

## محددات أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية على مؤشرات السهم الأمريكية

م.د. عبد الكاظم محسن كوين\*

### المستخلص

تهدف الدراسة إلى البحث عن طبيعة العوامل المؤثرة في تحركات الأسهم من خلال استعراض العديد من النظريات والنماذج التي شكلت الإطار المعرفي ومهدت للتحويلات في مجال دراسة المحددات الأساسية في أسعار الأسهم. وعلى الرغم من التداخلات في شكل العوامل والمحددات فإن تركيزنا الأساسي على العوامل الاقتصادية الكلية ومدى قدرتها في تفسير التقلب بأسعار الأسهم ، وتم اختيار ثلاثة من هذه العوامل هي أسعار الذهب وأسعار النفط وأسعار الصرف في حين تم التعبير عن أسعار الأسهم بمؤشر (S & p 500) ومؤشر (Nasdaq). وشملت فترة الدراسة بيانات أسبوعية للمتغيرات من تموز (2017) إلى حزيران (2018) وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لكل من أسعار الذهب وسعر الصرف في حين ظهر تأثير قوي لأسعار النفط في تحركات قيمة المؤشرين . مما يدعو إلى الاهتمام بتحركات أسعار النفط عند اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم. كلمات المفتاحية : أسعار الأسهم – العوامل الاقتصادية .

### Abstract

The study aims at searching for the nature of the factors affecting the movements of shares by reviewing many theories and models that formed the cognitive framework and paved the way for changes in the study of the fundamental determinants of stock prices.

In spite of the overlaps in the form of factors and determinants, our main focus on macroeconomic factors and their ability to explain stock price volatility. Three of these factors were selected: gold prices, oil prices and exchange rates, while stock prices were expressed by the (S & p 500) and the Nasdaq index.

The study period included weekly data for the variables from July 2017 to June 2018. The study found that there was no effect on both gold prices and exchange rates, while the strong effect of oil prices on the movements of the value of the indices. Which calls attention to movements in oil prices when making a decision to invest in shares.

Keywords: Stock Prices - Economic Factors

### المقدمة

تمثل الأسهم احد أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية ، ويعد مفهوم سلوك أسعار الأسهم مفهوماً أساسياً في دراسة تحركاتها مما جعلها مجالاً للعديد من الدراسات والأبحاث نظيراً ونقاشاً وتساؤلاً حول إذا ما كانت تتبع نمطاً معيناً أم ذات حركة عشوائية ، وهل أن التاريخ يعيد نفسه في دورات الأسعار ، وما هي العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم. تبلورت الأسس المنهجية لهذا المجال مع ظهور نظرية المحفظة الحديثة لماركوتز ، وبرزت مسارات ونماذج متعددة في تفسير سلوك أسعار الأسهم والمتغيرات المؤثرة فيها ، وهذه الدراسة ليست محكومة بهاجس تتبع مختلف النماذج بل تركز على تحديد تأثير العوامل الاقتصادية في الأسعار ، بعيداً عن اختزال حركة الأسعار بهذه المتغيرات ولكن في محاولة لإبراز دور وأهمية المتغيرات الاقتصادية الكلية في أسعار الأسهم ، وصولاً إلى فهم أدق لطبيعة تأثير هذه العوامل.

تم تقسيم الدراسة على (4) مباحث ، يتناول الأول الإطار المعرفي لها ، فيما يركز الثاني على منهجية الدراسة واستعراض بعض الدراسات السابقة ، أما الثالث فإنه يقدم تحليلاً لطبيعة تأثير المتغيرات الاقتصادية في أسعار الأسهم ، وجاءت الاستنتاجات والتوصيات في المبحث الأخير للدراسة .

## المبحث الأول الإطار النظري للدراسة

### أولاً : الإطار الفكري للعوامل المؤثرة في أسعار الأسهم

تعد تحركات أسعار الأسهم من المرتكزات الأساسية في العديد من البحوث والمقالات في سبيل تحديد نموذج للتنبؤ بها واستشراف الأداء المستقبلي لها باعتبارها ظاهرة تاريخية بالإمكان متابعتها ، ولغاية الآن لا توجد دلائل على سيادة نموذج دون آخر (Mattaracci,2006:2). في سياق جدل فكري حول التصورات عن طبيعة محددات أسعار الأسهم.

وتاريخياً فإن البحث في أسعار الأسهم يعود في بداياته إلى الرياضي الفرنسي (Lavis Bachlier) ، إذ قام في عام (1900) بنشر أطروحته للدكتوراه عن التنبؤ بأسعار الأسهم ، وتوصل باستخدام افتراضات منحني الجرس في تصوير لأسعار بورصة باريس إلى أن الأسعار تتذبذب عشوائياً وليس لها نمط منظم . كما قدم (Fisher) في كتابه رأس المال والدخل عام (1906) جزءاً كاملاً عن كيفية حساب الاحتمالات لشراء الأسهم (Mpho & Paul,2017:221) (فوكس ، 2015 : 24) . ووفرت نظرية المحفظة لـ (Markowitz) عام (1952) وامتدادها نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) منطقاً مهماً في دراسة تحركات أسعار الأسهم ومخاطرها والعوائد المتحققة والمطلوبة لها . وقدمت نظرية كفاءة الأسواق لـ (Fama) عام (1963) دعماً كبيراً لفكرة السير العشوائي لأسعار الأسهم وانعكاس المعلومات الواردة في تلك الأسعار مما يثبت عدم إمكانية التنبؤ بها (Hommes & Wagener,2008:5) (Farmer,2002:897) . وكان الإطار الذي يضم النماذج والنظريات السابقة هو المدخل المستند على التوقعات العقلانية للمستثمر وافتراضات التوازن وكفاءة الأسواق (Salonen,2016:36).

تم التحول في نهاية السبعينات نحو نموذج جديد بمواجهة النماذج التقليدية (النيوكلاسيكية) تستند على مداخل سلوكية في تطبيق علم النفس على السلوك المالي للمستثمرين تؤكد على أن المستثمر لا يستجيب بشكل خطي وفقاً لفرضيات السوق الكفوءة ، بل يتأثر بالعديد من العوامل مثل الخوف والثقة الزائدة والتفاؤل والتغذية العكسية وضوضاء التاجر (Trader Noise) . ويعكس هذا النموذج افتراضات مرنة لنموذج التوقعات العقلانية - إذ تتحرك الأسعار برد فعل مبالغ فيه وغير متوافق مع المعلومات الجديدة الواردة حول التوزيعات المستقبلية مما يؤدي إلى ظهور تحركات غير متوقعة بالأسعار يطلق عليها الشواذ (Anomalies) حيث وصل عدد حالات الشواذ إلى (300) حالة في الدراسات (Aguila,2009:85) (Peng & James,2004:19) (Brav & Heaton,2002:1) (Olsson,2014:767) (Salonen,206:43) (Iqbal et al,2013:1593).

وشهدت الثمانينات تحولات وان كانت أقل تأثيراً في المجال الأكاديمي من تأثير النظريات المالية التقليدية تتجلى باستخدام النماذج الرياضية اللاخطية في الرياضيات والفيزياء في تفسير سلوك الظواهر المالية (مثل أسعار الأسهم) باعتبار النظام المالي متعدد الأجزاء وشبيه بالأنظمة المعقدة (Complex Systems) ذو عناصر تمثل نظم فرعية لها تفاعلات متعددة تؤثر في السلوك الكلي للنظام أو الظاهرة المالية (Bassa,2002:15) . وينطلق هذا النموذج من أن للأسواق ديناميكية داخلية تقود إلى تقلب عالي من الصعوبة تفسيره وفقاً لنماذج التوقعات العقلانية (Farmer,2002:895).

أن النماذج اللاخطية تعطي نتائج أفضل مقارنة مع فرضيات السير العشوائي (Mattaracci,2006:2) ، وتعد نظرية الشواش (Chaos) احد أهم النماذج اللاخطية في تفسير سلوك أسعار الأسهم باعتبارها ظاهرة حساسة لشروط أولية (ابتدائية) تؤدي إلى تعبيرات كبيرة ، مثلاً حدث مالي صغير يكون له تأثير كبير على الأسعار مما يستدعي استخدام استراتيجيات متاجرة قادرة على التوافق مع تقلبات السوق وخواص الشواش فيها (Peng & James,2004:20) (Kaizaji & Labortory,2003:1).

ويميل بعض الباحثين إلى توجه يعتبر أسواق الأسهم كنظام تطوري (Evolutionary) يضم الأدوات المالية والمستثمرين ويتم التفاعل طبقاً لقانون الاختيار الاقتصادي وليس بالضرورة العمل بصورة مثلى تستند على التوقعات العقلانية (Andrea,2000:3) . بالاستناد على التعلم والتكيف (Verbi,2006:14).

وبناءً على ما سبق فإنه يمكن القول بأن هناك اتجاهاً للباحثين نحو تأسيس وصياغة نماذج ونظريات توفر فهماً منظماً لتحركات أسعار الأسهم ، مثل في جزء منه تجاوزاً لافتراضات النظرية المالية التقليدية عبر استعارة أدوات وأساليب من مجالات أخرى وتطبيقها على الظواهر المالية .

**ثانياً : تأثير المحددات الاقتصادية في تحركات الأسهم**

نالت العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأسعار الأسهم اهتمام العديد من الدراسات (Rjoub et al,2017:101) (Flannery & Aris,2002:751). وتعود جذور فكرة تأثير العوامل الاقتصادية إلى نموذج القيمة الحالية حيث تتأثر التوزيعات المتوقعة أو سعر الخصم أو كلاهما بالعديد من العوامل الاقتصادية والذي بدوره ينعكس في أسعار السهم والتي تستجيب للتوزيعات النقدية ، حيث أن السعر الحالي يعادل القيمة الحالية للتدفقات ومعدل العائد المطلوب (Adam & Tneneboah,2012:2) ، كما وفقاً لنظرية السوق الكفوة لـ (Fama) فإن أسعار الموجودات تعكس كل المعلومات أي بمعنى أن سعر السهم يعكس المعلومات المرتبطة بالمتغيرات الاقتصادية (Ligocka et al,2016:2015). وتعد نظرية التسعير المرجح (APT) منعطفاً أساسياً في زيادة الاهتمام بالمتغيرات الاقتصادية واستجابة عوائد الأسهم للمخاطرة المرتبطة بتلك العوامل (Ligocka et al,2016:2015). أما التحليل الأساسي فإن المتغيرات الاقتصادية مرتكز مهم في مكوناته إضافة إلى العوامل القطاعية والعوامل المرتبطة بالشركة في تحديد القيمة العادلة للسهم . وينطلق التحليل من أن العوامل الاقتصادية تؤثر في أرباح الشركات وتوقعات المستثمر وبالتالي في سعر السهم، لاسيما في القطاعات الحساسة للأوضاع الاقتصادية (Pathad,2017:678) (Baresot et al,2013:99) (Suresh,2013:45) (Nada & Iqor,2016:26).

**ثالثاً : العوامل الاقتصادية المؤثرة في أسعار الأسهم**

أ. سعر الصرف : ويمثل أسعار التبادل بين العملات أو كم تعادل وحدات عملة معينة من عملة أخرى (جوزيف وديفيد ، 2010 : 63).

ويؤثر سعر الصرف عكسياً في أسعار الأسهم حيث أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى زيادة أسعار السلع وانخفاض المبيعات وبالتالي الأرباح مما يؤثر سلباً في أسعار الأسهم (Adam & Tneneboah,2012:5) (Zelgo,2017:165).

ب. سعر الفائدة : وهي احد المحددات الأساسية لأسعار الأسهم . ويعبر عن المبالغ التي يدفعها مصدر أدوات الدين إلى من يشتري هذه الأدوات نظير استخدام أمواله (جوزيف وديفيد ، 2010 : 175). وان انخفاض أسعار الفائدة يجعل الأدوات المالية ذات الدخل الثابت (السندات) اقل جاذبية ويزيد من الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها (Njanike,2009:165). في حين ارتفاعها يؤثر عكسياً في أسعار الأسهم (Zelgo,2017:161). وذلك لأنه يزيد من كلفة الاقتراض وتقليل الأرباح مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم (Jarrah & Salam,2016:173) (Chitted,2015:4).

ج. التضخم : تشير الدراسات إلى أن التضخم لاسيما في الاقتصادات المتطورة يزيد من حالة اللاتأكد والتي تؤثر في حالة المستثمر وتسبب تقليل الثقة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم (Niavike et al,2009:163) كما أن التضخم يقلل من المبيعات وبالتالي الأرباح فضلاً عن زيادة أسعار الفائدة وارتفاع كلفة التحول وهذا يعني زيادة التكاليف على الشركات وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم.

كما أشارت الدراسات إلى تأثير أسعار الأسهم بالأوضاع الاقتصادية ، إذ تتحرك الأسعار ايجابياً مع النمو الاقتصادي (Jarrah & Salim 2016:73). وتؤثر الأنشطة الاقتصادية الفعلية معبراً عنها بالنتائج المحلي الإجمالي في أسعار الأسهم (Ligouku et al 2016). وكذلك يؤدي زيادة عرض النقد في زيادة ارتفاع الطلب على الأسهم وبالتالي زيادة الأسعار (Njanike et al :2009:163) (Rjoub et al: 217) فضلاً عن ذلك فإن هناك علاقة بين أسعار النفط وأسعار الأسهم (Darg et al: 2002) (Arouri & Fuquau 2009) (Kumor,2013:15).

وبناء على ما سبق سيتم تحديد تأثير مجموعة من لعوامل الاقتصادية وأثرها على مؤشرات الأسهم بدون أن يعني ذلك اختزالاً لعوامل أخرى بل تركيزاً على جانب معين منها يتعلق بالمحددات الاقتصادية .

## المبحث الثاني منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة

### أولاً : منهجية الدراسة :

#### 1. مشكلة الدراسة:

يعد البحث في طبيعة العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم أحد المواضيع التي أثارت جدلاً كبيراً بين الباحثين في محاولة للوصول إلى نموذج قادر على تفسير الأنماط التي تتبعها تحركات أسعار الأسهم. وقد تعددت الاتجاهات والنماذج والأساليب التي يستخدمها الباحثون والمستثمرون للوصول إلى تنبؤ بأسعار الأسهم مما ساهم في نشوء حقل معرفي مالي يقوم على اعتبارها ظاهرة تحكمها العديد من المتغيرات . وعلى ضوء ذلك فإن مشكلة الدراسة تتمحور حول المدى الذي يمكن أن تؤثر فيه العوامل الاقتصادية في أسعار الأسهم ومدى استجابة تلك الأسعار لهذه العوامل.

#### 2. هدف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى الكشف عن طبيعة العوامل الاقتصادية المؤثرة في أسعار الأسهم ومدى حساسيتها للتغيرات في تلك العوامل عبر تحليل مسارات المتغيرات وشكل العلاقة والتأثير بينها.

#### 3. أهمية الدراسة :

تتمثل أهمية الدراسة في كونها تسلط الضوء على طبيعة العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم مما يساعد في فهم وتفسير تحركات الأسهم وبالتالي إمكانية التنبؤ بها ، كما تأتي أهمية البحث في المساعدة على تحديد المتغيرات العاملة في الاقتصاد والمؤثرة في أسعار الأسهم وهذا يعطي لصناع القرارات مؤشر حول تأثير قراراتهم في أسعار أحد أهم الموجودات التي يتداولها المستثمرون ويوفر للمستثمرين صورة أكثر وضوحاً حول تحركات الأسهم من خلال متابعة تقلبات المتغيرات الاقتصادية.

#### 4. مجال الدراسة ومتغيراتها :

لغرض تحقيق أهداف الدراسة تم اختيار مؤشرين للأسهم كمتغيرات معتمدة هما :  
- مؤشر (NASDAQ) وهو سوق مالي أمريكي انشأ عام (1971) ومقرها نيويورك وتتعامل في تداول الأوراق المالية الالكترونية وهي أكبر سوق للأوراق المالية الالكترونية وتحتوي على (3200) شركة مدرجة فيها.  
- (S & P 500) : وهو من المؤشرات المهمة ويغطي نحو (75%) من سوق الأسهم الأمريكية من حيث القيمة . كما تم اختيار ثلاثة من العوامل الاقتصادية باعتبارها متغيرات مستقلة وهي :  
- سعر الصرف الدولار مقابل اليورو وتم اعتماد سعر الصرف الأسبوعي .  
- سعر الذهب وتم الاعتماد على سعر الإغلاق الأسبوعي.  
- سعر النفط حسب أسعار نفط تكساس (WTI) للعقود المستقبلية .  
وتم اختيار بيانات أسبوعية للفترة من (2017) إلى حزيران (2018) أي بواقع (53) مشاهدة.

#### 5. تحليل بيانات الدراسة :

- لقياس تأثير العوامل الاقتصادية في أسعار الأسهم تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار التأثير على برنامج (SPSS) . كما استخدم أسلوب الارتباط لقياس العلاقة بين المتغيرات.

### ثانياً : الدراسات السابقة

يستعرض الجدول (1) بعض الدراسات السابقة حول تأثير العوامل الاقتصادية في أسعار الأسهم لبلورة إطار لشكل العوامل الاقتصادية التي سيتم اختيارها في الدراسة . ويلاحظ أن بعض الدراسات تستخدم متغيرات اقتصادية فعلية مثل إنتاجية لصناعة والناجح المحلي الإجمالي والبعض يستخدم متغيرات اقتصادية مالية ونقدية مثل التضخم وعرض النقد وسعر الصرف أو كلاهما.

جدول (1)  
بعض الدراسات السابقة

الباحث	متغيرات الدراسة	النتائج
Choi etal 1992	سعر الفائدة – سعر الصرف – عوائد أسهم المصارف الأمريكية	سعر الصرف يرتبط بشكل قوي مع عوائد أسهم المصارف الأمريكية
Chen etal 1986	إنتاجية الصناعة – التضخم – أسعار النفط – عوائد الأسهم الأمريكية	علاقة قوية بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد الأسهم
Darg etal 2002	أسعار النفط – الصادرات – أسعار الأسهم في السوق السنوي	ارتباط ايجابي بين المتغيرات وحركة الأسهم
Arouri & Fouguan 2004	سعر النفط – أسواق الأسهم لدول الخليج العربي	ظهر إن هناك تأثير لأسعار النفط في بعض البلدان على أسعار الأسهم
Adam & Twenebooh 2008	سعر الفائدة – التضخم – سعر الصرف – أسعار الأسهم في غينيا	وجود علاقة للمتغيرات مع أسعار الأسهم
Aurangzeb 2012	سعر الصرف – سعر الفائدة – الاستثمار الأجنبي المعاصر – التضخم – أسواق الأسهم في بلدان جنوب شرق آسيا	تأثير سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر ايجابي في أسعار الأسهم بينما كان تأثير سعر الفائدة عكسي والتضخم عر معنوي
Sirucek, 2012	التضخم – سعر الفائدة – سعر النفط – مؤشر (Dow jones) (S&P)	علاقة قوية لسعر النفط مع مؤشر (Dow jones) وأقل منها مؤشر (S&P)
Hsing 2014	سعر الصرف – الناتج المحلي الإجمالي – مؤشر أسهم سوق استونيا	علاقة عكسية من سعر الصرف ومؤشر السوق – وإيجابية للناتج المحلي الإجمالي مع مؤشر السوق
Rangan & Kumar, 2014	أسعار النفط – أسعار الأسهم الأمريكية	التغيرات في أسعار النفط مؤشر في التنبؤ بأسعار الأسهم
Ligocka etal 2016	الناتج المحلي الإجمالي – سعر الفائدة – التضخم – أسعار أسهم عينة من الشركات السويسرية	وجود علاقة على المدى البعيد بين المتغيرات وأسعار الأسهم
Rjoub etal 2017	عرض النقد – سعر الفائدة – أسعار الأسهم في قطاع المصارف في تركيا	وجود علاقة للمتغيرات مع أسهم قطاع المصارف

### المبحث الثالث

#### الإطار العملي للدراسة

سيتم في هذا الجزء استعراض متغيرات وصفيا تمهيداً لاختبار فرضية الدراسة وتحديد طبيعة وشكل تأثير العوامل الاقتصادية في أسعار المؤشرات .

#### أولاً : وصف بيانات الدراسة

يظهر الجدول (2) عرضاً لأعلى وأدنى قيمة حقيقتها المتغيرات خلال فترة الدراسة والانحراف المعياري وهي تعطينا عرضاً وأن كان مختزلاً لطبيعة التحركات القسوى ومتوسط متغيرات الدراسة .

جدول (2)

وصف بيانات متغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	المتغير
32.04	1298.51	1224.29	1353.15	سعر الذهب
7.82	60.52	47.29	74.15	سعر النفط
0.026	1.19	1.16	1.25	سعر الصرف
116.11	2652.1	2425.8	2872.8	مؤشر S&P
462.6	70.38	6216.5	7825.9	مؤشر Nasdic

#### ثانياً : علاقة الارتباط بين المتغيرات

يوضح الجدول (3) معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة إذ يظهر وجود ارتباط عالي بين بعض المتغيرات حيث وصل إلى (0.83) بين (S&P) وسعر النفط و (0.90) بين سعر النفط ومؤشر (Nasdic) . في حين بلغت أعلى علاقة ارتباطية بين المتغيرات المستقلة (0.78) بين سعر الذهب وسعر الصرف ، وهذا يعطي دلالة محددة على طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة وحركة الأسهم وهي تحتاج إلى تحليل إضافي لتشكيل صورة أدق عن شكل للتأثير بين هذه المتغيرات.

جدول (3)  
 علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	S & P	Nasdic	سعر الذهب	سعر النفط	سعر الصرف
S & P	1	--	0.079	0.83	0.20
Nasdic	--	1	0.008	0.90	0.09
سعر الذهب	0.079	0.008	1	0.088	0.78
سعر النفط	0.83	0.90	0.80	1	0.17
سعر الصرف	0.20	0.09	0.79	0.17	1

### ثالثاً : تأثير العوامل الاقتصادية في مؤشر S&p

لتحديد طبيعة تأثير المتغيرات الاقتصادية في أسعار المؤشرات تم اختبار ذلك بأسلوب الانحدار المتعدد . ويوضح الجدول (4) أن اثنين من المتغيرات لم يكن لها تأثير معنوي في تحركات مؤشر (S&p500) إذ كانت قيمة (T) المحتسبة للذهب (0.56) ، ولسعر الدولار مقابل اليورو (0.06) وهي أقل من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (0.05) ، مما يعني ضعف حساسية المؤشر لهذين المتغيرين وربما يعود إلى استجابة المؤشر لمتغيرات أخرى أكثر من أسعار الذهب وأسعار الصرف . في حين بينت قيمة (T) لأسعار النفط والتي بلغت (10.83) معنوية تأثير هذا المتغير حيث تزيد عن قيمتها الجدولية بشكل يجعل أسعار المؤشر تستجيب بشكل إيجابي مع أسعار النفط على الرغم من شكل الاستجابة لا يتوافق مع طبيعة المنطق حيث أن زيادة أسعار النفط ستعكس في تكاليف إضافية على الشركات الصناعية إلا أن حجم تنوع الشركات التي يضمها المؤشر فضلاً عن العديد منها بدأت بالاعتماد على بدائل للطاقة بدل الاعتماد المفرط على النفط جعل اتجاه التأثير إيجابياً . ولم تكن قيمة (F) المحتسبة تعطي دعماً لمعنوية النموذج حيث بلغت (0.32) وهي أقل من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (0.05) .

جدول (4)

تأثير العوامل الاقتصادية في تحركات مؤشر S&P

المتغيرات	T	B	F
سعر الذهب	0.56	0.28	0.32
سعر الصرف	0.068	0.01	
سعر النفط	10.83	12.4	

ولغرض استبعاد الارتباط بين المتغيرات وتأثيره في عدم وضوح طبيعة استجابة المؤشر للمتغيرات سيتم إجراء الانحدار البسيط لكل متغير على حدة . حيث يبين الجدول (5) نتائج التحليل الإحصائي لتأثير أسعار الذهب في مؤشر (S&p) . إذ كانت قيمته (F) المحتسبة (0.32) وهي أدنى من قيمتها الجدولية مما يدعو إلى القول بعدم معنوية التأثير . ويدعم ذلك انخفاض قيمة ( $R^2$ ) حيث بلغت (0.06) وقيمة (T) المحتسبة (0.56) والتي تقل عن قيمتها الجدولية .

جدول (5)

تأثير أسعار الذهب في مؤشر S&p

B	T	F	$R^2$
0.28	0.56	0.32	0.06

وتوافقاً مع نتيجة تحليل الانحدار المتعدد كان تأثير أسعار النفط معنوياً حيث كانت قيمته (F) (120.8) أعلى من قيمتها الجدولية وبلغ معامل التحديد (0.70) مما يظهر استجابة مؤشر (S&p) للتحركات في أسعار النفط وكما يبين الجدول (6)

جدول (6)

تأثير أسعار النفط في مؤشر S&p

B	T	F	$R^2$
12.4	10.9	120.8	0.70

بينما كان تأثير سعر صرف الدولار مقابل اليورو غير معنوي وكما في الجدول (7) وكانت قيمة (F) المحتسبة (2.3) وهو أدنى من قيمتها الجدولية وبلغت قيمة ( $R^2$ ) (0.04) وهذا يؤكد عدم وجود تأثير لأسعار صرف في مؤشر (S&p) أي بمعنى أن تحركات لأسهم تجري بصورة مستقلة عن أسعار الصرف للدولار أمام اليورو وأن كان هذا لا يتطابق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة.

جدول (7)

تأثير أسعار الصرف في مؤشر S&p

B	T	F	R <sup>2</sup>
0.202	1.5	2.3	0.04

رابعاً : تأثير المتغيرات الاقتصادية في مؤشر Nasdac

يوضح الجدول (8) نتائج التحليل الإحصائي للانحدار المتعددة لتأثير المتغيرات الاقتصادية في تحركات المؤشر ، وتظهر النتائج كما في المؤشر السابق أن تأثير سعر الذهب وسعر الصرف لم يكن معنوياً حيث بلغت قيمته (T) الجدولية (1.2) ، (0.5) على التوالي وهي أقل من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية (0.05). في حين تثبت قيمة (T) المحسوبة لسعر النفط والتي بلغت (15.3) معنوية تأثير هذا المتغير . ولم تدعم قيمته (F) المحسوبة معنوية النموذج حيث بلغت (0.003) وهي أقل من قيمتها الجدولية عند مستوى المعنوية (0.05) . وهذا يقودنا إلى القول بمحدودية تأثير العوامل عندما يتم إجراء التحليل بشكل إجمالي.

جدول (8)

تأثير العوامل الاقتصادية في تحركات مؤشر Nasdac

المتغيرات	T	B	F
سعر الذهب	1.2	0.3	0.003
سعر النفط	15.3	2.4	
سعر الصرف	0.5	0.02	

وكما هو الحال في التحليل السابق تم إجراء الانحدار البسيط لكل متغير على حدة . ففي الجدول (9) يظهر نتائج التحليل لسعر الذهب . حيث أن نموذج الانحدار لم يكن معنوياً ، إذ بلغت قيمة (F) المحسوبة (0.03) وهي منخفضة جداً وكانت قيمة (T) المحسوبة (0.05) وهي أقل من الجدولية عند مستوى معنوية (0.05) . وانسجاماً مع التأثير السابق فإن سعر النفط كان له تأثير معنوي على مؤشر (Nasdac) حيث بلغ قيمة معامل التحديد (0.81) وهو يعكس تأثير لهذا المتغير في تحركات المؤشر وتدعم قيمة (F) الجدولية (232) معنوية هذا التأثير وأن كان اتجاه التأثير غير متوقع حيث كان إيجابياً . وكما يثبت من الجدول (10).

جدول (9)

تأثير أسعار الذهب في مؤشر Nasdac

B	T	F	R <sup>2</sup>
0.008	0.05	0.03	0.008

جدول (10)

تأثير أسعار النفط في مؤشر Nasdac

B	T	F	R <sup>2</sup>
0.90	15.2	232	0.81

ويظهر النتائج في الجدول (11) عدم معنوية تأثير أسعار لصرف في مؤشر (Nasdac) ، حيث بلغ معامل التحديد (0.09) وهو يعكس قيمة منخفضة جداً مما يعني عدم وجود علاقة تأثير بين المتغيرين . كما جاءت قيمة (F) المحسوبة (0.41) وهي أدنى من قيمتها الجدولية بشكل يؤكد عدم معنوية النموذج .

جدول (11)

تأثير أسعار الصرف في مؤشر Nasdac

B	T	F	R <sup>2</sup>
0.09	0.64	0.41	0.09

أن التحليل السابق لم يثبت وجود تأثير لأسعار الذهب وأسعار الصرف في تحركات المؤشرين ، في حين كان هناك تأثير عالي لأسعار النفط في أسعار الأسهم التي يضمها مؤشر (S&p) و (Nasdac) ، وهذا يثير الجدل حول طبيعة تأثير العوامل الاقتصادية.

وبالتالي فإنه لا يمكن قبول فرضية الدراسة حول تأثير العوامل الاقتصادية ما عدا بالنسبة لأسعار النفط وكان اتجاه التأثير إيجابي أي أن زيادة أسعار النفط ينعكس في زيادة أسعار الأسهم بشكل يعطي تصوراً بأن هذا المتغير لا يقتصر دوره من جانب التكاليف بل تجاوزه إلى اعتبار أسعار النفط مؤشر على قدرة الاقتصاد وإمكانية النمو . وبالتأكيد هذا يعكس وجود محددات أخرى تتجاوز تأثير العوامل الاقتصادية وتكون أكثر ارتباطاً مع أسعار الأسهم .

## المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً : الاستنتاجات

1. نستنتج من الاستعراض النظري وجود جدل فكري بين العديد من المقاربات بعضها ينطلق من خلفيات علمية أخرى تقوم في أساسها على محاولة اكتشاف أنماط تحركات الأسهم والعوامل المحددة لها . على الرغم من أنها تطرح تصورات متباينة لهذه العوامل . فضلاً عن عدم تبلور نموذج محدد لتفسير تحركات أسعار الأسهم .
2. توفر قراءة تأثير المتغيرات الاقتصادية عدم استجابة أسعار الأسهم لأسعار الذهب وسعر الصرف بشكل يعكس استقلالية الأسعار عن هذه المتغيرات ، على الرغم من أن هذا لا يتنافى على اعتمادها على محددات أخرى قد يرتبط جزء كبير منها بالمستثمرين .
3. يكشف تأثير أسعار النفط على أسعار الأسهم إلى تجاوز الشركات للتكاليف المترافقة مع أسعار النفط فضلاً عن طبيعة الاقتصاد الأمريكي والمستند على تكنولوجيا عمل متطورة في إنتاج السلع والخدمات مما جعل اتجاه تأثير هذا المتغير يبدو إيجابياً في تحركات الأسعار .

### ثانياً : التوصيات

1. ضرورة اهتمام المستثمرين والمدراء بدراسة اتجاهات أسعار النفط عند اتخاذ قرار الشراء في الأسهم باعتباره جزءاً من المحددات الاقتصادية لها .
2. يتطلب تحديد شكل العوامل دراسات إضافية تأخذ بنظر الاعتبار متغيرات أخرى واعتماد نمط التحليل المناسب لاكتشاف طبيعة العلاقة بين هذه العوامل وتحركات الأسهم.

### المصادر

1. جوزيف دانيال ، ديفيد فانهوز ، " اقتصاديات النقود والتحويل الدولي " (2010) ، دار المريخ ، الرياض .
2. فوكس ، جاستن " خرافة عقلانية السوق " ط2 ، (2015) ، دار كلمات ، القاهرة .
3. Adam, A. Tweneboah, G., (2008), "Macroeconomic factor and stock market movement evidence from China", Manich personal Repec Archive, Paper No.14079.
4. Agulia, N.(2009) ." Behavioral finance learning form market anomlies end psychological factors " Revisita de Instituciones , Ideas Mercados , wo : 50 .
5. Andrea , G. (2000) ." Adaptive beliefs and the volatility of asset prices" Vienna University of Economic and Business, Working paper No: 74 .
6. Aurangzeb, D., (2012), "Factor effecting performance of stock market, evidence from South Asian countries", International Journal of Academic Research in Business and Social Science, Vol.2, No.9.
7. Baresa, S. Bogdan, S. Ivanoviic, Z. (2013) " Strategy of stock valuation by fundamental analysis " UTMS journal of Economics , Vol :4 , No:1 .
8. Bassa , G .(2002) ." Application of theoretical models to financial innovation " Universitat pompou fabric, Barcelona
9. Brav, A. Heaton , J. (2002) " Competing theories of financial anomalies" The Review of Financial studies , Vol: 15 ,No:2.
- 10.Chatted, K., (2015), "Macroeconomic variables impact on stock price in BRIC Stock market" Journal of stock and Forex Trading , Vol,4, No.2.
- 11.Chen, S. Roll, F., Ross, S., (1986), "Economic force and stock market Journal of Business, Vol.59.
- 12.Choi, J., Elysinni, E., Kapecky, K., (1992), "The sensitivity of bank return to market, Interest and exchange role risk", Journal of Banking and Finance, Vol.16.
- 13.Darg, P., Nugli, S., Safidhar, B., (2002), " A study of the effect of macro comic variables on stock marked" Research in Applied Economic , Vol.6, No.2.
- 14.Farmer , D. (2002) ." Market force ecology and evolution" Industrial and corporate change , Vol:11 No:5 .
- 15.Flannerry M., Aris, P., (2002), "Macroeconomic factor do influence aggregate stock returns" , The Review of Financial studies, Vol.15, No.3.
- 16.Hommes , C. Wagener .F. (2008) " Complex evolutionary systems in behavioral finance", Tinbergen Institute Discussion paper No: 54 .
- 17.Hsing, Y. (2014) ." Impact of macroeconomic factors on the stock market in Estonian", Journal of Economics and Development studies, Vol:2 ,No.2.



18. Iqbal, S. Hussain, N. Latif, M. Aslam, S. (2013). "Investor type and Financial market anomalies a comparison Individual Institutional and foreign investor and role of their behaviors in investing decisions" *Midde – East Journal of scientific Research*, Vol :17, No:11.
19. Jarrah, M. Salim, N. (2016) "The impact macroeconomic factor on Saudi stock Market", *International conference Advances in Big Data Analytics*.
20. Kaizoji, T. Laboratory, E. (2003) "Intermittent chaos in model of financial markets with heterogeneous agents" *Arxiv : nlin / 031206*.
21. Kumar, R. (2013) "The effect of Macroeconomic factor Indian stock Market performance", *Journal of Economics and Finance*, Vol : 1 No:3.
22. Ligocka, M. pruzak T. Stavarck, D. (2016). "The effect of macroeconomic factor on stock prices of Swiss real estate companies" *silviculturae Mendelianae Bruensis*, Vol:64, No: 217.
23. Mattarocci, G. (2006) "Market characteristics and chaos dynamics in stock market" *MPRA*, paper No: 4296.
24. Mpho, M. paul. F. (2017) "Testing for market anomalies in different sectors of the Johannesburg stock exchange", *International journal of economics and Finance studies*, Vol:9 No :1
25. Nada, P. Igor, J. (2016) "Comparative analysis between the Fundamental and technical analysis of stock" *journal of process Management*, vol:4, No:2.
26. Njanike, K., Katsuri, P., Mudzaura, M., (2009), "Factor influence the Zimbabwe stock exchange performance", *Economics* Vol.9, No.2.
27. Olsson, H. (2014) "Measuring overconfidence methodological problems and statistical artifact" *journal of Business Research*, Vol.67. No:8.
28. Pathade, V., (2017) "Equity research fundamental analysis for long term investment" *International journal of Applied Research* Vol.3, No:4
29. Peng, K. James, G. (2004). "Empirical study of chaotic behavior in the Taiwanese stock market" *pan-pacific Management Review*, Vol:7, No.2.
30. Rangan, G. Kumar, P. (2014), "Has oil price predictor stock return for over century" *University of Pretoria, Department of Economic, working paper*, No.2
31. Rjoub, H., Civcir, J., Nil, R., (2017), "Micro and macroeconomic determinants of stock price", *Romanian Journal of Economic Forecasting*, No.1.
32. Salonen, J. (2016) "Does the publishing of short ,selling information affect stock market Pric" *Master thesis submit to Turun yliopisto University of Turku*.
33. Sirucek, M. (2012). "Macroeconomic variables and stock market us review" *Munich personal Rape c Archive*, paper : 39094
34. Suresh, A., (2013) "Studying Fundamental and technical analysis" *International Journal of Marketing, Financial Services and management Research*, Vol:2, No:5.
35. Teja, K., Tejaswi, M., Maclhri, B., (2013), "Cash reservex ratio impact on stock market in long run international Journal of Marketing Financial Services Management Research Vol.2, No.8.
36. Verbi, M. (2006) "on the role of Memory in asset pricing Models with heterogeneous beliefs" *Econometric*, June 52.
37. Zelge, K. (2017). "Influence of macroeconomic factors on the Financial market" *world Scientific News*, 78.