was a correlation between the investment and the stock price index for the ICT sector which is inverse and statistically significant.

Keywords: Investment, Saudi Stock Market Index, Financial Sector, Cement Sector, ICT Sector.