الجمهورية العربية السورية
جامــعة دمــشق
كليَّــة الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين
دكتوراه أسواق مالية

أثر الاستثمار على أسعار الأسهم

دراسة مقارنة بين سوق المال التركي وسوق المال المصري

خلال الفترة (2001 - 2016)

أطروحة مقدمة لنيلِ دَرَجة الدكتوراه في الأسواق المالية

إعداد الطالب
حسين عطيه الضعيّف

إشـــــــــــــــــــراف الدكتور

علي كنعان

الأستاذ في قسْم المصارف والتأمين

2019/2018
1440/1439

أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴾

صدق الله العظيم

سورة النمل: الآية 19

توصية المدقِّق اللُّغويِّ

أشهد أنَّ أطروحة الدكتوراه الموسومة بـــالعنوان: **(أثر الاستثمار على أسعار الأسهم-دراسة مقارنة بين سوق المال التُّركيِّ وسوق المال المصريِّ - خلال الفترة 2001 - 2016)**، التي تقدَّم بها الطالب **حسين عطيه الضعيف** قد تمَّت مراجعتُها من النَّاحية اللُّغويَّة تحت إشرافي، وأصبحت تتَّسم بأسلوبٍ علميٍّ خالٍ من الأخطاء اللُّغويَّة، وعليه أوقِّع.

المدقِّق اللُّغويُّ

هـــ: 0988753537 **أ. علي عبد الرزاق العبيد الكلش**

شكرٌ وتقدير

أحمد الله تبارك وتعالى على فضلِهِ وكرمِهِ عليَّ وأشكره على نعمه الكثيرة والوفيرة التي لا تُعدُّ ولا تحصى، ومن هذه النِّعم إكمالُ الرِّسالة وإتمامها، وأصلِّي وأسلِّم على سيِّد الكائنات وإمام الرُّسل نبيِّنا محمَّدٍ وعلى أهلِ بيتِهِ الطَّيِّبين الطَّاهرين.

من الواجب علينا أخلاقياً أن نتقدَّم بجزيل الشُّكر والعرفان إلى مَن كان له الفضل الكبير في الإشرافِ على هذه الدِّراسة وإيصالها إلى طور الإنجاز، الأستاذ الفاضل الدكتور "**علي كنعان**"، مَن علَّمنا التفاؤل والمضيَّ إلى الأمام وأنار طريقَنا وأرشدنا للعلم والمثابرة، والذي أمدَّنا بالعون ولم يبخل علينا بنصائحِهِ العلميَّة وبتوجيهاتهِ وإرشاداته السَّديدة، فلك منَّا أستاذَنا المتميِّزَ كلُّ الامتنان والشُّكر والتَّقدير والاحترام، وجزاك الله عنا خيرَ الجزاء.

كما أتوجَّه بالشُّكر الجزيل وفائق الاحترام والتقدير إلى كلِّ أساتذتنا الأفاضلِ أعضاءِ لجنة المناقشةِ على تفضُّلِهم بقبول المشاركةِ في مناقشة هذه الأطروحة وتقييمها وتصويبها وإخراجها بالشَّكل الأمثل، جزاهم الله خير الجزاء وأدام عليهم الصحة والعافية، وهم:

1. الأستاذ الدكتور أكرم الحوراني.
2. الأستاذ الدكتور علي كنعان.
3. الأستاذ الدكتور حسن حزوري.
4. الأستاذ المساعد الدكتورة رانيا الزرير.
5. الدكتور نوار هاشم.

كما أشكر أساتذتي الأفاضل الذين قدَّموا لي الكثيرَ من المعرفة العلميَّة والتَّوجيهات الطَّيِّبة في ترصين هذه الرِّسالة، ولا سيما أساتذتنا في قسم المصارف والتَّأمين. وأتوجَّه بالشُّكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور عادل قضماني، والدكتور ياسر مشعل، والشُّكر الجزيل لأستاذنا ودكتورنا الفاضل عميد كلية الاقتصاد المحترم الأستاذ الدكتور "عدنان غانم"، كما أتقدَّم بالشُّكر الجزيل لكافة العاملين في كلية الاقتصاد من أساتذة وإداريِّين.

كما أتقدَّم بالشُّكر والتَّقدير لجامعة دمشق لتفضُّلهم بقبولي ومنحي درجة الماجستير والدكتوراه، ولا يفوتني أن أشكر جامعتي الأم جامعة الفرات.

وأخيراً أتوجَّه بالشُّكر إلى كلِّ مَن مدَّ لي يد العون، ولو بقدرٍ ضئيلٍ ممَّن فاتني ذكر أسمائهم، وألتمس منهم العذر وجزاهم الله عني خير الجزاء. وأدعو الله عزَّ وجلَّ أن يحفظ بلدنا سورية ويهدينا جميعاً لما يحبُّه ويرضاه.

الإهداء

إلى من كلَّله الله بالهيبة والوقار.....إلى مَن علَّمني العطاء بدون انتظار

والدي الغالي رحمه الله

إلى بسمة الحياة وسرِّ الوجود، إلى مَن كان دعاؤها سرَّ نجاحي وحنانها بلسم جراحي

أمِّي الحبيبة حفظك الله وأطال في عمرك

فلولاهم لما وصلت إلى ما أنا عليه، أرجو من الله أن يطيل في عمرهم ليروا ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتهم نجوماً أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد....

إلى أخوتي الأعزَّاء

إلى رفيقة دربي التي قاسمتني حلو الحياة ومرَّها، وكانت نعم الزوجة والصديقة والأنيسة

إلى زوجتي الغالية

إلى فلذة كبدي .....**ابني الغالي عمر**

إلى كلِّ الأهل والأقارب والأصدقاء، وإلى كلِّ من نسيَهم قلمي ولم ينسَهم قلبي.....

إليهم جميعاً أهدي ثمرة عملي هذا

الباحث

حسين عطيه الضعيف

الملخَّص

تم في هذه الدراسة تحليل العلاقة بين الاستثمار وأسعار الأسهم من خلال دراسة مقارنة بين سوق المال التركي وسوق المال المصري خلال الفترة 2001-2017، من خلال استخدام الأساليب القياسية الحديثة. ولبيان فيما إذا كانت السلاسل الزمنيَّة المدروسة مستقرة من عدمها تطلب استخدام اختبارات جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر المطور (ADF) لفحص خواص السلاسل الزمنيَّة لمتغيرات المضمنَّة في نَّماذج الدراسة والتأكد من مدى استقراراها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة. وتبين أنَّ بعض المتغيرات غير مستقرة وبعضها مستقر عند المستوى، في حين بعضها الأخر متكاملة من الدرجة الأولى، وفي ضوء ذلك تم استخدام اختبار التكامل المشترك (Johansen and Juselius test) واختبار (Pedroni & Kao) لتحديد وجود علاقة طويلة الأمد بين المتغيرات التي تضمنتها نَّماذج الدراسة من عدمها، وقد اتضح من خلال التحليل وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، ومن ثم تم تقدير معادلة التّكامل المُشترَك بطريقة المُربعات الصُّغرى المُصحَّحة كلياً (FMOLS)، وطريقة المُربعات الصُّغرى الديناميكية (DOLS)، كذلك تم استخدام اختبار سببية غرانجر واختبار سببيَّة Granger المطوَّرة (Toda & Yamamoto-1995) لبيان العلاقة السببيَّة بين المتغيرات المدروسة، ومن ثم تقدير نموذج تصحيح الخطأ VECM.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة بالنسبة لسوق المال التركي: وجود علاقة طردية بين المتغيرات التالية: الاستثمار المحلي، وتعاملات الأجانب، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف، وسعر الفائدة وعوائد الأسهم. كذلك وجود علاقة طردية بين تعاملات الأجانب، والناتج المحلي الإجمالي وبين القيمة السُّوقية، في حين توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة والقيمة السُّوقية.

أما فيما يتعلق بسوق المال المصري فقد تبين وجود علاقة طردية بين المتغيرات التالية: الاستثمار المحلي، مبيعات الأجانب، والعرض النقدي، وإجمالي الديون الخارجية وعوائد الأسهم. في حين توجد علاقة عكسية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد الأسهم من جهة والقيمة السُّوقية من جهة ثانية. كذلك توجد علاقة طردية بين الاستثمار المحلي، ومشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب، والعرض النقدي، وإجمالي الديون الخارجية وبين القيمة السُّوقية.

في حين بينت نتائج استخدام نماذجِ بياناتِ الـــ (Panel Data) أفضليَّة نموذجِ الآثار الثَّابتة لتقدير العلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم، في حين اتَّضح من خلالِ تقديرِ العلاقة بين الاستثمارِ والقيمة السُّوقيَّة عدمُ سلامة نماذجِ بياناتِ الـــ (Panel Data) الثَّلاثة.

فهرس المحتويات

آية قرآنية	أ
توصية المدقِّق اللُّغويِّ	ب
شكر وتقدير	ت
الإهداء	ث
ملخص الدراسة بالعربية	ج
فهرس المحتويات	ح
فهرس الجداول	ز
فهرس الأشكال	ص
فهرس الملاحق	ض
العنوان	**رقم الصفحة**
الإطار العام للدراسة	
أولاً: مقدمة	1
ثانياً: مشكلة الدراسة	2
ثالثاً: أهمية الدراسة	3
رابعاً: أهداف الدراسة	3
خامساً: فرضيات الدراسة	4
سادساً: منهج الدراسة	7
سابعاً: عينة الدراسة	8
ثامناً: المدة الزمنية	8
تاسعاً: مصادر جمع البيانات	8
عاشراً: دراسات سابقة	9
أحد عشر: موقع الدِّراسة الحالية من الدِّراسات السَّابقة	19
1- الفصل الأول: الاستثمار ونظرية تسعير المراجحة	
تمهيد	21
1-1 المبحث الأول: الاستثمار وعوائد الأسهم	
1-1-1 علاقة الادِّخار والاستثمار بأسواق المال	22
1-1-2 أهميَّة الأسواق الماليَّة ودورها في النَّشاط الاقتصاديِّ	23
1-1-3 دور أسواق الأوراق الماليَّة في تمويل الاستثمار والتَّنمية	24
1-1-4 تأثير الاستثمار الأجنبيِّ على الأسواق الماليَّة	25

1-1-5 الاستثمار الأجنبي غير المباشر	27
1-1-6 مفهوم عوائد الأسهم	30
1-1-7 محددات عوائد الأسهم	33
1-1-8 مقاييس عوائد الأسهم	35
1-1-9 المؤشرات الاقتصادية وأسعار الأسهم	37
1-1-9-1 أسعار الفائدة وأسعار الأسهم	37
1-1-9-2 النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ وأسعار الأسهم	39
1-1-9-3 التَّضخُّم وأسعار الأسهم	39
1-1-9-4 العرض النقديَّ وأسعار الأسهم	41
1-2 المبحث الثاني: الإطار العام لنظرية تسعير المراجحة	
1-2-1 مفهوم نظرية تسعيّر المراجحة	44
1-2-1-1 مفهوم المراجحة	44
1-2-2 افتراضات نظرية تسعير المراجحة	46
1-2-3 افتراضات نظرية تسعير المراجحة التوازن وقانون السعر الواحد	46
1-2-2 نَّموذج نظرية تسعير المراجحة	48
1-2-2-1 نَّموذج نظرية تسعيّر المراجحة مكونات العائد لورقة مفردة	48
1-2-2-2 مكونات عائد المحفظة	49
1-2-2-3 اشتقاق النموذج الأساسي لنظرية تسعير المرجحة (APT)	51
1-3 المبحث الثالث: العوامل المسعّرة ومناهج اختبار نظرية تسعير المراجحة	
1-3-1 مفهوم العوامل المسعرة	54
1-3-2 مناهج اختبار نظرية تسعير المراجحة	55
1-3-2-1 منهج التحليل العاملي	55
1-3-2-2 منهج المؤشرات الاقتصادية الكليَّة	57
1-4 المبحث الرابع: تطبيقات نظرية تسعير المراجحة وإضافاتها	
1-4-1 تطبيقات نظرية تسعير المراجحة	60
1-4-1-1 استخراج معدل العائد المطلوب	60
1-4-2 تكوّين المحفظة المثلى	61
1-4-3 تقييم أداء المحفظة الماليّة	62
1-4-2 الإضافات لنظريّة تسعيّر المراجحة	63

1-4-2-1 نموذج Henrikson and Merton 1981	64
1-4-2-2 نموذج Wei 1988	64
1-4-2-3 نموذج Fama and French 1993	65
1-4-2-4 نموذج Elton, Gruber and Blake 1996	67
1-4-2-5 نموذج Carhart 1997	67
1-4-3 المقارنة بين APT وCAPM	68
1-4-3-1 أوجه التشابه بين CAPM وAPT	68
1-4-3-2 أوجه الاختلاف بين CAPM وAPT	69
2- الفصل الثاني: الاستثمار في الاقتصاد التركي	
تمهيد	72
2-1 المبحث الأول: التطور التاريخي والأهمية الاقتصادية للاقتصاد التركي	
2-1-1 لمحة عن الاقتصاد التركي	74
2-1-2 الاقتصاد التركي وسياسات الانفتاح الخارجي	76
2-1-3 الأهمية الاقتصادية لتركيا	78
2-1-4 الاستثمارات الأجنبية والنمو الاقتصادي	78
2-2 المبحث الثاني: المؤشرات الرئيسية للاقتصاد التركي	
2-2-1 الناتج المحلي الإجمالي التركي	82
2-2-2 مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي التركي	87
2-2-3 أداء المدخرات والاستثمارات في الناتج المحلي الإجمالي التركي	92
2-2-4 التجارة الخارجية التركية	94
2-2-5 قطاع السياحة التركية	103
2-2-6 التضخم	106
2-2-7 الاستثمار الأجنبي	107
2-2-8 الديون الخارجيَّة التركية	112
2-2-9 أسواق المال التركية	116
2-2-9-1 بورصة اسطنبول	116
2-2-9-2 مؤشرات سوق اسطنبول للأوراق المالية	117
2-2-9-3 تعاملات الأجانب في سوق اسطنبول المالي	120
3- الفصل الثالث: الاستثمار في الاقتصاد المصري	
تمهيد	125

3-1 المبحث الأول: المؤشرات الرئيسية للاقتصاد المصري	
3-1-1 الناتج المحليّ الإجماليّ المصريّ	127
3-1-2 مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحليّ الإجماليّ المصريّ	130
3-1-3 أداء المدخرات والاستثمارات في الناتج المحليّ الإجماليّ المصريّ	132
3-1-4 التجارة الخارجيَّة المصريَّة	136
3-1-5 التضخم	139
3-1-6 الاستثمار الأجنبيّ	140
3-1-7 الديون الخارجية المصريَّة	147
3-2 المبحث الثاني: أهمية الاستثمار وأسواق رأس المال في مصر	
3-2-1 نظرة عامة على الاقتصاد المصريّ	153
3-2-2 مزايا وحوافز الاستثمار في مصر	153
3-2-3 أهداف الاستثمار ومبادئه في مصر	154
3-2-4 أسواق المال المصرية	155
3-2-4-1 لمحة عن البورصة المصرية	155
3-2-4-2 أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية المصريَّة	158
3-2-4-3 تعاملات الأجانب في سوق المال المصريّ	161
4- الفصل الرابع: قياس أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في الاقتصاد التركي	
تمهيد	166
4-1 المبحث الأول: الخصائص الإحصائية للمتغيَّرات المدَّروسة	167
4-2 المبحث الثاني: علاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	173
4-3 المبحث الثالث: علاقة الاستثمار بمؤشر القيمة السُّوقية	190
5- الفصل الخامس: قياس أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في الاقتصاد المصريّ	
تمهيد	202
5-1 المبحث الأول: الخصائص الإحصائية للمتغيَّرات المدَّروسة في الاقتصاد المصريّ	203
5-2 المبحث الثاني: علاقة الاستثمار بعوائد الأسهم في الاقتصاد المصريّ	209
5-3 المبحث الثالث: علاقة الاستثمار بمؤشر القيمة السُّوقية في الاقتصاد المصريّ	221
5-4 المبحث الرابع: دراسة قياسية لأثر الاستثمار في أسعار الأسهم في	229

الاقتصاد التركي والمصريِّ باستخدام نَّماذج الـــ (Panel Data)	
النتائج	253
التوصيات	262
المراجع	267
الملاحق	283
ملخص باللغة الإنكليزية	

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-2)	معدل نمو الناتج ومساهمة القطاعات في الـ GDP التركي	74
(2-2)	الناتج المحلي الإجمالي التركي	83
(3-2)	مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي التركي	88
(4-2)	أداء المدخرات والاستثمارات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي التركي	92
(5-2)	الصادرات والواردات السلعية التركية	96
(6-2)	التوزيع الجغرافي للصادرات التركية لأكبر 20 دولة مستقبلة للصادرات التركية	101
(7-2)	التوزيع الجغرافي للواردات التركية لأكبر 20 دولة مصدرة لتركية	102
(8-2)	عدد السائحين الوافدين والإيرادات السياحية التركية	104
(9-2)	عدد السائحين العرب الوافدين إلى تركيا	105
(10-2)	معدلات التضخم في الاقتصاد التركي	107
(11-2)	الاستثمار الأجنبي في تركيا	108
(12-2)	التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي بتركيا	110
(13-2)	مصادر تدفقات الاستثمارات الأجنبية	111
(14-2)	إجمالي الدين العام الخارجي لتركيا	113
(15-2)	مؤشرات سوق اسطنبول للأوراق المالية	118
(16-2)	تعاملات الأجانب في بورصة اسطنبول	121
(1-3)	الناتج المحلي الإجمالي المصري	127
(2-3)	مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي المصري	130
(3-3)	أداء المدخرات والاستثمارات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي المصري	133
(4-3)	الصادرات والواردات السلعية المصرية	136
(5-3)	معدلات التضخم في الاقتصاد المصري	140
(6-3)	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة والخارجة إلى مصر	143
(7-3)	توزيع تكلفة الاستثمارات الواردة إلى مصر حسب الأقاليم المستثمرة	145
(8-3)	أهم الدول المستثمرة في مصر	146
(9-3)	إجمالي الدين العام الخارجي المصري	149
(10-3)	مؤشرات سوق الأوراق المالية المصري	159
(11-3)	تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصري	162
(1-4)	اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيَّرات المضمنَّة في النَّماذج القياسيَّة للاقتصاد التركيِّ	170
(2-4)	اختبار استقرار السلاسل الزمنيَّة لمتغيَّرات الدراسة (KPSS)	171
(3-4)	اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	173
(4-4)	اختبار التكامل المشترك لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	176

(5-4)	معادلة التَّكامل المُشترَك (FMOLS) لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	178
(6-4)	اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار وعوائد الأسهم	184
(7-4)	تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM) لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	186
(8-4)	اختبارات التأكد من موثوقية VECM لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	187
(9-4)	اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل لعلاقة الاستثمار بالقيمة السوقية	190
(10-4)	اختبار التكامل المشترك لعلاقة الاستثمار بالقيمة السوقية	191
(11-4)	معادلة التَّكامل المُشترَك (FMOLS) لعلاقة الاستثمار بالقيمة السوقية	192
(12-4)	اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار والقيمة السوقية	197
(13-4)	تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM) لعلاقة الاستثمار بالقيمة السُّوقية	199
(14-4)	اختبارات التأكد من موثوقية VECM لعلاقة الاستثمار بالقيمة السوقية	200
(1-5)	اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيَّرات المضمنّة في النّماذج القياسيَّة للاقتصاد المصريِّ	206
(2-5)	اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة (ADF)	207
(3-5)	اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	209
(4-5)	اختبار التكامل المشترك لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	210
(5-5)	معادلة التَّكامل المُشترَك (FMOLS) لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	211
(6-5)	اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار وعوائد الأسهم	216
(7-5)	تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM) لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	218
(8-5)	اختبارات التأكد من موثوقية VECM لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	220
(9-5)	اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل لعلاقة الاستثمار بالقيمة السوقية	221
(10-5)	اختبار التكامل المشترك لعلاقة الاستثمار بالقيمة السوقية	222
(11-5)	معادلة التَّكامل المُشترَك (DOLS) لعلاقة الاستثمار بالقيمة السوقية	223
(12-5)	اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار والقيمة السوقية	227
(13-5)	اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات المضمنة في النماذج القياسية للاقتصاد التركي والمصري باستخدام نماذج الـــ (Panel Data)	236
(14-5)	نتائج اختبارات LLC, IPS, ADF لدراسة استقرارية المتغيرات المضمنة في النماذج القياسية للاقتصاد التركي والمصري	237
(15-5)	نتائج تقدير العلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم وفق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data)	238
(16-5)	نتائج اختبار Pedroni و Kao للتكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم	242
(17-5)	معادلة التكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم باستخدام طريقة الـــ Panel FMOLS	243
(18-5)	اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم	247
(19-5)	اختبار سببية غرانجر المطورة المعتمدة على أسلوب (Toda & Yamamoto)	247

	بين الاستثمار وعوائد الأسهم	
(20-5)	نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم	248
(21-5)	اختبارات التأكد من موثوقية VECM لعلاقة الاستثمار بعوائد الأسهم وفق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data)	250
(22-5)	تقدير العلاقة بين الاستثمار والقيمة السوقية وفق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data)	250

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
(1-1)	توضيح فرص المراجحة	47
(1-2)	الناتج المحلي الإجمالي التركي بالأسعار الجارية	85
(2-2)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي التركي	86
(3-2)	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي التركي	87
(4-2)	مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي التركي	91
(5-2)	مساهمة الاستثمارات المحلية والأجنبية في الناتج المحلي الإجمالي التركي	94
(6-2)	الصادرات والواردات التركية	98
(7-2)	تطور الاستثمارات الأجنبية في تركيا	109
(8-2)	إجمالي الدين الخارجي التركي	115
(9-2)	نصيب القطاع الخاص من إجمالي الدين الخارجي لتركيا	116
(10-2)	الديون الخارجية قصيرة الأجل لتركيا	116
(11-2)	المؤشر العام لسوق اسطنبول للأوراق المالية	119
(12-2)	القيمة السوقية لسوق اسطنبول للأوراق المالية	119
(13-2)	صافي تعاملات الأجانب ببورصة اسطنبول	122
(14-2)	مساهمة الأجانب في القيمة السوقية لبورصة اسطنبول	122
(1-3)	الناتج المحلي الإجمالي المصري بالأسعار الجارية	129
(2-3)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي المصري والزيادة السكانية	129
(3-3)	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي المصري	130
(4-3)	مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي المصري	132
(5-3)	مساهمة المدخرات في الناتج المحلي المصري	135
(6-3)	مساهمة الاستثمارات المحلية والأجنبية في الناتج المحلي لإجمالي المصري	135
(7-3)	التجارة الخارجية المصرية	139
(8-3)	تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة إلى مصر	145
(9-3)	تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة إلى مصر	145
(10-3)	إجمالي الدين الخارجي المصري	151
(11-3)	نصيب القطاع الخاص من إجمالي الدين الخارجي المصري	152
(12-3)	نسبة الدين للدخل القومي	152
(13-3)	المؤشر العام لسوق الأوراق المالية المصرية	160
(14-3)	القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية المصرية	161
(15-3)	تعاملات الأجانب بسوق الأوراق المالية المصرية	163
(16-3)	نسبة استحواذ المستثمرين الأجانب من حجم التعاملات بالبورصة المصرية	164

(1-4)	اختبار استقرار البواقي لمعادلة انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم	182
(2-4)	اختبار الارتباط الذاتي لبواقي انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم	182
(3-4)	اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي انحدار الاستثمار وعوائد	183
(4-4)	اختبار استقرار البواقي لمعادلة انحدار الاستثمار والقيمة السوقية	195
(5-4)	اختبار الارتباط الذاتي لبواقي انحدار الاستثمار والقيمة السوقية	195
(6-4)	اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي انحدار الاستثمار والقيمة السوقية	196
(1-5)	اختبار استقرار البواقي لمعادلة انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم	214
(2-5)	اختبار الارتباط الذاتي لبواقي انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم	214
(3-5)	اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم	215
(4-5)	اختبار استقرار البواقي لمعادلة انحدار الاستثمار والقيمة السوقية	225
(5-5)	اختبار الارتباط الذاتي لبواقي انحدار الاستثمار والقيمة السوقية	225
(6-5)	اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي انحدار الاستثمار والقيمة السوقية	226
(7-5)	اختبار استقرار البواقي لمعادلة انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم وفق نماذج الـــ (Panel Data)	245
(8-5)	اختبار الارتباط الذاتي لبواقي انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم وفق نماذج الـــ (Panel Data)	245
(9-5)	اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي انحدار الاستثمار وعوائد الأسهم وفق نماذج الـــ (Panel Data)	246

فهرس الملاحق

رقم الملحق	عنوان المحلق	رقم الصفحة
(1)	الأشكال البيانية للمتغيِّرات المدّروسة المضمنّة في نّماذج دّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق الماليّة	284
(2)	دوال الارتباط الذاتي والجزئي لسلاسل المتغيِّرات المضمنّة في نّماذج دّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية	285
(3)	الأشكال البيانية للمتغيِّرات المدّروسة المضمنّة في نّماذج دّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية	290
(4)	دوال الارتباط الذاتي والجزئي لسلاسل المتغيِّرات المضمنّة في نّماذج دّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق الأوراق الماليّة المصرية	291

أَولاً- مقدِّمة:

تؤدي الأسواق الماليَّة دوراً بالغ الأهميَّة في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وتحويله إلى رأسمال موظف في الدورة الاقتصادية، وتوفر الأسواق الماليَّة كذلك قنوات ومداخل سليمَة أمام المستثمرين في الأسهم وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية، ومنها الحيَّازة والتملك والعائد الاستثماري المناسب، كما تُمثل حافزاً للشركات المدرجة أسماؤها في تلك الأسواق من متابعة أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسيَّن وارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات. ومن خلال التعرَّف على أساسيّات الاستثمار يستطيع المستثمر معرفة طرق قياس العائد المتوقع على استثماره.

وتتنوع الدوافع للاستثمار، لكن الدافع الأساسي للاستثمار يكون مالياً في الغالب، ومن الواضح أنَّ الاستثمار على أساس تعظيم العائد لا يكفي، لأن عنصر المخاطرة يجب أنَّ يُؤخذ في الحسبان أيضاً، حيث تتعرض الاستثمارات في الأسواق الماليَّة إلى مخاطر والتيٍّ تتمثل بالمخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، فالمخاطر المنتظمة (السُّوقيّة) والتي لا يقتصر تأثيرها على شركة معيَّنة أو قطاع معيَّن، والتي تتمثل بظروف التضخم، حالات الكساد، الحروب ومعدلات الفائدة وغيرها. هي التي يهتم بها المستثمرون لأنَّه لا يمكن تجنبها من خلال التنويَّع كما هو الحال بالنسبة للمخاطر غير المنتظمة.

وتلعب الأسواق الماليَّة دوراً هاماً في جذب الاستثمارات الماليَّة للأجانب مما يساهم في توفيَّر الأموال اللازمة للشركات المحليَّة لتوسيع أنشطتها الإنتاجيَّة، الأمر الَّذي ينعكس في النهاية على زيادة الدخل والتوظيَّف ومن ثم تحسيَّن المستوى المعيشيٍّ في البلد المضيف، وفضلاً عن ذلك فإنَّ أسواق الأوراق الماليَّة ومن خلال آليَّة التسعيَّر تعمل على توجيّه الاستثمارات نحو الشركات الأكثر كفاءة وربحيَّة في الأمد البعيَّد. وعليه فإنَّ سوق المال التركي وسوق المال المصري من الأسواق التي تهتم بجذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة التيٍّ تكون عرضة للتقلبات والتذبذبات الناتجة عن قرارات المستثمرين الأجانب والتيٍّ تؤثر بشكلٍ كبيرٍ على أداء هذه الأسواق، الأمر الَّذي أكدتهُ العديد من الدراسات العربيَّة والأجنبيَّة كدراسة عبدالعال (2013)، ودراسة عواد (2016)، ودراسة (Acikalin et al., 2008)، ودراسة (Ozbay, 2009)، ودراسة (Gumus et al., 2013)، ودراسة (Barakat et al., 2016)، ودراسة (TİRYAKİ et al., 2017)، وغيرها من الدراسات الأخرى.

وبالتاليِّ سيتم من خلال هذه الدراسة محاولة بيان أثر الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر على أداء سوق المال التركيَّ وسوق المال المصريَّ خلال الفترة 2001-2017.

ثانياً- مشكلة الدِّراسة:

يمثِّل الاستثمار الأجنبيُّ بنوعَيه - الاستثمار الأجنبيُّ المباشر والاستثمار الأجنبيُّ غير المباشر- مصدراً هامَّاً من مصادر التَّمويل للدُّول النَّامية، حيث يلعب كلٌّ منهما دوراً مهماً في التَّنمية الاقتصاديَّة، وهذان النَّوعان يمثِّلان أشكالاً مهمَّة للتَّدفُّقات الماليَّة الخاصَّة (متوسِّطة الأجل وطويلة الأجل)، إلَّا أنَّ الاستثمار الأجنبيَّ المباشر يلعب الدَّور الأكبر في تحقيق التَّنمية الاقتصاديَّة (السواعي، 2017). وتأتي أهمِّية الاستثمار الأجنبيِّ كمصدر تمويل هامٍّ لتحقيق التَّنمية الاقتصاديَّة؛ لأنَّ له آثاراً إيجابيَّة في البلد المضيف، كونه مصدراً للتكنولوجيا والمعرفة، وتشجيع الرَّوابط مع الشَّركات المحليَّة، التي يمكن أن تساعد في تحريك الاقتصاد، كما أنَّه يمثِّل وسيلة تمويل بديلة تلجأ إليها الكثير من الدُّول التي تواجه عجزاً في تمويل استثماراتِها وتحقيق تنميتِها الاقتصاديَّة (الشريده، 2016).

تؤيِّد أكثر الأوساط الاقتصاديَّة الفكريَّة والعمليَّة نظريَّة تشويه السُّوق الماليِّ المحليِّ، عندما تدخل الاستثماراتُ الأجنبيَّة غير المباشرة للمضاربة بهذه السُّوق (عبدالعال، 2013)، وتخلق لها أزمةً مؤكَّدة. فهل أدَّت الاستثمارات الأجنبيَّة غير المباشرة لهذه النَّتائج في كلٍّ من تركيا ومصر؟ وهل ارتفعت الأسعار في كلتي البلدَين، أو بقيت على حالها رغم زيادة حجم السُّيولة في السُّوق؟ وما هي النَّتائج التي ظهرت؟

واستناداً لذلك سوف تتحدَّد مشكلة الدِّراسة بالأسئلة التَّالية:

1. هل يعتبرُ السُّوق التركيُّ والمصريُّ للأوراق المالية أسواقٌ جاذبة للاستثمارات الأجنبيَّة؟
2. هل كان للاستثمار الأجنبي دورٌ فاعلٌ في أسعار أسهم السوق المالي التركي والمصري خلال الفترة 2001-2017؟
3. ما هو دور الاستثمار المحليِّ في سوق المال التركيَّ والمصريَّ؟

ثالثاً- أهميَّة الدِّراسة:

تكمن أهميَّة الدَّراسة في تركيزها على دَّراسة الاستثمار وحركة أسعار الأسهم للوصول إلى فهم أعمق لطبيَّعة عمل هذه الأسواق وعلاقتها بحركة الاقتصاد ككل، وخاصة أنَّ استقرار ونمو هذه الأسواق يساهم بصورة فاعلة في تحقيّق الاستقرار الاقتصادي.

الأهمية النظرية: تم تأكيد العلاقة بين الاستثمار وأسواق الأسهم من قبل العديد من الاقتصاديّن بمختلف مدارسهم، حيث أكدوا جميعاً على أهميَّة رأس المال في تنميَّة أيِّ صناعة من الصناعات أو إحداث التنميَّة في الاقتصاد بشكل عام. إن هذا التكامل ما بين سُّوق الأسهم والاقتصاد الحقيقيِّ من الممكن دعمه بدليل إضافيٍّ من تركيا ومصر يوضح طبيعة العلاقة بين الاستثمار وأسعار الأسهم.

الأهمية العملية: تساعد مثل هذه الدراسات المستثمرين أفراد ومؤسسات في عمليَّة إجراء تحليلاتهم الأساسيَّة لأسواق الأسهم، بهدف اتخاذ القرار الاستثماريِّ المناسب، بالإضافة إلى المساعدة في إرساء السيَّاسات الاقتصاديَّة المناسبة التيِّ تعمل على استقرار الأسواق الماليَّة وأسواق الأسهم بصورة خاصة وبالتاليِّ الاقتصاد بصورة عامة.

رابعاً- أهداف الدِّراسة:

تسعى هذه الدِّراسة إلى تحقيق مجموعةٍ من الأهداف، يمكن تلخيصُها في النِّقاط التَّالية:

1. دراسة وتحليل العلاقة النظرية بين نظرية تسعير المراجحة وعوائد الأسهم.
2. التعرُّف على أهم المؤشرات الرئيسية للاقتصاد التركي والمصري، والقيام بدراسة تحليلية لهذه المؤشرات خلال الفترة 2001-2017.
3. التعرُّف على أهم مؤشرات أسواق المال للاقتصاد التركي والمصري خلال الفترة 2001-2017.
4. معرفة إذا كانت التغيُّرات في أسعار الأسهم يمكنُ أن ترجع إلى المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة، وذلك من خلال دراسةِ العلاقة بين أسعار الأسهمِ في سوق المال المصريَّ والتركيَّ والاستثمار المحليِّ، والاستثمار الأجنبيِّ المباشر، وتعاملات الأجانب، بالإضافة إلى بعضِ المتغيِّرات التفسيريَّة الأخرى التي تمَّت إضافتُها إلى نماذج الدِّراسة، والتي تمثَّلت بـــ: النَّاتج المحليِّ

الإجماليِّ، ونصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجمالي، والتَّضخُّم، وسعر الصرف، وسعر الفائدة، والعرض النقدي بمفهومه الواسع، وإجماليِّ الدُّيون الخارجيَّة.

5. بناء نموذجٍ لقياس أثرِ الاستثمار المحليِّ والأثار المباشرةِ وغير المباشرة للاستثمارات الأجنبيَّة على أسعار الأسهمِ في كلٍّ من سوق المال التركي والمصري خلال المدة 2001-2017، من خلال توظيف النّماذج القياسيَّة الحديثة.
6. الاستفادة من نتائج هذه الدراسة في الاقتصاد السُّوري.

خامساً- فرضيَّات الدِّراسة:

تحقيقاً لأهداف الدِّراسة، وباستخدام بيانات عن سوق المال التركيَّ والمصريَّ والمتغيِّرات الاقتصاديَّة التي تضمَّنتها الدِّراسة خلال الفترة 2001-2017، تقوم الدِّراسة الحاليَّة باختبار عددٍ من الفروض المتعلِّقة بأثر الاستثمار على أسعار الأسهم في سوق المال التركيَّ والمصريَّ.

5-1 الفرضيَّة الرئيسيَّة الأولى: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار وعوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة خلال الفترة 2001-2017.

ويتفرَّع عن هذه الفرضيَّة الرئيسيَّة الفرضيَّات الفرعيَّة التَّالية:

5-1-1 الفرضيَّة الفرعيَّة الأولى: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-1-2 الفرضيَّة الفرعيَّة الثانية: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-1-3 الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّالثة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-1-4 الفرضيَّة الفرعيَّة الرابعة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-2 الفرضيَّة الرئيسيَّة الثَّانية: لا توجد علاقةٌ ذات دلالة إحصائيَّة بين الاستثمارِ والقيمة السُّوقيَّة للأسهم في سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة خلال الفترة 2001-2017.

ويتفرَّع عن هذه الفرضيَّة الرئيسيَّة الفرضيَّات الفرعيَّة التَّالية:

5-2-1 الفرضيَّة الفرعيَّة الأولى: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-2-2 الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّانية: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-2-3 الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّالثة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-2-4 الفرضيَّة الفرعيَّة الرابعة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-3 الفرضيَّة الرئيسيَّة الثَّالثة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار وعوائد الأسهم في سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة خلال الفترة 2001-2017.

ويتفرَّع عن هذه الفرضيَّة الرئيسيَّة الفرضيَّات الفرعيَّة التَّالية:

5-3-1 الفرضيَّة الفرعيَّة الأولى: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-3-2 الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّانية: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-3-3 الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّالثة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-3-4 الفرضيَّة الفرعيَّة الرابعة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-4 الفرضيَّة الرئيسيَّة الرابعة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالة إحصائيَّة بين الاستثمارِ والقيمة السُّوقيَّة للأسهم في سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة خلال الفترة 2001-2017.

ويتفرَّع عن هذه الفرضيَّة الرئيسيَّة الفرضيَّات الفرعيَّة التَّالية:

1-4-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الأولى: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

2-4-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الثانية: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

3-4-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الثالثة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

4-4-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الرابعة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة للأسهم خلال الفترة 2001-2017.

5-5 الفرضيَّة الرئيسيَّة الخامسة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار وعوائد الأسهم في سوق الأوراق الماليَّة التركيَّة والمصريَّة وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

ويتفرَّع عن هذه الفرضيَّة الرئيسيَّة الفرضيَّات الفرعيَّة التَّالية:

1-5-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الأولى: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

2-5-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّانية: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر وعوائد الأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

3-5-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الثَّالثة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

4-5-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الرابعة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

6-5 الفرضيَّة الرئيسيَّة السادسة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالة إحصائيَّة بين الاستثمارِ والقيمة السُّوقيَّة للأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

ويتفرَّع عن هذه الفرضيَّة الرئيسيَّة الفرضيَّات الفرعيَّة التَّالية:

1-6-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الأولى: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ والقيمة السُّوقيَّة للأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

2-6-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الثانية: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر والقيمة السُّوقيَّة للأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

3-6-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الثالثة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة للأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

4-6-5 الفرضيَّة الفرعيَّة الرابعة: لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة للأسهم وفق نماذجِ الـــ (Panel Data).

سادساً- منهج الدِّراسة: انطلاقاً من طبيعة الموضوعِ الذي تمَّت دراستُهُ، تمَّ الاعتماد على المنهج الوصفيِّ التَّحليليِّ، إذ تمَّ الرُّجوع إلى الأدبيَّات من كتبٍ علميَّةٍ وأبحاثٍ ودوريَّات؛ للتعرُّف على الجهود والدِّراسات السَّابقة ذات الصِّلة بموضوع الدراسة. كما تمَّ استخدام الأساليب القياسيَّة الحديثةِ لتحليل السَّلاسل الزمنيَّة بمستواها اللوغاريتميِّ باستخدام اختباراتِ الاستقرارِ، والسَّببيَّة، والتَّكامل المشترك، ونماذج تصحيح الخطأ (VECM)، ونماذج بياناتِ السلاسل الزمنية- المقطعية التي تُدعى بنماذج البانل (Panel Model)، وتأتي هذه النَّماذج في ثلاثة أشكالٍ رئيسة، هي: نموذج الانحدار التَّجميعيِّ (Pooled Regression Model)، ونموذج التَّأثيرات الثَّابتة (Fixed Effects Model)، ونموذج التَّأثيرات العشوائيَّة (Random Effects Model)، حيث نصل من خلالها إلى نتائج واقعيَّة، وتحليل سليم ومنطقيٍّ للعلاقات الاقتصاديَّة، يُبنى عليه اتخاذُ قراراتٍ سليمةٍ، وبذلك نتجنَّبُ النَّتائج المضلِّلة التي يتمُّ التوصُّل إليها بطرق الانحدارِ التَّقليديَّة في ظلِّ عدم استقرار السَّلاسل الزمنيَّة، الأمر الذي يؤدِّي إلى انحدارٍ زائفٍ، حيث إنَّ أغلبَ المتغيِّرات الاقتصاديَّة تتَّصف بعدم الاستقراريَّة في المستوى. وذلك من خلال استخدامِ برنامج التَّحليل الإحصائيِّ (Eviews10)، وبرنامج Excel.

سابعاً- عينة الدِّراسة:

تتمثَّل عينة الدراسة بدولتَين هما تركيا ومصر، كنطاق للدِّراسة المختارة، وذلك كون سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة يُعدُّ من أسرع الأسواق الماليَّة نموَّاً في المنطقة، مدفوعاً بنشاطٍ اقتصاديٍّ متينٍ، لاقتصادٍ متنوِّعٍ يصنَّف ضمنَ الاقتصادات الأكثرِ نموَّاً في العالم، ويشكِّل فيه حجم التِّجارة والسِّياحة والاستثمارِ قاطرةً للنُّموِّ الاقتصاديِّ. وكذلك أيضاً باعتبار الاقتصادُ المصريُّ اقتصاداً عربيَّاً نامياً.

ثامناً- المدَّة الزَّمنيَّة:

تتضمَّن الدِّراسة سلسلةً زمنيَّة مداها سبعَ عشرةَ سنةً، من عام 2001 حتَّى عام 2017، حيث تمَّت دراسة تأثير كلٍّ من المتغيِّرات المستقلَّة التَّالية: الاستثمار المحلِّي، والاستثمار الأجنبيُّ المباشر، وتعاملاتُ الأجانب، بالإضافة إلى بعضِ المتغيِّرات التَّفسيريَّة الأخرى التي تمَّت إضافتُها إلى نماذج الدِّراسة، والتي تمثَّلت بـــ: النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ، ونصيب الفردِ من النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ، والتَّضخُّم، وسعر الصّرف، وسعر الفَائدة، والعرض النقديَّ بمفهومه الواسع، وإجماليِّ الديون الخارجيَّة. في حين تمثَّلت المتغيِّرات التَّابعة بـــ: عوائد الأسهم، والقيمةِ السُّوقيَّة للأسهم.

تاسعاً- مصادرُ جمع البيانات:

تمَّ الاعتماد في هذه الدِّراسة على المصادرِ الأوليَّة المتمثِّلة في جمع البيانات الأساسيَّة المتعلِّقة بالمتغيِّرات من تَّقارير البنك الدولي- مؤشرات التنمية والنَّشرات الإحصائيَّة المتعلِّقة بالاقتصاد التُّركيِّ والمصريِّ، في حين تمثَّلت المصادر الثَّانويَّة بالمراجعِ من كتب ودَّوريات وأبحاث ورَّسائل علميَّة ومواقع الإنترنت التي لها صلةٌ بموضوع الدِّراسة، بالإضافة إلى الأنظمةِ والقوانين الصَّادرة التي تحكُمُ عمل سوق المال التركيَّ والمصريَّ. بالإضافة إلى البيانات من واقعِ عمل سوق الأوراق الماليَّة التركيَّة والمصريَّة، وموقع البنك الدوليِّ التي سيتمُّ إجراء التَّحليل الإحصائيِّ المناسب عليها، وذلك بهدف إيضاح العلاقةِ بين المتغيِّرات المدروسةِ.

عاشراً– دراسات سابقة:

1-10 دراساتٌ عربيَّة:

1- دراسة (عبدالعال، 2013) بعنوان: دور الاستثمارِ الأجنبيِّ غير المباشر في تنشيط البورصة المصريَّة: هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة (1996-2010) من خلال مؤشرين رئيسيين: يتمثل الأول في تحليل حركة تعاملات المستثمرين الأجانب، وذلك لمعرفة دورهم في تنشيط البورصة المصرية. أما الثاني فيتمثل في الوزن النسبي لتعاملات المستثمرين الأجانب وذلك لمعرفة مدى تأثيرهم على أداء البورصة. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة إن التجربة المصرية في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر لم تنجح. حيث أن الآثار السلبية فاقت الآثار الإيجابية، حيث أنَّه على الرغم من التواجد المتنامي لتعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية، إلا أنه مشوب بالحذر في كثير من الأحيان، وهو ما يتم ملاحظته من خلال انخفاض حجم صافي تعاملات المستثمرين الأجانب السنوية مقارنة بإجمالي قيمة التعامل شراءً.

2- دراسة (محمد وأحمد، 2013) بعنوان: الاستثمار الأجنبيُّ غير المباشر وانعكاسُه على تداول الأسهمِ العاديَّة (دراسة تطبيقيَّة في سوق العراق للأوراق الماليَّة):

الهدفُ من هذه الدراسة هو دراسة أثر الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر في كلٍّ من حجمِ تداول وعوائد الأسهم العاديَّة في سوق العراق للأوراق الماليَّة. حيث شملت عينة الدراسة ثلاثةَ عشرَ مصرفاً ضمن القطاع المصرفيِّ، مدرجاً في سوق العراق للأوراق الماليَّة. وغطَّت الفترة من كانون الأول عام 2006م، ولغاية آذار 2008م. وأهمُّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة تمثَّلت بالتَّالي: أظهرت نتائج الاختباراتِ وجودَ اختلافٍ معنويٍّ ذي دلالة إحصائيَّةٍ بين متوسِّط عوائد الأسهم قبل وبعد دخولِ الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر، ممَّا يشير إلى تأثير الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر في عوائد الأسهمِ العاديَّة للمصارف عينة الدراسة. كما أظهرَت نتائجُ الاختبار عدمَ وجود اختلافٍ معنويٍّ ذي دلالةٍ إحصائيَّة بين متوسِّط عدد الأسهم المتداولةِ قبل وبعد دخولِ الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشرِ، ممَّا يشير إلى عدمِ تأثير الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر في عدد الأسهم المتداولةِ للمصارف عينة الدراسة.

3- دراسة (شحاتيت وأخرون، 2014) بعنوان: أثر نشاط سوق عمَّان الماليِّ على الاستثمار في الأردن:

هدفت هذه الدِّراسة إلى بيان أثر نشاطِ سوق عمَّان الماليِّ، ممثَّلاً بحجم التَّداول على الاستثمار خلال الفترة 1980-2011، حيث تمَّ استخدام نموذج VAR، كما تمَّ تطبيق اختباراتٍ سببيَّة غرانجر واختبار جوهانسن للتَّكامل المشترك، وكذلك اختبار دالَّة الاستجابةِ لردِّ الفعل، حيث تضمَّنت الدِّراسة نموذجَين: يقيس الأوَّل الأثرَ الكلِّي لنشاط سوق عمَّان الماليِّ على الاستثمار، ويقيس الثَّاني أثر حجمِ التَّداول في القطاعات التَّالية (المالي، والخدمات، والصِّناعي) على الاستثمار.

ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة عدم وجود أثرٍ ذي دلالةٍ إحصائيَّة لسوق عمَّان الماليِّ على الاستثمار، وكذلك عدم وجودِ أثرٍ ذي دلالةٍ إحصائيَّة للقطاع الصِّناعي على الاستثمار، في حين يوجد أثرٌ إيجابيٌّ ذو دلالة إحصائيَّة للقطاعَين الماليِّ والخدميِّ على الاستثمار. كما كشفت نتائجُ اختبار سببيَّة غرانجر وجودَ علاقة سببيَّةٍ باتجاهٍ واحد، تتَّجه من الاستثمار إلى سوق عمَّان الماليِّ، ووجود علاقاتٍ سببيَّة باتجاهٍ واحد، تتَّجه من حجم التَّداول في كلٍّ من القطاع الماليِّ وقطاع الخدماتِ إلى الاستثمار.

4- دراسة (خليل، 2015) بعنوان: أثر المتغيِّرات النَّقديَّة في عوائد الأسهمِ في الأسواق النَّاشئة:

هدفت هذه الدِّراسة إلى إيضاح أثر المتغيِّرات النَّقديَّة التَّالية (التَّضخُّم، وسعر الصَّرف، والعرض النَّقدي، وسعر الفائدة) في عوائد الأسهم في الأسواق الماليَّة النَّاشئة (تركيا، مصر، سوريَّة)، حيث استخدمت الباحثة سلاسلَ زمنيَّة شهريَّة لكلِّ دولةٍ على حدةٍ. بالنِّسبة لسوريَّة خلال الفترة (2010/1-2013/11). أمَّا مصر فخلال الفترة (2005/1-2012/6)، في حين تركيا امتدت فترة دراستِها من 2002/1-2014/6. ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة: وجودُ علاقةٍ عكسيَّة على المدى المتوسِّط وطويل الأجل بين سعر الصَّرف وعوائد الأسهم في الأسواق النَّاشئة، وكذلك وجود علاقةٍ عكسيَّة بين سعر الفائدة قصير الأجل وعوائد الأسهم في الأسواق الماليَّة النَّاشئة، بينما توجد علاقةٌ طرديَّةٌ على المدى الطَّويل الأجل بين عوائد الأسهم ومعدَّل التَّضخُّم في السوق المالي اسطنبول، في حين لم تكن هناك علاقةٌ بين هذَين المتغيِّرين في

كلٍّ من سوق دمشق للأوراق الماليَّة وسوق الأوراق الماليَّة المصريَّة. ومن النَّتائج أيضاً وجود علاقةٍ طرديَّة بين العرض النَّقديِّ وعوائد الأسهم في السوق المالي المصريَّة، في حين لم توجد علاقةٌ بين العرض النَّقديِّ وعوائد الأسهم في السوق المالي اسطنبول.

5- دراسة (عواد، 2016) بعنوان: دور الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق الماليَّة في البلدان النَّامية للمدَّة 1996-2010، السُّوق الماليَّة في مصر أنموذجاً:

تهدف هذه الدِّراسة إلى إظهار مدى مساهمةِ الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر في نموِّ وتنشيط سوق الأوراق الماليَّة في مصر خلال الفترة 1996-2010، ومدى مساهمة الإصلاحاتِ الاقتصاديَّة والماليَّة التي قامت بها الحكومة المصريَّة لتحسين البيئة المنظِّمة لعمل سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة وإزالة القيود على معاملات النَّقد الأجنبيِّ للمستثمرين الأجانب. ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة أنَّه ما لم تتَّجه تدفُّقات رؤوس الأموال العربيَّة والأجنبيَّة في سوق المال إلى الاكتتاب في زيادة رؤوس الأموال، وتصبُّ في تمويل التَّوسُّع في نشاط المشروعات ورفع معدَّلات الاستثمارِ، فإنَّ الأمر المتوقَّع لتلك التدفُّقات سينصرف بالدَّرجة الأولى إلى رفع قيمة العملةِ المحليَّة، وليس إلى رفع معدَّلات النموِّ الاقتصاديِّ، وتعدُّ السوق المالي على هذا النحو واحدةً من المواقع الضَّعيفةِ في الاقتصاد المصريِّ، لأنَّ عمليَّات المضاربة الأجنبيَّة ستعصف بالاستقرارِ فيها.

6- دراسة (عيساوي، 2016) بعنوان: دور الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر في تنشيط السوق المالي، سوق العراق للأوراق الماليَّة وسوق عمان أنموذجاً:

هدفت هذه الدِّراسة إلى معرفة دور الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر في تنشيط السوق المالي، سوق العراق وسوق عمان للأوراق الماليَّة، خلال الفترة الزمنية 2004-2014، وذلك لدراسة أثرِ كلٍّ من المتغيِّرَين المستقلَّين: مؤشِّر صافي الاستثمار الأجنبيِّ ومؤشِّر حجم التَّداول الأجنبيِّ على المتغيِّرات التَّابعة والمتمثِّلة بما يلي: مؤشِّر أسعار الأسهم، ومؤشِّر حجم التَّداول ومؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها الدِّراسة: وجودُ تأثيرٍ للاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر على مؤشِّرات سوق العراق للأوراق الماليَّة وسوق عمان للأوراق الماليَّة، نشاط الشَّركات المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليَّة ضعيف، وهذا مؤشِّر لضعف فاعليَّة ونشاط

أيِّ سوق ماليٍّ، وهذا لا يساعد في جذب أعدادٍ كبيرةٍ من المستثمرين الأجانب، على عكس سوق عمان، حيث يساهم تطوُّر الشَّركات فيه في زيادة جذبِ أعدادٍ كبيرةٍ من المستثمرين الأجانب.

7- دراسة (الضعيف، 2016) بعنوان: أثر العوامل الاقتصاديَّة في تطوُّرات أسعار الأسهم في دول مجلس التَّعاون الخليجيِّ "وإمكانية الاستفادة منها في سوريَّة":

هدفت هذه الدِّراسة إلى معرفة أثر المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة على أداء سوق المال السُّعودي وسوق أبو ظبي الماليِّ، خلال الفترة 2001-2014، من خلال تحليل أثرِ المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة التَّالية: (الاستثمار، والتَّضخُّم، والنَّاتج المحلِّي الإجمالي) على المؤشِّر العامِّ لسوق المال السُّعودي وسوق أبوظبي المالي. ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة: لا توجد علاقةُ ارتباطٍ بين المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة المدروسة وبين المؤشِّر العامِّ لأسعار الأسهم في سوق المال السُّعودي. في حين توجدُ علاقة ارتباط طرديَّةٌ ذاتُ دلالة إحصائيَّة بين المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة المدروسة وبين المؤشِّر العامِّ لأسعار الأسهم في سوق أبو ظبي الماليِّ.

2-10 دراساتٌ أجنبيَّة:

1- دراسة (Acikalin et al., 2008) بعنوان:

Relationships between stock markets and macroeconomic variables: an empirical analysis of the Istanbul Stock Exchange:

العلاقات بين أسواق الأسهم ومتغيِّرات الاقتصاد الكليِّ: تحليل تجريبيٌّ لسوق السوق المالي اسطنبول:

الهدف من هذه الدِّراسة هو دراسة العلاقات بين العوائدِ في السوق المالي اسطنبول (ISE) ومتغيِّرات الاقتصاد الكلِّي في الاقتصاد التركيِّ خلال الفترة من الرُّبع الأخير من عام 1991 حتَّى الرُّبع الأخير من عام 2006. تمَّ استخدام اختباراتِ التَّكامل المشترك ونموذجِ تصحيح الأخطاء (VECM) على مجموعةِ بيانات ربع سنويَّة. ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة وجود علاقاتٍ مستقرَّة طويلة الأجل بين ISE وأربعةٍ من متغيِّرات الاقتصاد الكلِّي، هي: النَّاتج المحلِّي الإجماليُّ، وسعر الصَّرف، وسعر الفائدة، والعجز في الحساب الجاري. في حين بيَّنت نتائج اختبار السَّببيَّة وجود علاقةٍ أحادية الاتِّجاه من المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة المدروسة باتِّجاه العوائد في السوق المالي اسطنبول(ISE).

2- دراسة (Ozbay, 2009) بعنوان:

The Relationship Between Stock Returns and Macroeconomic Factor: Evidence from Turkey:

العلاقةُ بين عوائد الأسهم وعوامل الاقتصاد الكلِّي: بالتَّطبيق على تركيا

تهدف هذه الدِّراسة إلى معرفةِ وجودِ علاقةٍ سببيَّة بين أسعار الأسهم وعوامل الاقتصادِ الكلِّي في تركيا، مثل سعر الفائدة، والتَّضخُّم، وأسعار الصَّرف، وعرض النَّقد وأسعار المنتجين، حيث قام الباحثُ باستخدام بياناتٍ شهريَّة، تغطِّي الفترة من شهر كانون الثاني عام 1998 حتَّى شهر كانون الأول من عام 2008م، حيث تمَّ استخدام اختبارِ سببيَّة غرانجر لاستكشاف هذه العلاقات بين أسعار الأسهمِ والعوامل الاقتصاديَّة الكليَّة آنفة الذِّكر. ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة أنَّ سعر الفائدة، والتَّضخُّم، وسعر الصَّرف ومبيعات المستثمرين الأجانب تؤثِّر في أسعار الأسهم، بينما أسعار الأسهم تؤثِّر في عرضِ النَّقد (M1, M2). وكذلك من النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة أنَّ أسعار الفائدة وأسعار المنتجين تعتَبرُ من المحدِّدات السَّلبيَّة لأسعار الأسهم في تركيا.

3- دراسة (Gumus et al., 2013) بعنوان:

The Relationship between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables:

العلاقة بين الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ ومتغيِّرات الاقتصاد الكلِّي:

الهدف من هذه الدِّراسة هو دراسة العلاقةِ بين الاستثمارِ الأجنبيِّ غير المباشر ومتغيِّرات الاقتصاد الكليِّ في الاقتصاد التُّركيِّ باستخدام بياناتٍ شهريَّة خلال الفترة 2006-2012، باستخدامِ متَّجه الانحدار الذَّاتي VAR، واستخدام سببيَّة غرانجر، والصَّدمات (ردود الفعل)، وتحليل التَّباين. ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة وفقًا لاختبارات سببيَّة غرانجر، تؤثِّر استثمارات المحفظة الأجنبيَّة على مؤشِّر أسعار السوق المالي إسطنبول وأسعار الصَّرف، في حين يؤثِّر مؤشِّر الإنتاج الصِّناعيِّ على استثمارات المحافظ الأجنبيَّة.

4- دراسة (Vladimir et al., 2013) بعنوان:

The relationship between the stock market and foreign direct investment in Croatia: evidence from VAR and Cointegration analysis:

العلاقة بين سوق الأوراق الماليَّة والاستثمار الأجنبيِّ المباشر في كرواتيا: استخدام نموذج VAR والتَّكامل المشترك:

تهدف هذه الدِّراسة إلى معرفة وجودِ علاقةٍ طويلةِ الأجل وقصيرة الأجل بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر وسوق الأوراق الماليَّة في كرواتيا باستخدام بيانات فصليَّة خلال الفترةِ من الرُّبع الأوَّل لعام 2001 حتَّى الرُّبع الرَّابع من عام 2011. وتمَّ اختبار العلاقة على المدى الطَّويل بواسطة التَّكامل المشترك في حين تمَّ اختبار العلاقة على المدى القصير من خلال نموذج VAR، وتتَّفق النَّتائج التي تمَّ الحصول عليها مع الافتراضاتِ النَّظريَّة، حيث أثبتت أنَّ سوق الأوراق الماليَّة محدِّدٌ هامٌّ على المدى القصير للاستثمارِ الأجنبيِّ المباشَر في كرواتيا.

5- دراسة (Barakat et al., 2016) بعنوان:

Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets:

أثر متغيِّرات الاقتصاد الكلِّي في أسواق الأسهم – أدلَّة من الأسواق النَّاشئة:

الهدف الرَّئيسيُّ من هذه الدِّراسة هو تسليط الضَّوء على العلاقة بين أسواق الأسهمِ وعوامل الاقتصاد الكليِّ في اقتصادَين ناشئَين هما (مصر وتونس) خلال الفترة من شهر كانون الثاني عام 1998 إلى كانون الثاني من عام 2014م. وتشير نتائج الدِّراسة إلى أنَّه هناك علاقة سببيَّة في سوق المال المصريَّة بين مؤشِّر سوق الأوراق الماليَّة وكلٍّ من: مؤشِّر أسعار المستهلك (CPI)، وسعر الصَّرف، والعرض النَّقدي وسعر الفائدة. والشَّيء نفسه ينطبق على سوق المال في تونس باستثناء مؤشِّر أسعار المستهلك، الذي لا توجد علاقةٌ سببيَّة بينه وبين مؤشِّر سوق الأسهم. وكشفت نتائج الدِّراسة أيضاً أنَّ هناك علاقةَ تكاملٍ مشترك بين عوامل الاقتصاد الكلِّي المدروسة وسوق الأسهم في كلا البلدين.

6- دراسة (Plíhal, 2016) بعنوان:

Granger Causality Between Stock Market and Macroeconomic Indicators: Evidence from Germany:

سببيَّة غرانجر بين سوق الأوراق الماليَّة ومؤشِّرات الاقتصاد الكلِّي: الأدلَّة من ألمانيا:

الهدف من هذه الدِّراسة هو التَّحقيق في الكفاءة المعلوماتيَّة لسوق الأوراق الماليَّة في ألمانيا. حيث تمَّ التَّحقُّق من سببيَّة غرانجر بين سوق الأسهم والمتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة المختارة باستخدام طريقة تودا ياما موتو(Toda-Yamamoto-1995)، حيث تمَّ استخدام بياناتٍ شهريَّة من شهر كانون الثاني عام 1999 حتَّى كانون الأوَّل من عام 2015، تمَّ قياس أسعار سوق الأسهم في ألمانيا من خلال مؤشِّر داكس (DAX) للأسهم الممتازة من 30 شركة ألمانيَّةً كبرى، تتداول في السوق المالي فرانكفورت للأوراق الماليَّة. وتمثَّلت مؤشِّرات الاقتصاد الكلِّي التي تمَّت دراستها بـــ: الإنتاج الصِّناعي، والتضخُّم، وعرض النَّقد، وسعر الفائدة، والميزان التِّجاري، وسعر الصَّرف. ومن أهمِّ النَّتائج التي توصَّلت إليها هذه الدِّراسة وجودُ علاقةٍ سببيَّة أحادية الاتِّجاه تتَّجه من مؤشِّر سوق الأسهم باتِّجاه الإنتاج الصِّناعيِّ وسعر الفائدة، في حين توجدُ علاقةٌ سببيَّة ثنائيَّة الاتِّجاه بين مؤشِّر سوق الأوراق الماليَّة والعرض النَّقديِّ، في حين لا توجد علاقةٌ سببيَّة بين مؤشِّر سوق الأسهم وكلٍّ من التضخُّم والميزان التِّجاري وسعر الصَّرف.

7- دراسة (TİRYAKİ et al., 2017) بعنوان:

The Causal Relationship between Selected Macroeconomic Variables and Stock Returns in Turkey:

العلاقة السَّببيَّة بين المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة المختارة وعوائد الأسهم في تركيا:

تبحث هذه الدِّراسة العلاقة السَّببيَّة القصيرة وطويلة المدى بين المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة المحليَّة والدوليَّة المختارة وعوائد الأسهم في تركيا باستخدام منهجيَّة ARDL للفترة من شهر كانون الثاني 2003 حتَّى شهر كانون الأوَّل لعام 2016. من خلال أخذِ مؤشِّر S&P500 ومؤشِّر أسعار النفط العالميِّ (OILP) كمتغيِّرات تحكُّم خارجيَّة، ونسبة الحساب الجاري إلى الصَّادرات، وسعر الصَّرف الفعليِّ الحقيقيِّ، والفارق في أسعار الفائدة، ومؤشِّر الإنتاج الصِّناعي، والتَّضخُّم، والبطالة، ومؤشِّر سوق الأوراق الماليَّة التُّركيَّة BIST100، ومؤشِّر السوق المالي اسطنبول الماليِّ BISTFIN، ومؤشِّر السوق المالي اسطنبول الصِّناعي BISTIND.

مع الأخذ بعين الاعتبارِ التَّأثيرات طويلة المدى لمتغيِّرات الاقتصاد الكلِّي على جميع مؤشِّرات الأسهم الثَّلاثة. وأظهرت نتائج اختبار ARDL أنَّ المحدِّدات الرَّئيسيَّة لعوائد الأسهم التُّركية هي التَّغيُّرات في مؤشِّر الإنتاج الصِّناعيِّ التركيِّ، ومؤشِّر أسعار المستهلك، ونسبة الحساب الجاري إلى الصَّادرات، وسعر الصَّرف الحقيقي ومؤشر S&P500 ومؤشِّر أسعار النِّفط العالميِّ. كما أظهرت نتائج الاختبار أنَّ معدَّل البطالة التُّركي ليس له تأثيرٌ طويلُ الأمد على عوائد الأسهم التُّركيَّة.

8- دراسة (Giiri & Pooja., 2017) بعنوان:

The Impact of Macroeconomic Indicators on Indian Stock Prices: An Empirical Analysis:

تأثير مؤشِّرات الاقتصاد الكلِّي على أسعار الأسهم الهنديَّة: تحليلٌ تجريبيٌّ:

الهدف من هذه الدِّراسة هو دراسةُ العلاقة على المدى الطَّويل وعلى المدى القصير بين سعر السَّهم ومجموعة من متغيِّرات الاقتصاد الكلِّي للاقتصاد الهنديِّ باستخدام بيانات سَّنويَّة من 1979 إلى 2014. وتمَّ اختبار العلاقة على المدى الطَّويل من خلال استخدام منهجيَّة ARDL، في حين تمَّ استخدام نماذجِ تصحيحِ الخطأ (VECM) لاختبار السَّببيَّة على المدى القصير والطَّويل، كما تمَّ استخدام تحليلِ التَّباين للتَّنبُّؤ بالصَّدمات الخارجيَّة طويلة المدى للمتغيِّرات. وتؤكِّد النَّتائج وجود علاقةٍ طويلةِ المدى بين المتغيِّرات. ومن النَّتائج التي تمَّ التَّوصُّل إليها أيضاً أنَّ النُّموَّ الاقتصاديَّ والتَّضخُّم وأسعار الصَّرف تؤثِّر بشكلٍ إيجابيٍّ على أسعار الأسهم. في حين يؤثِّر سعر النَّفط الخام سلباً على سعر السَّهم، وهذا يعني أنَّ الزِّيادة في أسعار النِّفط تدفع التوقُّعات التَّضخُّميَّة في ذهن المستثمرين، وبالتَّالي فإنَّ أسعار الأسهم تتأثَّر سلباً. وتشير نتيجةُ اختبار (VECM) إلى أنَّ السَّببيَّة قصيرة المدى وطويلة المدى أحاديَّة الاتِّجاه تتَّجه من النُّموِّ الاقتصاديِّ والاستثمار الأجنبيِّ المباشر إلى أسعار الأسهم في الهند. في حين بيَّنَ تحليل التَّباين أنَّ تطوُّر سوق الأسهم في الهند يفسَّر في معظمِهِ بالصَّدمات الخاصَّة به. ويمكن للحكومة أن تتَّخذ خطواتٍ للسَّيطرة على سعر النفط الخام في الهندِ، ويجب أن تتحقَّق ثقة المستثمرين من خلالِ تعزيز النُّموِّ الاقتصاديِّ للاقتصاد من خلال أدواتِ السِّياسة المناسبة.

9- دراسة (Jamal din et al., 2017) بعنوان:

Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Panel Analysis from Selected ASEAN Countries:

متغيِّرات الاقتصاد الكلِّي وعوائد سوق الأسهم: باستخدام تحليل الـ Panel من بلدان آسيويَّة مختارةٍ:

تهدفُ هذه الدِّراسة إلى معرفة تأثيرِ متغيِّرات الاقتصاد الكلِّي، وهي التَّضخُّم والعرض النَّقديُّ وسعر الصَّرف على عوائد أسواق الأسهم التَّقليديَّة والإسلاميَّة في ثلاث بلدانٍ آسيويَّة مختارة (سنغافورة، وماليزيا وإندونيسيا)، عن طريق استخدام البياناتِ الشَّهريَّة خلال الفترةِ من كانون الثَّاني 2005 إلى كانون الأول 2015، وبتطبيق منهجية الـ Panel. وأظهرت النَّتائج أنَّ عائد سوق الأسهم يتأثَّر بمعدَّل سعر الصَّرف ومعدَّل التَّضخُّم. في حين أنَّ تأثيرَ عرض النُّقد على عوائد الأسهم ضعيفٌ. ومن نتائج هذه الدِّراسة أيضاً أنَّ التَّضخُّم يشكِّل الأثر الأكبر على عوائد الأسهم، ويرتبط عكسيَّاً بعوائد سوق الأسهم.

10- دراسة (Haider et al., 2017) بعنوان:

The Impact of Stock Market Performance on Foreign Portfolio Investment in China:

أثر أداء سوق الأسهم على الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ في الصين:

تهدف هذه الدِّراسة إلى دراسة تأثير أداء سوق الأسهم والتَّضخُّم على الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ في الصين. لهذا الغرض، تمَّ استخدام بياناتٍ فصليَّة تمتدُّ من الرُّبع الأوَّل لعام 2007 إلى الرُّبع الرَّابع من عام 2015. واستناداً إلى نتائج الاستقراريَّة، تمَّ استخدام نموذج (VAR) لدراسة أثر أسعار سوق الأسهم والتَّضخُّم على الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ. وأظهرت النَّتائج أنَّ هناك تأثيراً إيجابياً كبيراً لأداء سوق الأسهم على الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ، في حين تبيَّن أنَّ التَّضخُّم مرتبطٌ سلباً مع الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ. وأظهرت الدِّراسة أيضاً أنَّ بعض الأحداث التَّاريخيَّة مثل الأزمة الماليَّة الآسيويَّة عام 1997 والأزمة الماليَّة لعام 2008، وانهيار مؤشِّر أسهم شنغهاي المركب في عام 2015، تأثيراً كبيراً على الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ في الصين.

11- دراسة (Abu Shanab., 2017) بعنوان:

The Effect of Foreign Portfolio Investment (FPI) on Capital Market Indices (Evidence from Amman Stock Exchange):

أثر الاستثمار الأجنبيِّ المحفظيِّ (FPI) على مؤشِّرات سوق رأس المال: بالتَّطبيق على السوق المالي عمان:

تهدف هذه الدِّراسة إلى إظهار تأثير الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر والتَّضخُّم والنَّاتج المحلِّي الإجمالي على القيمة السُّوقيَّة في سوق عمان المالي باستخدام سلسلةٍ زمنيَّةٍ، خلال الفترة 2005-2016. وخلصت الدِّراسة إلى أنَّ هناك أثراً ذا دلالةٍ إحصائيَّةٍ للنَّاتج المحلِّي الإجماليِّ وعمليَّات الشِّراء والمبيعات من قبل المستثمرين الأجانبِ على القيمة السُّوقيَّة، في حين لم يكن هناك أثرٌ للتَّضخُّم على القيمة السُّوقيَّة.

12- دراسة (Amtiran et al., 2017) بعنوان:

Macroeconomic Factors And Stock Returns In APT Framework:

العوامل الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في إطار نظرية تسعير المراجحة (APT): هدفت هذه الدراسة لمعرفة تأثير العلاقة بين عوامل الاقتصاد الكلي والمتمثلة بـــ: معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم وسعر الصرف على عوائد الأسهم في سوق الأسهم الإندونيسية في إطار نظرية تسعير المراجحة (APT). تم استخدام بيانات ثانوية شهرية من شهر كانون الثاني من عام 2007 إلى شهر كانون الأول من عام 2014. وتمثلت عينة البحث بـــ 80 شركة مدرجة في البورصة الاندونيسية (BEI)، تم استخدام سلاسل زمنية – مقطعية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في إجراء الانحدار بين المتغيرات المدروسة. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: تتأثر عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في إندونيسيا بشدة بعوامل الاقتصاد الكلي، وخاصة فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف، نموذج (APT) أحادي العامل أكثر صلاحية من نموذج (APT) متعدد العوامل.

12- دراسة (Alshomaly & Masa'deh, 2018) بعنوان:

The Capital Assets Pricing Model & Arbitrage Pricing Theory: Properties and Applications in Jordan:

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية تسعير المراجحة: الخصائص والتطبيقات في الأردن:

تهدف هذه الورقة إلى اختبار صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونظرية تسعير المراجحة (APT) في سوق الأسهم الأردني باستخدام ثلاث شركات مختلفة من ثلاثة قطاعات رئيسية، المال والصناع وقطاع الخدمات للفترة من الربع الأول (2000) إلى الربع الرابع (2016)، تم تصميم هذه النماذج لقياس تكلفة رأس المال باستخدام معامل المخاطر المنتظمة، والذي يستخدم في تقييم الأصول الرأسمالية. وأهم ما توصلت إليه هذه الدراسة، أولاً، أنَّ هناك بعض الاختلافات بين النّموذجين من حيث مقدار المخاطر المنتظمة التي يمكن تجنبها عن طريق التنويع في القطاعات الثلاثة. ثانياً، أظهر تطبيق نموذج APT أنَّه يمكن تجنب نسبة كبيرة من المخاطر عن طريق التنويع أكثر من نموذج CAPM. ثالثًا، يواجه القطاع المصرفي في الأردن مخاطر منتظمة أكثر من القطاعات الأخرى.

أحد عشر– موقع الدِّراسة الحالية من الدِّراسات السَّابقة:

تعتبر الدِّراسة الحاليَّة امتداداً للدِّراسات التي ركَّزت على تأثير المتغيِّرات الكليَّة ونشاط السُّوق على التغيُّرات في أسعار الأسهم. وإن كانت تُعتَبر أكثر شمولاً منها، حيث تضمَّنت متغيِّراتٍ سُّوقية، مثل (عوائد الأسهم والقيمة السُّوقيَّة)، ومتغيراتٍ اقتصاديَّة كليَّةً، مثل: النَّاتج المحلِّي الإجمالي، ونصيب الفرد من النَّاتج المحلِّي الإجمالي، وسعر الصّرف، وسعر الفَائدة، والتَّضخُّم، والعرض النقديِّ بمفهومه الواسع، وإجمالي الديون الخارجيَّة، والاستثمار المحلِّي، الاستثمار الأجنبي المباشر وتعاملات الأجانب في السوق المالي. في الوقت الذي ركَّزت فيه معظمُ الدِّراسات السَّابقة على أحد هذه المتغيِّرات أو بعض منها، باستثناء القليل من الدِّراسات التي تناولت عدداً قريباً من هذه المتغيِّرات، كما أنَّ هذا الشُّمول يعطي فرصةَ إمكانيَّة تحديدِ أكثر هذه المتغيِّرات تأثيراً على أسعار الأسهم، واستبعاد المتغيِّرات ذات التَّأثير المحدود أو الضَّعيف. كما تختلف هذه الدِّراسة عن الدِّراسات السَّابقة من حيث زمان التَّطبيق وتناولها الأزماتِ التي تعرَّضت لها تركيا ومصر خلال فترة الدِّراسة وتأثيرها على اقتصاد البلدَين المذكورَين، فقد توسَّعنا بدراسة العلاقةِ بين سوق المال والاقتصاد التُّركيِّ والمصريِّ وأثر القرارات والسِّياسات الاقتصاديَّة في تنشيط المضاربة في السوق المالي، ومعرفة أثر الاستثمار على أسعار الأسهم في سوق المال التُّركيِّ والمصريِّ باعتبارِهما من الأسواق النَّاشئة في منطقة الشَّرق الأوسط.

الفصلُ الأوَّل

الاستثمار ونظرية تسعير المراجحة

المبحث الأوَّل: الاستثمار وعوائد الأسهم

المبحث الثَّانيَّ: الإطار العام لنظرية تسعير المراجحة

المبحث الثَّالث: العوامل المسعرة ومناهج اختبار نظرية تسعير المراجحة

المبحث الرَّابع: تطبيقات نظرية تسعير المراجحة وإضافاتها

- **تمهيد:**

تلعب أسواق الأوراق الماليَّة دوراً هاماً في توفير الموارد الماليَّة اللازمة لتمويل المشروعات الاستثماريَّة وكذلك إيجاد فرص للتَّوظيف الفعَّال أمام أصحاب الفوائض الماليَّة، فهي أداة لتعبئة مدَّخرات الأشخاص الطَّبيعيِّين والاعتباريِّين، وتوجيهها إلى الوحدات الاقتصاديَّة ذات العجز الماليِّ لتلبية احتياجاتها من الموارد الماليَّة لإقامة المشاريع الاستثماريَّة أو لتوسيع تلك المشاريع، لذا فأنَّ أسواق الأوراق الماليَّة لها دور فعَّال في كفاءة الأداء الاقتصاديِّ من خلال استقطاب رؤوس الأموال المحلِّيَّة والأجنبيَّة. إذن فأنَّ تنشيط أسواق الأوراق الماليَّة وتطويرَها مرتبطٌ بتسريع عجلة النُّمو الاقتصاديِّ، ولا سيَّما في ظلِّ العولمة الماليَّة، التي أدَّت إلى اتِّجاه الكثير من الدُّول لربط أسواقها الماليَّة بالأسواق الدَّوليَّة، الأمر الذي أدى إلى زيادة التقارب فيما بينها وانتهاج التحرر المالي ممَّا أدى إلى زيادة التَّدفُّقات الرأسماليَّة إلى العديد من الدُّول ومنها الدُّول النَّامية والعربيَّة، وكأنَّ جزء كبير من تلك التَّدفُّقات في صورة استثماراتٍ في الأوراق الماليَّة. ومن هنا برز مفهوم الاستثمار المحفظيِّ (غير المباشر) القائم على شراء الأسهم والسندات في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروقات الأسعار.

سيتم من خلال هذا الفصل التَّطرُّق إلى الاستثمار وعوائد الأسهم في المبحث الأوَّل، وفي المبحث الثَّاني نتعرَّف على الإطار العام لنظرية تسعير المراجحة، وفي المبحث الثَّالث نتعرَّف على العوامل المسعرة ومناهج اختبار نظرية تسعير المراجحة، وأخيراً نتعرَّف في المبحث الرَّابع على تطبيقات نظرية تسعير المراجحة وإضافاتها.

المبحث الأوَّل

الاستثمار وعوائد الأسهم

تتَّضح أهميَّة الأسواق الماليَّة في العمل كحلقة وصلٍ بين الادِّخار والاستثمار من أهميَّة عمليَّة الاستثمار (تكوين رأس المال) في تحقيق النُّموِّ الاقتصاديِّ والرَّفاهيَّة لمجموع شعوب العالم، لأنَّ الاستثمار يؤدِّي لرفع إنتاجيَّة عنصر العملِ وزيادة الإمكاناتِ الإنتاجيَّة. إلَّا أنَّ الاستثمارَ في اقتصاد حديثٍ مكوَّن من وحداتٍ إنتاجيَّة كبيرةٍ متخصِّصة يحتاج إلى توفيرِ مبالغَ كبيرةٍ، تفوق ما يستطيع الفرد الواحد أو أفراد عائلة واحدةٍ توفيره من ادِّخاراتهم الشَّخصيَّة. وهنا يبرز دور الأسواق الماليَّة في تجميعِ ادِّخارات الأفراد وتحويلِها إلى استثماراتٍ فعليَّة، تؤدِّي إلى زيادة الإنتاج والدَّخل واستخدام القوى العاملة.[1]

ويُعتبر الاستثمار في الأسهم من أكثر العمليَّات الاستثماريَّة شيوعاً في الأسواق الماليَّة، لأنَّ الأسهم تشكل الوزن الأكبر من الأوراق الماليَّة المكَّونة لمحفظة السوق، ويزداد هذا الوزن في الأسواق الناشئة، وتعتبر الأسهم المصدر الرئيسيِّ لتمويل الشركات وخاصة الأسهم العاديَّة نتيجة للمزايا التيِّ تقدمها هذه الأسهم للشركات، كما أنَّ المستثمرين يرغبون بالعائد المتوقع الأعلى بين الأوراق الماليَّة والمترتب على الاستثمار في الأسهم رغم المخاطر المرتبطة به، والمستثمر الرشيد في الأسهم يوازن بين عائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم. والعائد على الأسهم ليس محدداً بمدة زمنية لكن غالباً ما يستخدم لقياس العائد خلال السنة الماليَّة ويسمى في هذه الحالة العائد السنوي على الاستثمار.

1-1-1 علاقة الادِّخار والاستثمار بأسواق المال:

إنَّ المدَّخرات الموجودة في المجتمع هي التي تموِّل استثماراتِهِ، وإنَّ أسواق المال هي أفضلُ طريقة لتنظيمِ حركة انتقالِ السُّيولة من جانب المدَّخرين إلى جانب المستثمرين، أي هناك علاقةٌ وطيدةٌ بين حجم الادِّخار في مجتمعٍ ما وبين تطوُّر أسواق المال في ذلك المجتمعِ.

ويظهر جلياً شكل التَّكامل بين الادِّخار والاستثمار في أنَّ عمليَّةَ تمويل الادِّخار تكون موجَّهةً لتكوين الاستثمار، هذا من جهةٍ، ومن جهة ثانيةٍ فإنَّ الاستثمار يمكن أن يزيد من الدَّخل، ومن ثمَّ

[1] علي، عبد المنعم، والعيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، جامعة عمان، الطَّبعة الأولى، 2004، ص67.

يزيد معدَّلات الادِّخار، فإنَّ الدَّور الذي تؤدِّيه القدرة على الاستثمار في عمليَّة النُّموِّ الاقتصاديِّ أكبرُ بكثيرٍ من ذلك الدَّور الذي يؤدِّيه الميل للادِّخار، وبالتَّالي فإنَّ الفصل بينَهما يكاد يكون مستحيلاً.

أي كلَّما زاد الادِّخار ازداد الاستثمار، وبالمقابل كلَّما انخفض الادِّخار انخفض معه الاستثمار. أي إنَّ المجتمع الذي يهدف إلى زيادة معدَّل استثماراتِهِ فعليه أن يزيدَ من معدَّل ادِّخاراته الذي يتمُّ عن طريق خلق فائضٍ في ميزانيَّة الدَّولة، وكذلك عن طريق تخصيصِ جزءٍ من دخول الأفراد كادِّخارٍ لغرض الاستثمار[1]، والذي يؤدِّي بالنَّتيجة إلى ازدهار أسواق مال ذلك المجتمع.

2-1-1 أهميَّة الأسواق الماليَّة ودورها في النَّشاط الاقتصاديِّ:

يحتلُّ سوق الأوراق الماليَّة مركزاً حيوياً في الاقتصاديَّات المعاصرة، فهو انعكاسٌ للنُّظم الماليَّة والاقتصاديَّة للدَّولة ومحرِّكٌ فعَّال للنُّمو الاقتصاديِّ من خلال مقدرته على حشدِ المدَّخرات المحلِّيَّة والفوائض الماليَّة الأخرى. ومن ثمَّ التَّأثير الإيجابيِّ في الحجم الكلِّي للمدَّخرات وتفعيل التَّخصيص الكفء لرأسِ المال، وما ينتج عنه من آثارٍ إيجابيَّة في مختلف الأنشطة والقطاعات الاقتصاديَّة.

ويؤكِّد عددٌ من الاقتصاديِّين أنَّ عدم وجود سوقٍ ماليٍّ متطوِّر بشكلٍ كافٍ سيؤدِّي إلى حدوث ضررٍ كبيرٍ في الاقتصاد، إذ إنَّ وجود هذا السُّوق ضروريٌّ لوجود الشَّركات المُودِعة والمؤسَّسات الماليَّة ذات التقنيَّة المتطوِّرة، وهذان أساسان للتَّغيير الهيكليِّ المستقبليِّ، فضلاً عن تأكيد بعض الآراء والنَّظريَّات على أنَّ المصارف وأسواق المال تسهم معاً في النُّمو الاقتصاديِّ من خلال تحسين المعلومات ونشرها وتخفيضِ تكاليف الصَّفقات[2].

ويشغل سوق الأوراق الماليَّة إلى جانب المصارفِ في الاقتصادات الحديثة حيِّزاً كبيراً من النِّظام الماليِّ، ويشتركان في تزويد الشَّركات بمصادر التَّمويل. وتؤثِّر سوق الأوراق الماليَّة في النَّشاط الاقتصاديِّ عن طريق خلق السُّيولة النَّقديَّة التي يحتاجها المستثمرون، ومن ثمَّ تؤدي إلى تحسين تخصيص رأس المال، ممَّا يعزِّز آفاق النُّمو الاقتصاديِّ. وتعدُّ أسواق الأوراق الماليَّة وسيطاً حيوياً يسهل عمليَّة تعبئة المدَّخرات وإدارة المخاطر، ومن دون هذا الوسيط لن يكون هناك تدفُّقٌ للأموال نحو الاستثمارات، ومن ثمَّ سينعكس على انخفاض النُّموِّ الاقتصاديِّ. إنَّ الأمر الذي يؤكِّد على

[1] Mankiw, N. G., principles of economics, second edition, USA, Harcourt College Publishers , 2001, p562.

[2] الموسوي، حيدر يونس كاظم، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشِّرات سوق الأوراق المالية– الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، 2009، ص61.

أهميَّة سوق الأوراق الماليَّة هو جعل الأسواق الماليَّة المحلِّيَّة مفتوحةً على أسواق المجتمع الدَّولي، الأمر الذي يجعل سوق رأس المال العالميِّ واقعاً لا مفرَّ منه، وقد اجتذب هذا اهتمامَ العديد من الباحثين لدراسة المتغيِّراتِ التي تؤثِّر في سوق الأوراق الماليَّة[1].

3-1-1 دور أسواق الأوراق الماليَّة في تمويل الاستثمار والتَّنمية:

تُعدُّ آليَّة سوق الأوراق الماليَّة إحدى أهمِّ الآليَّات المستخدمة في إحداث عمليَّة التَّنمية. وتنبع أهميَّةُ هذه الأسواق من مقدرتِها على تجميعِ وتنمية رأس المالِ المدَّخر من مصادرهِ المتنوِّعة. وتوزيعه بدرجةٍ عاليةٍ من الرُّشد على مجالات الاستثمار الفعَّالة، الأمرُ الذي يساعد في تنفيذ خططِ وبرامج التَّنمية الاقتصاديَّة، ويبدو واضحاً دور سوقِ الأوراق الماليَّة وأهميِّتها للتَّنمية من خلال نقل الأموال الفائضةِ من قنوات الادِّخار المتعدِّدة وتوظيفِها في قنوات الاستثمارِ ذات الحاجة إلى تلك الأموالِ. إضافةً إلى ما سبق، فإنَّها تعمل على إعادةِ توزيعِ الموارد الماليَّة من المؤسَّسات ذاتِ الرِّبحيَّة المتدنِّية إلى المؤسَّسات ذاتِ الربحيَّة العالية، ممَّا يؤدِّي إلى زيادة معدَّلات النُّمو[2].

حيث تُعتَبر سوق الأوراق الماليَّة قناةً مهمَّة لتمويل الاستثمار، لكونها تمثِّل سوقاً لتراكم رأس المال، وذلك لقدرتِها على توظيف رؤوس الأموال، كما هو عليه الحال في الحالات الاستثماريَّة الأخرى، من جهةٍ ولارتباطها الوثيق والمهمِّ باقتصاديَّات السُّوق من جهةٍ أُخرى.

ولأسواق الأوراق الماليَّة دورٌ هامٌّ في جذب الفائض من رأس المال غيرِ المشاركِ في الاقتصاد القوميِّ وتحويلِه إلى رأس مال نشطٍ ومشاركٍ بفعاليَّة في الدَّورة الاقتصاديَّة، لتشارك من خلال عمليات الاستثمار للأفراد والشَّركات في الأسهم والسَّندات والصُّكوك التي يتمُّ طرحها في أسواق الأوراق الماليَّة، لكي توفِّر الموارد الحقيقيَّة لتمويل المشروعات من خلالِ طرحِ الأسهم والسَّندات، وإعادة بيع هذه الأسهم والسَّندات المملوكةِ للمشروعات، لتلعب دوراً في إدارة الموارد النَّقديَّة للمشروعات. لذلك توفِّر الأسواق الماليَّة قنواتٍ ومداخيلَ للأفراد، كما أنَّها تعمل على تشجيعِ التَّنمية الاقتصاديَّة في الدُّول، ولها منافعُ من حيث التَّملُّك والانتفاع والحصول على عائدٍ سنويٍّ مناسبٍ، وتدفع الشَّركات إلى تحسينِ أدائها وزيادة ربحيَّتِها. وكلَّما كانت الأسواقُ الماليَّة فعَّالةً كانت أكثرَ قدرةً

[1] Barakat and et.al., Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No. 1, 2016, pp195-207.

[2] عبد العال، علا، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددانّ 63-64، (صيف –خريف 2013)، ص 80-82.

على تحقيق وتوطيد الاستقرار الاقتصاديِّ للدَّولة عن طريق زيادة مستوياتِ الإنتاج في الاقتصادِ من خلال تمويلِ الفرص الاستثماريَّة، ما يؤدِّي الى رفع مستويات التَّشغيل أو التَّوظيف، ما يعمل على تحقيق مستوياتٍ أفضلَ للدُّخول على المستوى الفرديِّ أو القوميِّ، ممَّا يحقِّق التَّنمية الحقيقيَّة لاقتصاديَّات الدول[1].

4-1-1 تأثير الاستثمار الأجنبيِّ على الأسواق الماليَّة:

لا يمكن تجاهلُ دور الاستثمارات الأجنبيَّة في التَّنمية الاقتصاديَّة لجميع دول العالم، وبالأخصِّ الدُّول النَّامية التي ينقصُها رأس المال، والتي عادةً ما تكون معدَّلات الادِّخار فيها منخفضةً. وتمارس الأسواق الماليَّة دوراً كبيراً في جذبِ الاستثمارات الأجنبيَّة، ما يساهم في توفير التَّمويل اللَّازم للشَّركات المحلِّيَّة لتوسيع أنشطتِها الإنتاجيَّة، وبخاصَّة في حالة الاكتتابات الأوَّليَّة، وهو ما ينعكسُ على زيادة الدَّخل والتَّوظيف، وبالتَّالي تحسين مستوى المعيشة في البلد المضيف. كما تساهم أسواقُ رأس المال في المحافظةِ على رؤوس الأموال الوطنيَّة، وتحولُ دون تسرُّبِها إلى الخارج بحثاً عن فرص مجزية للاستثمار، ما يزيد من قدرة الاقتصاد من تحويلِ مدَّخراته إلى أنشطةٍ إنتاجيَّةٍ وطنيَّةٍ[2].

وإنَّ توافرَ أسواقٍ ماليَّة فعَّالة يضمن قدراً مقبولاً من المنافسة، فضلاً عن انسيابِ المعلومات حول إمكانيَّة الدُّخول إلى النَّشاط الاقتصاديِّ والخروج منه دون عراقيلَ، من جانبٍ آخر إنَّ توفُّرَ أسواق ماليَّةٍ متطوِّرة يسهم في تحفيز تدفُّق رؤوس الأموال الاستثماريَّة، أي إنَّه كلَّما زادَ عمقُ الأسواق الماليَّة وتنوَّعت الأدواتُ الماليَّة تنوَّعت مصادرُ التَّمويل المتاحة أمام المستثمرين، حيث إنَّ وجود أسواقٍ ماليَّةٍ متطوِّرة يتضمَّن سلسلةً فعَّالة وواضحةً من القوانين التي تنظِّم عمل الأسواق الماليَّة فضلاً عن توفير الحماية القانونيَّة لكافَّة المتعاملين. إذ أشارت الأدبيَّات إلى وجود اتِّجاهات عدَّةٍ للعلاقة بين تطوُّر الأسواق الماليَّة والاستثمار الأجنبيِّ، كما يأتي[3]:

---

[1] بو حسون، ياسر، زهرة، شادي أحمد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 1، 2005، ص10.

[2] أبو عمشة، محمد كمال. (2013). الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 61-62، ص ص 70-115.

[3] خلف، عمار حمد، وعزيز، رفل جميل، تحليل العلاقة السببية بين البنية المالية التحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا للمدة من (1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 91، المجلد 22، 2016، ص ص322-339.

1-1-4-1 الاستثمار الأجنبيُّ يشجِّع التَّطوُّرَ الماليَّ: أشار العديد من الباحثين إلى أنَّ دخول المزيدِ من الاستثمارات الأجنبيَّة سوف يؤدِّي إلى زيادة الأموالِ المتاحة في الاقتصاد، ممَّا يعني زيادةَ مصادر التَّمويل، الأمر الذي يسهم في توسيعِ المشاريعِ القائمة، فضلاً عن الشُّروع في تمويل مشاريعَ جديدةٍ، أي إنَّ دخولَ الاستثمارات الأجنبيَّة يحفِّزُ النُّموَّ الاقتصاديَّ. لذلك فإنَّ دخول الاستثماراتِ الأجنبيَّة سوف يولِّد ضغوطاً على البلدِ المضيف، ممَّا يحفز البلد المضيف على اتِّخاذ سلسلةٍ من الإجراءات والضَّوابط التي تسهمُ في تحديث وتطوير البنيةِ الماليَّة التَّحتيَّة من مصارفَ، وشركاتِ التَّأمين، صناديق الاستثمار، بنوك الاستثمار.

2-1-4-1 دخول الاستثمارات الأجنبيَّة يحفِّز على تطوير الأنظمة والقوانين المطبَّقة في البلد المضيف: إنَّ تدفُّق الاستثمارات الأجنبيَّة سوف يخلقُ ضغوطاً على الدَّولة المضيفة على تشريعِ الأنظمة والقوانينِ المناسبة التي تعزِّزُ تطوُّرَ الأسواق الماليَّة، وبالتَّالي سنُّ تشريعات جديدةٍ، تأخذ بعين الاعتبار الأوضاعِ الجديدةِ بعد دخولِ الاستثماراتِ الأجنبيَّةِ وزيادةِ الإنتاج والتَّصدير.

3-1-4-1 تطوير الأسواق الماليَّة يشجِّع دخول الاستثمارات الأجنبيَّة: إنَّ الأسواق الماليَّة التي تعمل في ظلِّ بيئةٍ قائمةٍ على اقتصاد السُّوق والتي تتمتَّع بدرجةٍ عاليةٍ من الانفتاحِ الماليِّ تسهم بشكلٍ إيجابيٍّ في جذبِ الاستثماراتِ الأجنبيَّة[1]. أي إنَّ كفاءة الإطارِ القانونيِّ والتَّنظيمي للأسواق الماليَّة وفعاليَّة عمل آليات السُّوق الماليِّ ومستوى التكنولوجيَّة المستخدمةِ والمدى الزَّمنيِّ لإنجاز الصَّفقات ومدى الانفتاحِ والتَّكامل مع الأسواق العالميَّة؛ يلعب دوراً هامَّاً في تحديدِ حجمِ التَّدفُّقات الاستثماريَّة الدَّاخلة إلى البلد. فضلاً عن أنَّ تطوُّرَ الأسواق الماليَّة يسهم بشكلٍ إيجابيٍّ في تحقيقِ النُّموِّ الاقتصاديِّ من خلال زيادةِ عددِ الشَّركات المُدرجة، وكذلك تطوير سوق الأسهمِ، ممَّا يسهم في توفير السُّيولة ويخفضُ من كلفةِ رأس المال. كما تمارسُ الاستثماراتُ الأجنبيَّة غير المباشرة دوراً في زيادةِ عمقِ وسيولة أسواق رأس المالِ، يعود ذلك إلى أنَّ قراراتِها الاستثماريَّة تتَّصف بالأمد الطَّويل، وتقوم على أسسٍ رشيدةٍ وفعَّالة، فضلاً عن سرعة اتِّخاذ القرار في حين تشكِّل خطورةً في ذات الوقت، حيث تتضمَّن صعوبةَ الضَّبط والسَّيطرة على إيقاعاتِها، ممَّا قد يؤدي إلى انتكاساتٍ مفاجئةٍ، ممَّا يُسهِم في حدوث الأزمات الماليَّة.

[1] Soumare, I, & Tchana, F., Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets, MPRA Paper No. 31328, posted 9. June 2011 , p5-6.

5-1-1 الاستثمار المحفظي (الأجنبيُّ غير المباشر):

إنَّ عدم كفاية مصادر التَّمويل المحلِّيَّة في الدُّول النَّامية، النَّاتج من وجود فجوةٍ في الموارد المحلِّيَّة بين الاستثمار والادِّخار وكذلك الفجوة في العلاقات الخارجيَّة بين الصَّادرات والواردات، وكذلك خطورة الاعتماد على مصادر التَّمويل الخارجيَّة كالاقتراض الخارجيِّ، حيث تزداد أعباء المديونيَّة، بحيث أصبحت مبالغُ خدمة الدَّين أكبرَ ممَّا تحصل عليه هذه الدُّول من قروضٍ جديدة ومعوناتٍ اقتصاديَّة. وقد ترتَّب على أزمة المديونيَّة الخارجيَّة أبعادٌ سياسيَّة وأخرى اقتصاديَّة هامَّة، تتمثل باستنزاف احتياطيَّات الدُّول المدينة من النَّقد الأجنبيِّ، ومن ثمَّ إضعاف قدرتها على الاستيراد، وانخفاض معدَّلات الاستثمار، ومن ثمَّ معدَّلات التَّشغيل والنُّموِّ، وما ينتج عن ذلك من زيادة معدَّلات التَّضخُّم[1].

لذلك كان من الضَّروري اللُّجوء إلى مصدرٍ آخرَ أكثرَ أمناً من القروض، وتمثَّل بالاستثمار الأجنبيِّ المباشر وغير المباشر، وسوف يتم التركيز على الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر ودور الأسواق الماليَّة في جذب الاستثمارات الأجنبية أو الاستثمارات الماليَّة للأجانب مما يساهم في توفيَّر الأموال اللازمة للشركات المحليَّة لتوسيع أنشطتها الإنتاجيَّة، الأمر الَّذي ينعكس في النهاية على زيادة الدخل والتوظيَّف ومن ثم تحسيَّن المستوى المعيشيِّ في البلد المضيف، وفضلاً عن ذلك فإنَّ أسواق الأوراق الماليَّة ومن خلال آليَّة التسعيَّر تعمل على توجيّه الاستثمارات نحو الشركات الأكثر كفاءة وربحيَّة في الأمد البعيَّد.

1-5-1-1 مفهوم الاستثمار المحفظيِّ (الأجنبيِّ غير المباشر): يظهر الاستثمار بصيغٍ وأبعادٍ وتصنيفاتٍ متعدِّدة، نظراً لأنَّ الطَّلب على رؤوس الأموال يتَّسم بتعدُّد عناصرهِ التي تشمل رؤوس الأموال الماديَّة والماليَّة، وحتَّى البشريَّة والمعلوماتيَّة وكافَّة تفرُّعاتها المختلفة. وكنتيجة للتغيُّرات الاقتصاديَّة المختلفة التي شهدتها السَّاحة الدَّوليَّة التي فرضت واقعاً أثَّر بشكلٍ كبيرٍ ومباشر على البيئة الاقتصاديَّة للدُّول، وأمام تزايد الحاجات التمويليَّة لهذه البلدان أنشأ عددٌ منها أسواقاً للأوراق الماليَّة؛ بقصد استقطاب الاستثمارات الأجنبيَّة غير المباشرة، وخلق قنواتٍ لانسياب المدَّخرات المحلِّيَّة والأجنبيَّة، لتصبَّ في أنشطةٍ استثماريَّة من خلال ربطِ عرضِ الأموال بالطَّلب عليها.

[1] عواد، فاضل جويد، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدانّ النامية للمدة 1996–2010، السُّوق المالية في مصر أنموذجاً، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 47، 2016، ص ص105-130.

ورغم الاهتمام الكبير للمفكِّرين والاقتصاديِّين ورجال الأعمال بالاستثمار الأجنبيِّ المباشر، إلَّا أنَّ الاستثمار المحفظيَّ يشكِّل أهميَّةً كبيرةً في اتِّجاهات المحفظة الاستثماريَّة في الدُّول المتقدِّمة والنَّامية، وأصبح من أهمِّ تدفُّقات رؤوس الأموال الدَّوليَّة، وهذا بفضل التكنولوجيا العالية في مجال الاتِّصالات والمعلومات، الأمر الذي أدَّى لتسارع المضاربات ودفع البورصات باتِّجاه الأزمات، مثل أزمة جنوب شرق أسيا عام 1997، حيث يسمَّى هذا الاستثمار بالأموال السَّاخنة لسرعة خروجه من الأسواق في ظلِّ تحرير حساب رأس المال[1].

ويُعتَبر الاستثمار المحفظيُّ المتعلِّق بالاستثمار بالبورصة، غالباً استثماراً قصير الأجل، ويتميَّز بعدم الاستقرار، لدخول عنصر المضاربة فيه، لتصبح أموالاً ساخنةً، تؤثِّر على الاستقرار الاقتصاديِّ إذا أُسِيءَ استخدامُها، خاصَّة في ظلِّ إلغاء القيود على الاستثمار الأجنبيِّ في البورصات، الأمر الذي يهيِّئ للأجانب لعبَ دورٍ مؤثِّرٍ في الأسعار، بهدفِ جنيِ الأرباح من خلال التَّحرُّكات الصُّعوديَّة للأسعار والعملات، وهو ما حدث في أزمة جنوب شرق أسيا عام 1997[2].

2-5-1-1 تأثير الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر على الاقتصاد: يشير أغلبُ الاقتصاديِّين إلى أنَّ الاستثمارَ الأجنبيَّ غير المباشر يمكن أن يؤثِّرَ على الاقتصاد، ويستفيد منه القطاع الحقيقيُّ في ثلاثِ مجالاتٍ واسعةٍ، هي:

1-2-5-1-1 توفير التَّمويل للبلدان النَّامية: تساعد تدفُّقات الاستثمارات الأجنبيَّة غير المباشرة البلدانَ المضيفة على توفير التَّدفُّقات النَّقديَّة من غير الاقتراضِ، وتحمُّلِ خدمة الدَّين، حيث إنَّ البلدانَ النَّامية تعاني من ندرة رأس المال، حيث إنَّ تحويلاتِ المحفظة الاستثماريَّة يمكن أن تُكمل المدَّخرات المحلِّيَّة لتحسين معدَّل الاستثمار، وذلك من خلالِ توفيرِ النَّقد الأجنبيِّ للبلدان النَّامية، فضلاً عن ذلك فإنَّ الاستثمار الأجنبيَّ غير المباشر يقلِّلُ من مشكلة عجز ميزان المدفوعات، ممَّا

[1] صالح، مفتاح، وعلي، بوعبدالله، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، 2013، ص ص 65-86.

[2] عواد، فاضل جويد، مرجع سبق ذكره، 2016، ص ص105-130.

يقلِّل من فجوةِ الصَّرف الأجنبيِّ في أقلِّ البلدان نموّاً، ممَّا يسهِّل استيرادَ السِّلع الأساسيَّة من الخارج[1].

1-1-5-2-2 زيادة كفاءة التَّخصيص من رأس المالِ: إنَّ زيادةَ تدفُّق رأس المال الأجنبيِّ إلى البلدان النَّاشئة يزيدُ من كفاءةَ تخصيص رأس المالِ في البلدان المضيفة، ممَّا يساعد على زيادة التَّدفُّقات النَّقديَّة من البلدان الغنيَّة إلى الاقتصادات النَّاشئة، بسبب انخفاض عائداتِ الاستثمار في البلدان الغنيَّة وارتفاعها في البلدان النَّاشئة .بالنِّسبة للبلدان المضيفة، يقلِّل هذا التَّدفُّق النَّقديُّ من تكلفة الأموال، ويزيد الاستثماراتِ، ويعزِّز القدرة التَّنافسيَّة للشَّركات المحلِّيَّة في الأسواق العالميَّة، ممَّا يؤثِّر إيجاباً على الإنتاج والطَّلب على العمالة.

1-1-5-2-3 أثر الاستثمار الأجنبيِّ غير المباشر على سوق أسهم الدُّول المضيفة[2]: يعمل الاستثمار الأجنبيُّ غير المباشر على تطويرِ سوق الأسهم في الدُّول المضيفةِ من خلال المنافسةِ مع المؤسَّسات الماليَّة الأجنبيَّة، وهذه المنافسة تسهم في استيرادِ الخدماتِ الماليَّة والتكنولوجيا المتقدِّمةِ وإضفاءِ الطَّابع المحلِّي على التكنولوجيا الجديدةِ أو تكييفها مع البيئةِ المحلِّيَّة للبلدان المضيفة. الأمر الذي يؤدِّي إلى مزيد من الكفاءةِ في تخصيص رأس المالِ وتقاسُمِ المخاطر، وإنَّ عمليَّة التَّدويل تجعلُ الأسواق الماليَّة أكثرَ كفاءةً، وأكثرَ سيولةً وعمقاً.

إنَّ الاستثمار في المحافظِ الأجنبيَّة له تأثيرٌ طويل الأجل على الأسواق الماليَّة المحلِّيَّة. وذلك من خلال الإشارةِ إلى أنَّ تدفُّقات الأسهم تولِّدُ كفاءةَ سوق رأس المال المحلِّي، من خلال الوصول إلى امتدادٍ لتحرير وتنمية أسواق الأسهم المحلِّيَّة. كما يمكن أن تزيدَ من المساواة في المخاطرةِ بين المستثمرين المحلِّيين والأجانب.

وبالتَّالي فإنَّ الاستثمارات الأجنبيَّة غير المباشرة يمكن أن تؤثِّر على الاقتصادِ من خلال تأثيرِها عن طريق سوق الأوراق الماليَّة، وكذلك يمكنُ أن يكونَ لإجماليِّ تدفُّق رأس المال الأجنبيِّ تأثيرٌ مهمٌّ على الاقتصاد الكلِّي للبلدِ، ويمكن أن يؤثِّرَ على سعر الصَّرف والاحتياطيَّات من النَّقدِ الأجنبيِّ والسِّياسة النَّقديَّة والادِّخار والسُّلوك الاستثماريِّ للبلد بشكلٍ كبيرٍ.

[1] Abu Shanab, S., The Effect of Foreign Portfolio Investment (FPI) on Capital Market Indices (Evidence from Amman Stock Exchange), International Review of Management and Business Research, Vol. 6, No. 4, 2017, p p1469-1477.

[2] Abu Shanab, S., Op.Cit, 2017, p p1469-1477.

وبالتَّالي تحتاج البلدانُ المضيفة إلى اتِّخاذ خطواتٍ مختلفةٍ لجذب المستثمرين الأجانبِ للاستثمار في بلادِهم، مثل الحدِّ من القيودِ المفروضة على تحرُّكاتِ رأس المال وإيجادِ فرصٍ جذَّابةٍ للاستثمار بعائدٍ استثماريٍّ مجزٍ.

6-1-1 مفهوم عوائد الأسهم:

إنَّ من بين المعلومات التي يهتم بها المستثمرون في سوَّق الأوراق المالية عائد السُّوق، حيث إنَّ المستثمر يعتمد على المؤشرات المتاحة في سُّوق الأوراق الماليّة، وذلك لتحديد حجم عوائد استثماره في هذه الأوراق الماليّة.

هناك عدة مفاهيم لعوائد الأسهم سوف يتم التطرق إلى بعضها:

العائد على السهم هو "المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفزة والمكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية، أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة"[1]. وكما يُعرف العائد على أنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة[2]. وعرَّف أيضاً بأنه مؤشر لقياس ربحية السهم، أي نصيب السهم الواحد من صافي الربح المتحقق خلال فترة زمنية معينة[3].

وعليه فإنَّ عائد السهم هو عبارة عن الأرباح المتوفرة للشركة والتي يمكن أنَّ توزع على المساهمين أو يُعاد استثمارها أو جزء منها لصالحهم. ويعبر هذا المتغير عن الأداء الكلي للشركة ويعكس مدى كفاءتها في تحقيق الأرباح.

ولحساب العائد التاريخي أو العائد المتولد عن الاستثمار في ورقة مالية معينة، يجب تحديد سعر الورقة الماليّة خلال فترة محددة، بالإضافة إلى تحديد التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر في نفس الفترة، وبذلك فإن العائد التاريخي يساوي الفرق بين سعر الورقة المالية في

---

[1] V. Gangadhar, G. Ramesh Babu, Principles of Investment management, 1st edition., Anmol Publication Pvt. Ltd. 2006,P 28.

[2] حداد، فايز سليم، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص128.

[3] مصطفى، صايم، وعبدالناصر، بوثلجة، نموذج مقترح لكيفية المفاضلة بين الاستثمار في الأسهم "دراسة مقارنة تحليلية لكل من سهم JTEL&JOPT المدرجين في بورصة عمان المالية، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، ألمانيا، العدد 4، 2018، ص ص116-138.

فترتين مختلفتين (ربح رأسمالي) مضافاً إليه الفوائد في حالة السند أو مضافاً إليه التوزيعات في حالة السهم، مقسوماً على سعر الورقة في فترة الأساس المأخوذة بعين الاعتبار.

أما فيما يتعلق بخصوص التنبؤ بالعائد المتوقع من الاستثمار فبالإمكان الاعتماد على نموذج التوزيعات المخصومة أو نموذج جوردن[1] (هو طريقة لتقييم التدفقات النقدية السنوية المتولدة عن السهم والتي تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي)، إلا أنَّ النَّموذج الحديث والأكثر استخداماً هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، الذي طوره الذي اقترحه Sharp (1964)، وLintner (1965)، وMossin (1966)[2]، وقد جمع نموذج (CAPM) في تحديد سعر السهم أو معدل العائد المطلوب بين المخاطرة والعائد، بافتراض أنه وفي سوق متوازن من المتوقع أنَّ تقدم الورقة المالية عائد يعوض المخاطر النظامية[3]، كما هو مبين بالمعادلة التالية:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر

$$K = R_{fr} + \beta(R_s - R_{fr})$$

حيث أنَّ: K: معدل العائد المطلوب، R_{fr}: معدل العائد الخالي من المخاطر، β: معامل المخاطر المتعلقة بالسهم (مخاطر نظامية)، R_s: معدل العائد السوقي للسهم.

ويعتبر العائد الخالي من المخاطر هو "العائد على ورقة مالية ذات دخل ثابت تصدرها جهة حكومية قادرة على سداد ما عليها من التزامات تجاه حامل الورقة"[4]. ويمثل معامل *beta* مقياس للمخاطر المنتظمة في محفظة الاستثمار، فكلما ارتفعت قيمة المؤشر دلَّ ذلك على أداء أفضل للمحفظة الماليّة محل التقييم، ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة التالية:

$$\beta = cov(R_s R_m) / \sigma^2 R_m$$

---

[1] عبد الحكيم، هشام طلعت، وحسن، أنوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستعمال نموذج الخصم –نموذج جوردن "دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، الجامعة المستنصرية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، العراق، 2010، ص ص52-67.

[2] Errunza ,V, international asset pricing under mild segmentation , Journal of finance, 1995, (41).5, P105.

[3] Van Horn, james c. , Financial Mangement and policy , 9th ed. Printic-Hall of Jnc.New-Jersey, 2004, P62.

[4] المليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، جامعة بنها، كلية التجارة، القاهرة، 2011، ص35.

حيث أنَّ: $cov(R_s\ R_m)$: التباين المشترك (معامل الارتباط بين العائدين × الانحراف المعياري لعائد الورقة × الانحراف المعياري لعائد السوق)، R_s: العائد السوقي للسهم، R_m: العائد على محفظة السوق، $\sigma^2\ R_m$: معامل التباين للعائد السوقي للسهم.

معامل بيتا هو مقياس إحصائي للمخاطرة المنتظمة، وهي المخاطر الشائعة لجميع الأوراق المالية في السوق، ويقيس معامل بيتا حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد المحفظة في السوق أو القطاع، وهو مقياس لتوافق حركة عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق أو القطاع والتي تشكل محفظة السوق، وتعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية ومعدل العائد على محفظة السوق أو القطاع الذي تنتمي إليه الورقة المالية، ويمثل معامل بيتا إحصائياً التباين المشترك بين عائد الورقة المالية والعائد على محفظة السوق، ويمكن تقسيم الأسهم العادية حسب نتائج معامل بيتا إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي[1]:

1- الأسهم المرتفعة: وهي الأسهم التي لها معاملات بيتا أكبر من واحد ($\beta >1$)، وهذه الأسهم مخاطرها أعلى من معدل مخاطرة محفظة السوق، كما أن أداء هذه الأسهم يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش.

2- الأسهم المعتدلة: وهي الأسهم التي لها معاملات بيتا مساوية لواحد ($\beta =1$)، وهذا يعني بأن معدل عوائد الأسهم ومخاطرها تتحرك بشكل متجانس ومتطابق تماماً مع معدل ومخاطرة محفظة السوق.

3- الأسهم المنخفضة: وهي الأسهم التي لها معاملات بيتا أقل من واحد ($\beta <1$)، وهذا يعني بأن هذه الأسهم مخاطرها أقل من مخاطرة محفظة السوق، كما أن أداء هذه الأسهم لا يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش، وبالعكس فإنه لا يهبط أداء هذه الأسهم كثيراً عندما يكون السوق في حالة هبوط كبير.

عادة ما يقبل المستثمر على شراء سهم ما، إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من أو يساوي العائد المتوقع من السهم. والعكس، سوف يلجأ المستثمر إلى بيع السهم إذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد المتوقع. ويجب أنَّ يُعوض معدل العائد المطلوب المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار في السهم. وهذا ما يمكن التعبير

[1] عبد الحكيم، هشام طلعت، وحسن، أنوار مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص ص52-67.

عنه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من خلال معادلة خط السوق للأوراق المالية والتي تظهر كما يلي[1]:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا (بدل المخاطرة).

حيث يمثل معدل العائد الخالي من الخطر التعويض المناسب لعملية تأجيل الاستهلاك، أما معامل بيتا (هو مقياس للمخاطر) فيمثل التعويض المناسب للمستثمر لقبوله الاستثمار في سهم معين.

عادة يفاضل المستثمر بين عدة استثمارات متاحة ولأغراض المفاضلة لابد من الموازنة بين عائد وخطر هذه الاستثمارات، ويستخدم المستثمر مفهوم العائد المتوقع لأنه لا يعلم كم هو العائد المستقبلي لكل استثمار ولن يستطيع تحديده بدقة[2].

وبالنسبة للسهم العادي فإن العائد المتوقع يكون غامضاً جداً بسبب عدم إمكانية معرفة سعر السهم في نهاية فترة الاقتناء والتي تكون بدورها غير معروفة، ويضاف إلى ذلك حالة عدم التأكد المرتبطة بالتوزيعات المستقبلية. ويحاول المستثمر التنبؤ بالعائد المتوقع لكل استثمار وفق الصيغة التالية:

$$E\ (R) = \sum_{t=1}^{n} Ri\ Pi$$

حيث أنَّ: $(R_i\ P_i)$ تمثل متوسط العائد المتوقع لاستثمار ما في الحالة الاقتصادية (t) وهو (R_i)، مثقلاً باحتمال تحقق هذه الحالة الاقتصادية (P_i)، ويتم أخذ مجموع هذه القيم وصولاً للحالة الاقتصادية الأخيرة (n)[3].

1-1-7 محددات عوائد الأسهم:

ويندرج تحت محددات عوائد الأسهم عدة مقاييس، وهي على النحو التالي:

---

[1] Ibrahim Alshomaly I & Masa'deh R., *The Capital Assets Pricing Model & Arbitrage Pricing Theory: Properties and Applications in Jordan, Modern Applied Science; Published by Canadian Center of Science and Education*, 2018, Vol. 12, No. 11; PP330-337.

[2] مطر، محمد، وتيم، فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص23.

[3] الشهاب، أيمن، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة" بالتطبيق على سوق عمَّان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سورية"، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، 2016، ص57.

1-1-7-1 نسبة مضاعف السعر:

تعتبر نسبة مضاعف السعر امتداداً طبيعياً لنسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة، وتعد هذه النسبة من النسب الهامة في تقييم الأسهم، حيث أن هذه النسبة تستخدم على نطاق واسع من جانب المحللين الماليين والاقتصاديين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، حيث تحدد هذه النسبة عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح ليغطي القيمة السُّوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم، وتنتج هذه النسبة من خلال قسمة السعر السُّوقي للسهم على ربحية السهم ويرمز لها بـــ (P/E). حيث أنَّ: P: السعر السُّوقي للسهم، E: ربحية السهم.

وهذا المؤشر يقيس طول فترة استرداد الأموال المُستثمرة في السهم، ويفيد هذه المؤشر المضاربون في الأسهم في اختيار أسهم الشركات التيِّ يضاربون بها، فكلما انخفض هذا المؤشر يكون مشجعاً لهم على شراء الأسهم أملاً في تحقيق مكاسب رأسماليّة التيِّ تنتج عن تقلب السعر السُّوقي للسهم. وبالتالي فإن الشركات التي لديها فرص كبيرة للنمو بشكل عام ترتفع فيها هذه النسبة، بعكس الشركات التيِّ لديها فرص محدودة من النمو[1].

1-1-7-2 نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية:

تعكس هذه النسبة مؤشرات النمو المتوقع للسهم ومقدار اقتراب أو ابتعاد سعر السهم السوقي من قيمته الدفترية، كما تستخدم هذه النسبة لمعرفة مستويات الأسعار، فكلما زادت هذه النسبة عن الواحد دل ذلك على أن الشركة كانت موفقة في قراراتها الاستثمارية، وتعتبر هذه النسبة من المقاييس الممتازة في تقييم الأوراق المالية، وتقاس هذه النسبة بقسمة القيمة السُّوقية إلى القيمة الدفترية ويرمز لها بـــ (M/B)[2].

1-1-7-3 معدل النمو بالحجم:

يرتبط حجم الشركة بالعديد من المواضيع المالية والاقتصادية، لهذا يعتبر على درجة عالية من الأهمية، إلا أنَّه في الواقع لا يوجد هناك مقياس متفق عليه لتمثيل حجم الشركة. ويقصد بالحجم هو تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم، حيث يوجد عدة

---

[1] نوفل، موسى عبد الهادي وأخرون، تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية باستخدام معدل العائد للفترة من 1997-2007، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، 2012، ص ص211-344.

[2] محمد سراج، نصر الدين أحمد، أثر المؤشرات المحاسبية على القيمة السُّوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الجوف بالمملكة العربية السعودية-كلية العلوم الإدارية والإنسانية، المجلد 17، العدد 1، 2016، ص ص172-186.

مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو حقوق المساهمين أو عدد العاملين أو صافي المبيعات أو القيمة السوقية[1].

1-1-8 مقاييس عوائد الأسهم:

تعددت طرق قياس العوائد اليومية للأسهم العادية بتعدد الدراسات، ولا يوجد إجماع على أفضلية على أي طريقة منها:

1-1-8-1 العوائد الفعلية:

وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعلياً من خلال استثماره (الاقتناء أو التداول بيعاً وشراءً) لهذه الأداة الاستثمارية، وقد تكون هذه العوائد إما عوائد إيراديه أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً منهما[2].

1-1-8-2 نصيب السهم من الأرباح المتحققة:

تُعد نسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة من أهم النسب الواسعة الانتشار والمتكررة الاستخدام في الحياة العملية كمقياس لأداء الشركات من وجهة نظر المستثمر[3]، وهي إحدى مقاييس خصائص الأسهم العادية أو إحدى مقاييس السوق، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد الأسهم بشكل عام، أي أنَّ هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي للشركة المساهمة ويعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة، لذلك تسعى الشركات إلى زيادة هذا المقياس نظراً للدور الَّذي يلعبه في تحديد سعر السهم، حيث أنَّهُ أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم، ويرمز لنصيب السهم من الأرباح المحققة بـــ *ESP*، ويتم قياس هذا المقياس من خلال قسمة صافي الربح بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم العادية المكتتب بها[4].

---

[1] مصطفي، عبد العظيم عبدالرحمن البشير، مرجع سبق ذكره، ص202.

2 مصطفى، صايم، وعبدالناصر، بوثلجة، نموذج مقترح لكيفية المفاضلة بين الاستثمار في الأسهم "دراسة مقارنة تحليلية لكل من سهم JTEL&JOPT المدرجين في بورصة عمان المالية، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، ألمانيا، العدد 4، 2018، ص ص116-138.

[3] نوفل، موسى عبد الهادي وأخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص211-344.

[4] عبد الزهرة، كرار سليم وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 29، 2013، ص ص189-218.

3-8-1-1 نصيب السهم من الأرباح الموزعة:

هو مقياس آخر من مقاييس السوق، وهو يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة لكل سهم لقاء وجود هذا السهم في محفظة الأوراق المالية، وبذلك فإن الربح الموزع يمثل التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون ويعتبر هذا المقياس أيضاً من أهم العوامل المؤثرة في تحديد سعر السهم، حيث أنه ليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة مع نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة، والسبب أن معظم ما توزعه الشركات يعتبر جزءً من الأرباح التي تحققها وتحتفظ بالباقي على شكل احتياطيات أو أرباح مدور، لذا يكون نصيب السهم العادي من الربح الموزع أقل من الربح المحقق، ويتم احتساب هذا المقياس من خلال قسمة الأرباح الموزعة على عدد الأسهم العادية المكتتب بها[1].

4-8-1-1 عائد فترات الاقتناء:

ويسمى بالعائد التاريخي أو عائد الفترة الواحدة (One Period Return)، هو المقياس الذي يُوصف بأنَّه أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية ودقة، حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، ويقيس معدل العائد المتحقق فعلاً خلال الفترة الزمنية التي تم فيها امتلاك الأصل قبل بيعه، فيما يلي العلاقة الرياضية لحساب معدل عائد فترة الاقتناء للسهم العادي[2]:

$$R = \frac{(Pt - Pt-1) + Dt}{Pt-1}$$

حيث أن: (R) تمثل معدل العائد التاريخي الفعلي، (D_t): التوزيعات خلال الفترة t، و(P_t): قيمة الأصل في نهاية الفترة، و(P_{t-1}): قيمة الأصل في بداية الفترة.

وتجد الإشارة إلى أن (R) تمثل العائد التاريخي الفعلي عند الاعتماد على بيانات تاريخية، وقد تمثل العائد المتوقع (Expected Return) عند الاعتماد على بيانات مستقبلية متوقعة للتوزيعات والأسعار، كما أنَّ الفرق بين سعر الأصل بين بداية الفترة ونهاية الفترة $(P_t - P_{t-1})$ قد يمثل ربح أو خسارة رأسمالية كما هو معلوم. وإذا ما قمنا بقسمة هذا الفرق على سعر الأصل في بداية الفترة نحصل على العائد الرأسمالي (Capital Return) أو الخسارة الرأسمالية (Capital

[1] محمد سراج، نصر الدين أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص172-186.

[2] Van Horne, James. C. and Wachowicz, John. M., Fundamentals of Financial Management. 12th edition, Prentice-Hall, Inc. London, 2005. P 96.

Loss)، ولكن إذا قسمنا التوزيعات فقط (D_t) على سعر الأصل في بداية الفترة (P_{t-1})، نحصل على العائد الجاري (Current Return).

1-1-8-5 العوائد المتوقعة: ويقصد بها القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة الحدوث، ويتم احتساب هذه العوائد من خلال المعادلة التالية:

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

حيث أنَّ: $E(R)$: تمثل العوائد المتوقعة للسهم، r_i: تمثل عائد السهم، p_i: احتمالية حدوث العائد.

إنَّ معدل العائد للسهم يعني الكثير من الأهمية لجميع الأطراف المهتمة به من إدارة وحملة أسهم ومستثمرين متوقعين. فهذا المعدل دليل على أنَّ المنشأة تستطيع توزيع أرباح أكثر (إذا رغبت بذلك) أو احتجاز أرباح أكثر لاستعمالها في سداد الديون طويلة الأجل أو التمويل الداخلي، بهدف القيام بتوسعات خاصة بالمنشأة، وهذه الأمور تمثل متغيرات ذات أهمية خاصة في التأثيرات الإيجابية على القيمة السُّوقية للأسهم العادية إذا ما اقترنت بمستويات مخاطر متدنية. ولذلك فإن معدل العائد على السهم يمثل أحد المنطلقات الأساسية لتحسين قيمة المنشأة في السُّوق، وهو مقياس يمكن الاستدلال بواسطته على مدى كفاءة إدارة المنشأة في إدارة الأنشطة التشغيلية والتمويلية فيها[1].

1-1-9 المؤشرات الاقتصادية وأسعار الأسهم:

1-1-9-1 أسعار الفائدة وأسعار الأسهم:

يُعتَبر التَّغيُّر في سعر الفائدة وعلاقته بأسعارِ الأسهم محلَّ اهتمامِ المتعاملين في الأسواق الماليَّة، حيث يفسَّر الإعلان عن أيِّ تغيُّرٍ في أسعار الفائدة على أنَّه إشارةٌ لتغييرٍ في السِّياسات النَّقديَّة، وبناءً على ذلك يكون هناك ردُّ فعلٍ مصاحبٍ لهذه التَّغيُّرات وتفسيرُها من جانب المتعاملين بالسُّوق على أنَّها معلوماتٌ متعلِّقةٌ بالظُّروف الاقتصاديَّة المستقبليَّة التي تستخدم في إعادة تقييم الأسهم.

حيث يؤثِّر اختلافُ سعر الفائدة بشكلٍ معاكسٍ على أسعار الأوراق الماليَّة، إذ إنَّ ارتفاع أسعار الفائدةِ يؤدِّي إلى انخفاضِ عمليَّات التَّعامل في السُّوق الماليَّة، وبالعكس فإنَّ انخفاض أسعار

[1] مصطفي، عبد العظيم عبدالرحمن البشير، مرجع سبق ذكره، ص209.

الفائدةِ يعمل على ترويجِ التَّعامل في الأسواق الماليَّة. أمَّا قياس درجةِ تلك المؤثِّرات فيتمُّ باستخدام نسبِ التَّغييرِ في الأصول والخصوم التي تتأثَّر بتلك التَّغيُّرات أو التَّذبذبات.

حيث تشير العديد من الدِّراسات إلى تأثيرِ إعلان التَّغيُّرات في معدَّلات الخصم على أسواق الأسهم. في حين أظهرت بعض هذه الدِّراسات ردَّ فعلٍ عكسيَّاً للسُّوق بالنِّسبة للتَّغيُّرات في معدَّلات الخصم ومن هذه الدِّراسات (Waud, 1970, Baker & Meyer, 1980, Jensen & Johnson, 1993). وذلك على اعتبار أنَّ انخفاض معدَّل الخصم يعني أخباراً جيِّدة للسُّوق، وإشارةً لمستقبلٍ أقلَّ قيوداً في السِّياسات النقديَّة. أي زيادة في عرض الأموال ورواج في الأنشطة الاقتصاديَّة. وعلى العكس زيادة معدَّل الخصم تعني أخباراً سيِّئةً للسُّوق، وإشارةً إلى زيادة القيود في السِّياسة النَّقديَّة والأنشطة الاقتصاديَّة[1].

وأظهر البعض الآخر من هذه الدِّراسات اختلافَ ردِّ فعلِ السُّوق لتأثير الإعلان عن تغيُّراتٍ في معدَّل الخصم باختلاف السِّياسة النَّقديَّة والدَّافع وراء هذا التَّغيير. حيث وجدت علاقة معنويَّة بين ردِّ فعلِ السُّوق وإعلان عن التَّغيُّرات في معدَّل الخصم في فتراتٍ معيَّنةٍ، وعدم وجود علاقة معنويَّة في فتراتٍ أخرى، كدراسة (Hafer, 1986, Hardouvelis, 1987). وذلك على اعتبار أنَّ عدمَ وجود علاقة في فتراتٍ معيَّنةٍ، يرجع إلى توافق السِّياسة النَّقديَّة في نفس الاتِّجاه مع الارتفاع أو الانخفاض في معدَّل الخصم، بالإضافةِ إلى أنَّ ردَّ فعلِ السُّوق يكون أقلَّ، إذا كان الدَّافع وراء التَّغيُّر هو توافق معدَّل الخصمِ مع معدَّل الفائدة في السُّوق، عمَّا إذا كان الدَّافع هو تصحيحَ مشكلةٍ ما في السِّياسة النَّقديَّة، حيث يكون ردُّ فعل السُّوق أو استجابتُهُ لهذه التَّغيُّرات أكبرَ (Smirlock &Yowitz, 1985). أمَّا تأثير التَّغيُّر في أسعار الفائدةِ على عائد الأسهم، فقد أوضحت معظم الدِّراسات أنَّ العلاقةَ عكسيَّةٌ بين عائد الأسهم ومعدَّل الفائدة في السُّوق (Sweeney & Warga, 1986, Pindyck, 1988)، وذلك لأنَّ ارتفاع معدَّلات الفائدة يتوقَّع أن يؤثِّر سلبياً على العائد من خلال تأثيرهِ على مستوى النَّشاط الاقتصاديِّ الحقيقيِّ. وكذلك تأثيره على تكاليفِ الاقتراضِ، حيث يؤدِّي إلى انخفاض التَّدفُّقات النَّقديَّة المستقبليَّة[2]. وأخيراً تأثيره من خلالِ تحويلِ جزءٍ من المستثمرين من الاستثمار في الأسهم إلى الاستثمار في السَّندات أو

[1] إسماعيل، السيدة عبدالفتاح عبدالسلام، محددات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، مجلة التجارة والتمويل، المجلد 2، العدد 2، 2005، ص ص1-41.

[2] إسماعيل، السيدة عبدالفتاح عبدالسلام، المرجع السابق، ص ص1-41.

الأوراق الماليَّة الحكوميَّة، أو الإيداعات بالبنوك. كما أنَّ التَّغيُّر في معدَّلات الفائدة يؤثِّر على القرارات الاستثماريَّة من خلال تأثيرِهِ على معدَّل العائد المتوقَّع، حيث يستثمرُ في المشروعات التي تحقِّق معدَّلات عائدٍ داخليٍّ أكبرَ من معدَّل الخصم. ونظراً لأنَّ جزءاً من معدَّل الخصم يمثِّل علاوة المخاطر، ومنها مخاطرُ سعر الفائدة، فإنَّ الزِّيادة في سعر الفائدة تعني زيادةً في معدَّل الخصم، حيث يترتَّب على زيادةِ معدَّل الخصم تخفيضُ عددٍ المشروعاتِ التي يستثمر فيها، وإنَّ كان العائدُ المتوقَّع لهذه المشروعاتِ أكبرَ، أي إنَّ زيادة معدَّلات الفائدة ستؤدِّي إلى زيادةِ معدَّل العائدِ على الاستثمار، ولكن من ناحيةٍ أخرى تقلِّلُ من الاستثمارات والإيرادات، ويؤدِّي هذا التَّأثير المضاعف إلى تأثيرٍ سلبيٍّ على الأرباح، ويفسِّر العلاقة السَّالبة بين التَّغيُّر في سعر الفائدة والعائد.

1-1-9-2 النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ وأسعار الأسهم:

إنَّ أسعار الأوراق الماليَّة لا تتحرَّك ارتفاعاً وانخفاضاً بشكلٍ منعزلٍ عن تحرُّكات النَّشاط الاقتصاديِّ. ويرى كثيرون من الاقتصاديِّين والماليِّين أنَّ استقرار الأسواق الماليَّة وتأديةَ مهامِها على النحو الأفضلِ يتوقَّف على استقرارِ النَّشاط الاقتصاديِّ. وكذلك يفسِّر عددٌ من الاقتصاديِّين العلاقةَ الموجبة بين النَّشاط الاقتصاديِّ وارتفاع أسعار بعضِ الأوراق الماليَّة (خاصَّة الأسهم)، على أساسِ أنَّ نموَّ النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ الحقيقيِّ، سيكون له أثرٌ إيجابيٌّ في زيادة الطَّلب على الأسهم، إذ إنَّ زيادة الدُّخول الحقيقيَّة للأفرادِ يساعدهم على ادِّخار كميَّاتٍ أكبرَ من الأموال، ممَّا يدفعُ بهم إلى استثمار هذا الفائض النَّقديِّ في شراء الأسهم، وبالتَّالي ارتفاع أسعارِها[1].

من ناحيةٍ أخرى يمكن أن تؤثِّر تقلُّباتُ النَّشاط الاقتصاديِّ في نشاط سوق الأوراق الماليَّة، إذا ما تُرجِمت نشاطات الشَّركات إلى أرباحٍ أو خسائرَ، فقيم الأوراق الماليَّة تُترجِم الفرقَ بين أسعار البيع وأسعار التَّكلفة، وعلى ذلك فإنَّ القيمة السُّوقيَّة للمشروعات المقيَّدة في سوق الأوراق الماليَّة تتأثَّر أيضاً بمدى سلامةِ المركز الماليِّ والاقتصاديِّ لهذه المشروعات.

1-1-9-3 التَّضخُّم وأسعار الأسهم: تتأثر الأسواق المالية بمختلف العوامل والأحداث من داخل السوق وخارجها ومن بين هذه العوامل ظاهرة التضخم التي تعد نقطة وموضوع اهتمام كبير من

[1] عطية، محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي، العدد 54، 2012، ص ص1-35.

قبل الكثير من المؤسسات والهيئات المختصة[1]، حيثُ يعتبرُهُ بعض المحلِّلين أكثرَ تأثيراً على أسعار الأسهم من معدَّل سعرِ الفائدة. وذلك على اعتبار أنَّ معدَّل الفائدةِ يتحرَّك في نفس اتِّجاه تحرُّك التَّضخُّم، ولكن ليس مع اتِّجاه التَّضخُّم الحاليِّ، وإنَّما المتوقَّع.

تدور العلاقة بين التَّضخُّم وأسعار الأسهم حول فرض فيشر للعلاقة الموجبةِ بين معدَّل التَّضخُّم وأسعار الأسهم، وكذلك فروض فاما (Fama, 1981) للعلاقة السَّالبة بين معدَّل التَّضخُّم وأسعار الأسهم. التي تناولتهما العديد من الدِّراسات بالاختبار، سواء في دول صناعيَّة متقدِّمة أو دول نامية.

تعتمد الدِّراسات الاقتصاديَّة لتحليل العلاقة بين التَّضخُّم وعوائد الأسهم على اتِّجاهين أساسيَّين:

الأوَّل: فرضيَّة "فيشر" التي تفترض أنَّ معدَّلات العوائد الاسميَّة للأسهم تساوي معدَّلات العوائد الحقيقيَّة + معدَّل التَّضخُّم المتوقَّع:

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

حيث إنَّ:

R: معدَّل العائد الاسميِّ، وp: معدَّل العائد الحقيقيِّ، وE (I): معدَّل التَّضخُّم المتوقَّع.

تفترض الصِّيغة الرياضيَّة السَّابقة أنَّ معدَّل التَّضخُّم المتوقَّع يكون مساوياً للواحد الصَّحيح، أي إنَّ العوائد الاسميَّة للأسهم تزداد بمعدَّل يساوي معدَّل التَّضخُّم المتوقَّع، لذلك فإنَّ توزيعاتِ الأسهم سترتفع في أوقات التَّضخُّم بنسبةٍ تكافئ انخفاض القوَّة الشِّرائيَّة بسبب التَّضخُّم، ما يعني أنَّ فرضيَّة "فيشر" تذهب إلى أنَّ الأسهم وسيلةٌ تحوط تجاه التَّضخُّم. إلَّا أنَّ فرضيَّة "فيشر" لم تُعنَ بمعدَّل العائد المطلوب من قبل حاملي الأسهم، وهو العاملُ الأكثر أهميَّةً بالنِّسبة إلى المستثمرين، فعندما يرتفع معدَّل التَّضخُّم فإنَّ المستثمرين سوف يقومون بطلبِ معدَّلٍ عائدٍ على الأسهم أعلى بالمقدار نفسِهِ لتحقيق معدَّل العائد الحقيقيِّ ذاتِهِ[2].

لذلك، فإنَّ المستثمرين في الأوراق الماليَّة لا يرحِّبون بالتَّضخُّم المرتفع، لأنَّه يزيد من مخاطر معدَّل العائد الحقيقيِّ على استثماراتِهم.

ويمكن الاستناد في ذلك إلى نموذج التَّوزيعات المخصومة:

---

[1] بتال، أحمد حسين، ومطر، سراب عبدالكريم، أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية: تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة 2005-2015، مجلة الاقتصاد والأعمال – غزة، المجلد 25، العدد 2، 2017، ص ص96-117.

[2] Keith C. Brown, Frank K. Reilly., Analysis of Investments and Management of Portfolios (South Western: Cengage Learning), Ninth Edition, 2006, p 364.

$$Pj = \frac{Di}{K-g}$$

حيث إنَّ:

Pj: سعر السهم، D_i: التوزيع المتوقَّع في الفترة (i) ويساوي $D_0(1+g)$، K: معدَّل العائد المطلوب على السَّهم، g: معدَّل النُّمو المتوقَّع لتوزيعات أرباح السهم.

يشير النَّموذج السَّابق إلى أنَّ المستثمر يحصل على معدَّل عائدٍ مطلوبٍ على السَّهم، إذا زادت قيمة (g) بنسبةٍ تساوي معدَّل التَّضخُّم على الأقلِّ، أو تنخفض قيمة السَّهم ليحصل المستثمر على معدَّل عائدٍ مطلوبٍ أكثرَ ارتفاعاً، نتيجة للتَّضخُّم المتوقَّع.

الثَّاني: فرضيَّة "فاما" وتفترض وجود علاقةٍ عكسيَّةٍ بين التَّضخُّم وعوائد الأسهم، فالعلاقة بين المتغيِّرات الاقتصاديَّة الحقيقيَّة مثل النَّاتج المحلِّي، والإنفاق الاستثماري، ومعدَّل العائد الحقيقيِّ على رأس المال، وبين عوائد الأسهم علاقةٌ طرديَّةٌ[1]، كما أنَّ العلاقة بين هذه المتغيِّرات والتَّضخُّم علاقةٌ عكسيَّةٌ، لذلك فالعلاقة بين التَّضخُّم وعوائد الأسهم هي علاقةٌ عكسيَّة. وبالتَّالي فإنَّ التَّضخُّم يرتبط بعلاقةٍ عكسيَّةٍ مع المتغيِّرات الاقتصاديَّة الحقيقيَّة مثل النَّاتج المحلِّي، والإنفاق الاستثماريِّ، ومعدَّل العائد الحقيقيِّ على رأس المال، وذلك انطلاقاً من أفكار النَّظريَّة الكميَّة للنقود، حيث إنَّ ارتفاع معدَّلات التَّضخُّم يعني وجود كميَّة من النُّقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلَّب تدخل البنك المركزيِّ من خلال السِّياسة النَّقديَّة لامتصاص الفائضِ، ومن أهمِّ إجراءاتِ هذه السِّياسات سياسةُ رفعِ أسعار الفائدةِ، وهذا الأخير يمثِّل عائقاً أمام الاستثمار والإنتاج، وبالتَّبعيَّة يستنتج فاما وجودَ علاقةٍ عكسيَّةٍ حتميَّةٍ بين عوائد الأسهم والتَّضخُّم.

4-9-1-1 العرض النقديَّ وأسعار الأسهم: إنَّ زيادة العرض النقديَّ قد يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاض أسعار الأسهم، بحيث أنَّ زيادة العرض النقديَّ تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماريِّ مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهمِ وارتفاع أسعارها السُّوقية، بمعنى أخر إنَّ الزيادة في العرض النقديَّ تؤدي إلى الزيادة في الشراء وبالتالي زيادة الأرباح مما ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم.

وقد ترتفع أسعار الأسهم بطريقة غير مباشرة، وهذا يحدث عندما تؤدي زيادة العرض النقديَّ إلى انخفاض أسعار الفائدة، مما يعمل على زيادة الاستثمار الذي ينعكس بدوره على زيادة الإنتاج

[1] فاخر، عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصادي الكلي، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2002، ص69.

وتخفيض نسبة البطالة، وهذا يؤثر في النهاية إيجاباً على أرباح الشركات، وبذلك يتوقع أن ترتفع أسعار الأسهم في البورصة. بينما انخفاض السيولة (العرض النقدي) عن حاجة النشاط الاقتصاديِّ، يؤدي إلى انخفاض العائد على السهم، وبنهاية الأمر تنخفض أسعار الأسهم[1].

[1] مصطفي، عبد العظيم عبد الرحمن البشير، مرجع سبق ذكره، ص203.

المبحث الثاني

الإطار العام لنظرية تسعير المراجحة

واجه نموذج (CAPM) انتقادات عديدة سواءً من حيث الأسس النظرية، أو من حيث الفشل في الاختبارات التطبيقية[1]، ومن ثم ظهرت العديد من الإضافات والاقتراحات للنموذج الأصلي من خلال إسقاط بعض الافتراضات المتعلقة بالنموذج الأساسي، ولكنها جميعاً لم تكتسب شهرة الأصل.

لم يتوصل منتقدو نموذج (CAPM) إلى نموذج بديل أفضل منه، وبدلاً من محاولة تطوير نموذج CAPM، قام *Stephen Ross* في عام 1976 بوضع أسس نظرية تسعير المراجحة، وعلى الرغم من قدم هذه النظرية نسبياً، لكنها لاتزال تعتبر كأحدث النظريات في تفسير العلاقة بين العائد والمخاطر.

وتُعد نظرية الاربتراج (APT) بديلاً عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) حيث تؤكد كلاهما على علاقة خطية بين العوائد المتوقعة للأصول وتغيرها مع المتغيرات العشوائية الأخرى، حيث يعتمد (CAPM) على محفظة السوق الكفؤة، بينما تعتمد (APT) على محفظة مراجحة.

ويعتبر النموذج الرياضي لـــ (APT) ذا مقدرة استكشافية أكبر لأنَّهُ نموذج متعدد العوامل يأخذ بالحسبان العديد من العوامل كمصادر للخطر، حيث أن مؤسس نظرية الاربتراج استنتج وجود أكثر من عامل يؤثر على العوائد المتوقعة للأسهم، وقام باستخراجها كمتغيرات وهمية (Dummy variables) باستخدام التحليل العاملي، ومن ثم حاول لاحقاً اكتشاف طبيعة هذه العوامل، واعتبر أنَّها المتغيرات الاقتصاديّة الكليّة مثل: التضخم، الناتج القومي الإجمالي، أسعار الفائدة، أسعار النفط، معدل الضريبة وغيرها من العوامل الاقتصادية[2].

[1] Uwubanmwen A, and Obayagbona J, Tests of the Arbitrage pricing using Macroeconomic variables in the Nigerian stock market, *Ethiopian Journal of Economics*, 2012, Volume 21, No 1, PP 1-18.

[2] Dolinar D, Orsag S, and Suman P., Test of the Chen-Roll-Ross Macroeconomic Factor Model: Evidence from Croatian Stock Market, 2015, *UTMS Journal of Economics* 6 (2): 185–196.

1-2-1 مفهوم نظرية تسعير المراجحة:

بخلاف نموذج (CAPM) الذي افترض أنَّ معدل عائد السوق هو العامل الوحيد لتفسير العائد المطلوب على الورقة المالية، افترض نموذج (APT) الذي طرحه (*ROSS*, 1976) والذي يُعد امتداداً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، أنَّ معدل عائد أي ورقة مالية هو دالة خطية لتحرك مجموعة من العوامل والمتغيرات المؤثرة بذلك العائد[1]، وعليه فإنَّ عائد التوازن المتوقع والمطلوب لورقة مالية يتعرض عائدها لتأثير عدد من العوامل يجب أنَّ يعكس علاوة المخاطرة (R_p) لكل عامل من هذه العوامل.

تنطلق نظرية تسعير المراجحة (APT) من نموذج المؤشر والذي يفترض أن تقلبات عائد سهم معين ترتبط بالمخاطر الخاصة بالشركة وبتغيرات عائد محفظة السوق، ويمكن تفسير التقلبات في عائد محفظة السوق بسبب التغيرات في عدد من العوامل التي تؤثر على السوق ككل، وتتماشى (APT) مع التقسيم الأساسي للمخاطر والتي تنقسم إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة في نظرية المحفظة، ولكن كما هو معلوم فإنَّ أثر المخاطر الخاصة بسهم شركة معينة يمكن إهماله في المحافظ المتنوعة[2]، ولكن (APT) تحاول التوجه مباشرة إلى هذه العوامل بدلاً من الاعتماد على عائد محفظة السوق أو عائد مؤشر السوق كوكيل عن عائد محفظة السوق كما هو الحال في (CAPM)، حيث تعتبر (APT) أنَّه من المفيد التوجه إلى المصدر الرئيسيِّ للخطر وليس مجرد مصدر وسيط، بالإضافة إلى أن مصدر الخطر ينتج عن عدة عوامل وليس عامل وحيد (تقلبات عائد محفظة السوق)، كما أنَّ المخاطر المرتبطة بالسوق والتي يقوم عليها (CAPM) بمفردها لا تؤثر بنفس الدرجة على مختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق، وبالتالي يكون من غير المناسب تلخيصها في متغير وحيد.

1-1-2-1 مفهوم المراجحة (The concept of Arbitrage):

يقصد بالمراجحة اكتشاف الأوراق المالية التي تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية، وتلك التي تكون قيمتها السوقية أعلى من قيمتها الحقيقية، والعمل على شراء الأوراق المالية التي

[1] Van Horn, Op.Cit, 2004, P93.
[2] Dolinar D, Orsag S, and Suman P., Op.Cit, 2015, PP185–196.

تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية، وبيع الأوراق المالية التي تكون قيمتها السوقية أعلى من قيمتها الحقيقية بنفس الوقت، لتحقيق أرباح مضمونة وخالية من المخاطر.

وتُعرَّف المراجحة بأنَّها "شراء وبيع الأوراق المالية في وقت واحد بسعرين مختلفين في سوقين مختلفين، مما يؤدي لتحقيق أرباح ناتجة عن فروقات الأسعار بين السوقين دون مخاطر"[1].

وفي الأسواق الكفؤة لا توجد فرص للمراجحة، ونادراً ما توجد أسواق ذات كفاءة عالية، لكن فرص المراجحة غالباً ما تكون مستبعدة بسبب تكاليف المعاملات[2]. كما تُعرَّف بأنَّها "نشاط تجاري لا تحتاج إلى رأس مال ولا توجد مخاطر، وتثمر عن ربح أكيد، وهي عبارة عن بيع وشراء ورقتين ماليتين متشابهتين من الناحية الاقتصادية (مختلفتين من الناحية القانونية) عندما تكون أسعارهما مختلفة"[3].

تعتمد (APT) على منطق المراجحة حيث توصل *S.ROSS* مؤسس نظرية تسعير المراجحة إلى نظريته باستخدام (محفظة مراجحة – Arbitrage Portfolio)، وليس محفظة السوق، وتعني محفظة المراجحة تلك المحفظة التي ليس لها رأس مال وتعتمد على البيع على المكشوف (Short Sale) ولا توجد فيها مخاطر، وتوصل *S.ROSS* إلى أن العلاقة الرياضية الأساسية لنموذج المؤشر الواحد (Single Index Model) يمكن التوصل إليها بدون اعتماد محفظة السوق، ولكن بالاعتماد على محفظة المراجحة، وبالتالي لا دور أساسي لمحفظة السوق، ولكن النظرية تفترض عدم تحقق أرباح غير عادية ناتجة عن عمليات المراجحة وبالتالي فإنَّ النموذج الأساسي لـــ (APT) لا يتضمن أرباح غير عادية.

[1] فرحات، فادي، وإبراهيم، ميشال، معجم المال والأعمال (إنكليزي – عربي)، دار الكتب العلمية، الطبعة الأولى، لبنان، بيروت، 2007، ص 31.

[2] Ibrahim Alshomaly I & Masa'deh R., Op.Cit, 2018, PP330-337.

[3] الراوي، خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، عمان، 2009، ص156.

2-2-1 افتراضات نظرية تسعير المراجحة Assumptions of arbitrage pricing theory:

تستند هذه النظرية (APT) إلى العديد من الافتراضات المتشابهة مع نظرية المحفظة ونموذج (CAMP)، فقد اقتصرت النظرية على الافتراضات التالية[1]:

1- أسواق رأس المال تنافسية تماماً، لذلك لا يمكن للمستثمرين أنَّ يؤثروا على أسعار الأسهم، كما في نموذج CAPM.

2- يفضل المستثمرون دائمًا العائد الأعلى على العائد الأقل في ظل ظروف التأكد.

3- يمكن التعبير عن العملية العشوائية التي تولد عوائد الأصول كدالة خطية للأصول ذات N من العوامل أو المؤشرات، على عكس CAPM التي تعتمد خطياً على عامل واحد.

4- السوق المالي الكفؤ، سوف يضمن عدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من خلال عمليات المراجحة.

5- يوجد عدد كافي من الأوراق المالية في المحفظة لتكوين محافظ وتحييد المخاطر الخاصة بكل ورقة، والتي تختلف عن مصادر خطر الأوراق المالية الأخرى.

6- لا توجد تكاليف بخصوص الضرائب والمعاملات، ولا توجد قيود للبيع على المكشوف.

فنظرية الاربتراج تقوم على عدم وجود فرص للمراجحة، كما أنَّ (APT) استبعدت أحد أهم المفاهيم التي كانت موجودة في (CAPM) وهو افتراض أن محفظة السوق تتضمن جميع الأوراق المالية الخطرة، وهي كفؤة، حيث أنَّ (APT) لا ترى دوراً خاصاً لمحفظة السوق.

3-2-1 افتراضات نظرية تسعير المراجحة التوازن وقانون السعر الواحد Equilibrium and the Law of One Price:

تعتبر (APT) نظرية توازن (Equilibrium)، شأنها في ذلك شأن (CAPM)، فهي تعتمد على المنافسة الكاملة في أسواق رأس المال، كما تعتمد على النموذج الاقتصادي لـــ

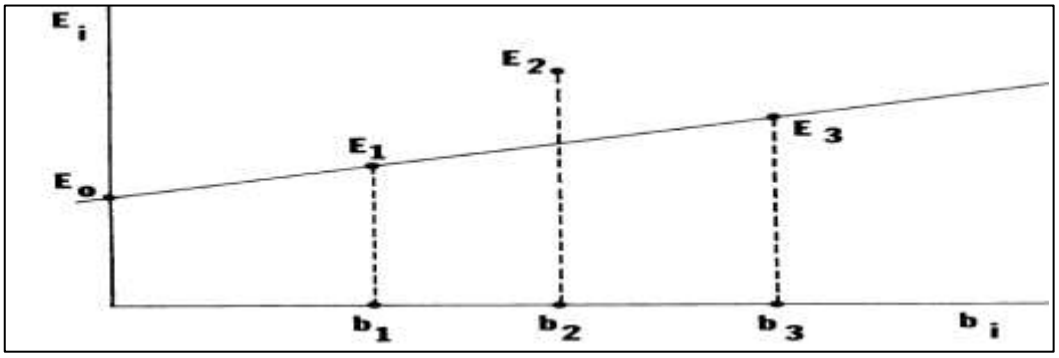
[1] Ibrahim Alshomaly I & Masa'deh R., Op.Cit, 2018, PP330-337.

(Arrow Debreu Tableau) بخصوص التوازن التنافسي العام، والذي يعرض عوائد الأصول عند حالات طبيعة مختلفة[1].

وحالة الطبيعة المستخدمة في (APT) هي انعدام فرص تحقيق أرباح من خلال المراجحة عند التوازن في أسواق رأس المال على اعتبار أن السلع المتماثلة يجب أن يكون لها نفس السعر وهذا قانون السعر الواحد.

ففي حالة المحافظ المنوعة تنتفي الآثار أو المخاطر الخاصة بورقة واحدة ضمن المحفظة، وتصبح جميع محافظ المراجحة (المتساوية في القيمة) معرضة لنفس العوامل وبالتالي يجب أنَّ يكون لها نفس السعر، فعند التوازن لا توجد محافظ مراجحة جديدة يمكن للمستثمر التحول إليها بدون تحمل مخاطر أكبر، وبالتالي لا يمكن توقع عائد إضافي خالي من المخاطر.

الشكل (1-1) إمكانية تحقيق أرباح مراجحة خالية من المخاطر في حالة عدم التوازن، وباستخدام أوراق مالية مفردة في محفظة وحيدة.



Source[2]**:** Roll, R. Ross, S.

حيث المحور العمودي يمثل العائد المتوقع (E_i)، في حين يمثل المحور الأفقي المخاطر المتوقعة (bi).

يتبين من الشكل أعلاه وجود ثلاثة أوراق مالية، وذلك على فرض أن هذه الأوراق مضمنّة في محفظة بحصص معينة، وعند تحليل علاقة العائد بالمخاطر للأوراق الثلاثة، تبين أنَّ العائد للورقتين الأولى والثالثة، يمكن التعبير عنه بقيمة تقع في منتصف المسافة على الخط المستقيم

[1]Uwubanmwen A, and Obayagbona J, Op.Cit, 2012, PP 1-18.

[2] Roll, R. Ross, S. "An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory", *The Journal of Finance*, vol. 35, No. 5, (1980), PP 1073-1103.

الواصل بين عائديهما المتوقعين (E1, E3)، وعند مقارنة العائد المتوقع لمحفظة تتكون من الورقتين (1، 3) فقط، مع العائد المتوقع للورقة الثانية وهو (E2) نجد أنَّ لهما نفس درجة المخاطر (β) على المحور الأفقي، ولكن الورقة المفردة (2) تتفوق في العائد المتوقع على المحور العمودي، وبالتالي فإنَّ المستثمر (مالك المحفظة الكلية) سوف يبيع حصته من الورقتين الأولى والثالثة ويشتري بالمبلغ المتحصل ما يستطيع من الورقة الثانية، ليحقق ربحاً صافياً خالياً من المخاطرِ أي دون زيادة مستوى الخطر.

2-2-1 نموذج نظرية تسعير المراجحة:

تم اقتراح نموذج النظرية بناءً على مناقشة تحليلية تعتمد على محفظة مراجحة، ولكن المنطلق الأساسي للنموذج يتشابه مع منطلقات نظرية المحفظة ونموذج (CAPM) من حيث تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة (سوقية) تؤثر على جميع الأوراق المالية في السوق المالي ولا يمكن تجنبها بالتنويع، ومخاطر غير منتظمة (خاصة بالشركة المصدرة وظروفها)[1]، يمكن تجنبها من خلال التنويع، وانطلق *S.ROSS* مؤسس نظرية (APT) من تحليل مكونات أو مركبات العائد الأساسية وصولاً إلى النموذج العام لـــ (APT)[2].

1-2-2-1 نموذج نظرية تسعير المراجحة مكونات العائد لورقة مفردة Components of Security Return:

يتكون العائد على ورقة مالية (سهم) من جزأين رئيسيين هما العائد المتوقع والعائد غير المتوقع، فإن الصيغة الرياضية الأساسية البسيطة لهذا العائد تأخذ الشكل التالي:

$$R = \bar{R} + e$$

حيث تمثل $\bar{R}$ ذلك الجزء من العائد والذي يتوقعه المستثمرون في السوق، وتعتمد تقديرات العائد المتوقع على المعلومات التي يملكها هؤلاء المستثمرون حول الورقة المالية المدروسة.

[1] Kisman, Z. S. R. M., "Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in Predicting the Return of Stock in Indonesia Stock Exchange 2008-2010." American *Journal of Economics, Finance and Management*, Vol. 1 No. 3, 2013, pp. 184-189.

[2] العارضي، جليل كاظم مدلول، وجعفر، زيد عبد الزهرة، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى – بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد 38، 2016، ص ص241-268.

في حين يمثل e ذلك الجزء من العائد والذي لا يمكن توقعه بحال من الحوال، والذي ينتج عن معلومات حديثة مفاجئة تظهر خلال الشهر، كظهور معلومات عن اكتشاف علمي جديد في الشركة المصدرة للورقة المالية، أو انخفاض مفاجئ في أسعار الفائدة، أو حدوث كارثة طبيعية تؤثر مباشرة على الشركة، أو الإعلان عن بيع أحد المساهمين الأساسيين لحصته الكبيرة في الشركة.

وتعبر e عن الخطر الحقيقي للاستثمار، فإذا ما كان العائد الفعلي للاستثمار مساوياً للعائد المتوقع $(R = \bar{R})$ ففي هذه الحالة لا توجد تغيرات أو تقلبات، أي لا مخاطر، وبما أن مصادر المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة متنوعة، فمخاطر تغيرات معدل التضخم، تختلف عن مخاطر إضراب عمالي مفاجئ في إحدى الشركات، فالخطر الأول عام ويؤثر على جميع الأوراق المالية، بينما الثاني خاص بالشركة المصدرة للورقة، وبالتالي فإنه من الممكن تقسيم العائد غير المتوقع إلى جزأين:

$$R = \bar{R} + m + \varepsilon$$

حيث يمثل الجزء (m) المخاطر العامة، ويعبر الجزء (ε) عن المخاطر الخاصة.

وعلى فرض أن المخاطر المنتظمة يمكن التعبير عنها من خلال حساسية عائد الورقة لعدد من العوامل (k)، أي باستخدام معاملات الحساسية (معاملات بيتا)، تصبح صيغة العائد كما يلي[1]:

$$R = \bar{R} + \beta_1 F_{1+} + \beta_2 F_2 + \ldots\ldots + \beta_K F_K + \varepsilon$$

1-2-2-2 مكونات عائد المحفظة Components of Portfolio Return:

عند تكوين محفظة منوعة، تصبح العلاقة الرياضية على النحو التالي:

$$R_p = \bar{R}_i + \beta_i F + \varepsilon_i$$

إن قيمة كل متغير ستتبدل عند الانتقال من سهم لآخر ضمن المحفظة، وفقاً للاحقة (i). ويعبر (F) عن العامل أو مصدر الخطر، وبالطبع لم يتم تحديد لاحقة له (i)، لأن هذا الخطر

[1] Amtiran et al., Macroeconomic Factors And Stock Returns In APT Framework, *International Journal of Economics and Management*, 11 (S1), 2017, PP 197 – 206.

يصيب جميع الأوراق المالية وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة، ولذلك تم تعيين لاحقة لمعامل بيتا (β).

وإذا كانت قيمة معامل بيتا (β) لهذا العامل تساوي الصفر بالنسبة لورقة مالية مفردة، فإن العائد المتوقع سيكون فقط العائد المتوقع أساساً بالإضافة إلى الخطر الخاص بالورقة على الشكل التالي:

$$R_p = \bar{R}_i + \varepsilon_i$$

إن عائد المحفظة يساوي إلى مجموع العوائد المرجحة بالأوزان النسبية (wi) لجميع الأوراق المالية ضمن المحفظة، وعلى فرض أن معامل بيتا ليس صفرياً لأي عامل من العوامل، يصبح عائد المحفظة (بعد التثقيل بالأوزان النسبية) على النحو التالي:

$$R_p = W_1R_1 + W_2R_2 + \ldots\ldots + W_nR_n +$$
$$(W_1R_1 + W_2R_2 + \ldots\ldots + W_nR_n)\ \mathrm{F} +$$
$$W_1\varepsilon_1 + W_2\varepsilon_2 + \ldots\ldots + W_n\varepsilon_n$$

إن حالة عدم التأكد توجد في السطر الثالث من المعادلة السابقة، والذي ممكن أن تتضاءل هذه الحالة في المحافظ الكبيرة المنّوعة، بينما لن يختفي السطر الأول لأنَّه العائد المتوقع فعلاً، وكذلك لن يزول السطر الثاني، لأنَّ حالة عدم التأكد المرتبطة بالمتغير (F) لن تزول بزيادة عدد الأوراق المالية في المحفظة، فهذا العامل يؤثر على جميع الأوراق المالية.

إن هذا التحليل يتماشى مع ($CAPM$)، ولكن مع اختلاف جوهري، حيث يفترض نموذج ($CAPM$) أن معامل بيتا كمؤشر على مخاطر السوق هو العامل الوحيد الذي يعبر عن المخاطر المنتظمة للأوراق المالية، وذلك بشرط تحقق افتراضات عديدة، بينما تفترض نظرية تسعير المراجحة (APT) مصادر متعددة للخطر، وإن كانت العلاقة خطية في كلا النموذجين[1].

[1] Tursoy, T., Gunsel, N., & Rjoub, H., "Macroeconomic factors, the APT and the Istanbul stock market." *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 22, 2008, pp. 49-57.

1-2-2-3 اشتقاق النموذج الأساسي:

بافتراض وجود مستثمر يمتلك محفظة مراجحة ويفكر في التحول إلى محفظة أخرى، بمعنى أنه يريد تبديل حصص الأوراق المالية الموجودة في المحفظة القديمة، ومن المعلوم أن شراء حصص لورقة مالية جديدة لن يتم إلا من خلال بيع حصص ورقة أخرى مساوية لها في القيمة النقدية (لأنها محفظة مراجحة)، ومن الطبيعي أن يكون العائد الذي سوف يحققه من خلال عملية التبديل سوف يكون صفرياً وذلك بحسب قانون السعر الواحد (لأن الأوراق المالية المتساوية في المخاطر متساوية في القيمة ومتساوية في العائد).

وإذا ما تم فحص محافظ المراجحة الأخرى، وتكّوين محفظة مراجحة جديدة، بحيث تكون أوزان الأوراق المالية المكونة لها متساوية، وعدد الأوراق المالية كبيراً، وطبعاً لن تحمل أي ورقة مخاطر منتظمة (لأن عملية المراجحة لا تتضمن مخاطر)، ونجد من المعادلة أدناه ما يلي:

$$R_p = W_1R_1 + W_2R_2 + \ldots\ldots + W_nR_n +$$

$$(W_1R_1 + W_2R_2 + \ldots\ldots + W_nR_n)\mathrm{F} +$$

$$W_1\varepsilon_1 + W_2\varepsilon_2 + \ldots\ldots + W_n\varepsilon_n$$

1- إن السطر الأخير يمكن إهماله بسبب التنويع.

2- إن الجزء $(\beta_i F)$ سوف يساوي الصفر بسبب عدم وجود مخاطر، حيث أن (F) يبقى موجوداً، ولكن (β_i) أي حساسية عائد كل ورقة مالية لهذا العامل تساوي الصفر.

3- أما بالنسبة للسطر الأول فسوف يساوي الصفر أيضاً لأن العائد المتوقع على محفظة المراجحة في حالة التوازن يساوي الصفر.

لا توجد محفظة في حالة التوازن يمكن استبدالها بمحفظة أخرى وتحقيق عائد إضافي بدون تحمل مخاطر أكبر ودفع ثروة إضافية، وهذان الشرطان غير محققان في محافظ المراجحة[1].

وعند الانتقال إلى الواقع وإذا ما أردنا اختبار النظرية فيجب أن يكون العائد المتوقع تابعاً لمعاملات بيتا المرتبطة بكل عامل من عوامل الخطر من خلال معادلة الانحدار المتعدد للعائد

[1] Tandiontong, M. Mathius & Rusdin., "Komparasi Capital Asset Pricing Model Versus Arbitrage Pricing Theory atas Volatilitas Return Saham". *Jurnal Keuangan & Perbankan*. Vol. 19 No. 2, 2015, pp. 181-199.

المتوقع على معاملات بيتا لعوامل الخطر، ليصبح نموذج الاختبار الأساسي لنظرية تسعير المراجحة على الشكل التالي:

$$R_i = \Psi_0 + \Psi_1\beta_1 + \Psi_2\beta_2 + ... + \Psi_n\beta_n$$

حيث تعبر $(\Psi_1, \Psi_2, ..., \Psi_n)$ عن علاوة المخاطر (Risk Premium) المرتبطة بكل عامل من العوامل، بينما تعبر (Ψ_0) عن العائد المتوقع للمحافظ التي ليس لها أي حساسية تجاه العوامل المختلفة (Zero Beta)، وعند اختبار النظرية يجب أن يوجد أكثر من علاوة مخاطرة دالة إحصائياً $(\Psi_1, \Psi_2, ..., \Psi_n)$، ويجب أنَّ تكون (Ψ_0) مساوية للصفر بحسب افتراضات النظرية في حالة التوازن.

وتعتبر هذه المعادلة الاستنتاج الرئيسي لنظرية تسعير المراجحة، وبالتالي تعتبر حجر الأساس في اختبار النظرية، وتم اشتقاق هذه المعادلة[1] من خلال استنتاج رياضي جبري معقد يعتمد على الفضاء الشعاعي، حيث أنه من منطلق تعامد أشعة العائد المتوقع مع أشعة معاملات بيتا، يجب أن تتعامد كذلك أشعة أمثال معاملات بيتا (Ψ_0) مع أشعة العائد المتوقع أيضاً. ولكن الاختبار بواسطة استخدام هذه المعادلة يتم بعد استخراج معاملات الحساسية من خلال عدة معادلات انحدار خطي متعدد لكل محفظة على العوامل أو مصادر الخطر المتعددة (F) باستخدام المعادلة التالية[2]:

$$(R_i - R_f) = \alpha_i + \beta_{1i}F_1 + \beta_{2i}F_2 + ... + \beta_{ni}F_n + \varepsilon_i$$

وذلك على اعتبار أن:

$(R_i - R_f)$: تمثل العائد لإضافي المتوقع على الورقة المالية.

(F_n): تعبر عن عوامل الخطر المتعددة التي تؤثر على عائد الورقة المالية.

(β_i): تمثل حساسية عائد الورقة لعامل معين من عوامل الخطر (F_i).

[1] Elton, Edwin J. Gruber, Martin J. Brown, Stephen J. and Goetzmann, William. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 6th edition, John Wiley & Sons, New York, 2002. P 367.
[2] Hirschey, Mark. Nofsinger, John. Investments: Analysis and Behavior, 2th Edition. McGraw-Hill/Irwin, New York, USA, 2010, P142.

(ε_i): تشير إلى العائد غير المتوقع والخاص بالورقة ذاتها والذي يملك قيمة متوقعة صفرية بالإضافة إلى إمكانية تجنبه من خلال التنويع. وعليه فإن (ε_i) سوف يتضاءل حتى يتلاشى كلما زاد عدد الأوراق المالية ضمن المحفظة.

والمعادلة الأخيرة هي التي تعطي العائد المتوقع لمحفظة مالية، ويمكن تطبيقها فيما إذا ما نجحت النظرية في اختبار المعادلة السابقة، وكان لعلاوات المخاطر ($\Psi_1, \Psi_2, \ldots, \Psi_n$)، دلالة إحصائية في التأثير على عوائد الأسهم.

المبحث الثالث

العوامل المسعرة ومناهج اختبار نظرية تسعير المراجحة

1-3-1 مفهوم العوامل المسعرة:

تفترض نظرية تسعير المراجحة (APT) مصادر متنوعة للخطر، بمعنى وجود عدة عوامل تؤثر على عوائد الأوراق المالية، وهذه الفرضية تم اثباتها عند أول اختبار للنظرية باستخدام التحليل العاملي، ولكن تم انتقاد موضوع عدم تحديد ماهية مصادر الخطر أو بعبارة أخرى طبيعة هذه العوامل المسعرة، ولكن تم التأكيد على أن هذه العوامل هي متغيرات أو مؤشرات الاقتصاد الكلي في الاختبار الثاني للنظرية[1]، وإن مصادر الخطر تؤثر على جميع الأصول المتداولة في سوق مالي ما، ولكن بدرجات مختلفة لكل أصل مالي أو محفظة مالية، فتأثير المتغيرات الاقتصادية فيتباين في التأثير في العوائد، وعلى سبيل المثال قد يكون تأثير عجز الموازنة أقل من تأثير الناتج المحلي الإجمالي على عوائد جميع الأوراق المالية، هذا من جهة، ومن جهة اخرى فإن تأثير متغير اقتصادي معين يختلف بين الأوراق المالية.

فالمتغير الاقتصادي الكلي يعُرف بالعامل، وإذا ما تم إضافة لهذا المفهوم درجة تأثير هذا المتغير أو مدى حساسية العوائد لهذا المتغير، يمكن تسميته حينئذٍ بالعامل المُسعَّر.

ويُعرَّف العامل المُسعَّر بأنه "حدث اقتصادي غير مؤكد ويؤثر على العائد المتوقع الذي يطلبه المستثمرون"[2]، وهذا التعريف يضع شرطاً ليكون العامل مسعراً وهو عدم التأكد حول قيمة المتغير المستقبلية للحدث الاقتصادي، بالإضافة إلى وجوب أن يكون الحدث مؤثراً على عوائد الأوراق المالية، فليست كل الحداث والمتغيرات الاقتصادية مؤثرة على عوائد جميع الأوراق المالية.

وبفرض وجود عامل (F) يؤثر على عوائد الأوراق المالية، وليكن معدل التضخم، وبافتراض إضافي هو وجود علاقة بين معدل التضخم وعائد ورقة أو محفظة مالية ما، فإن معامل بيتا (β) أو حساسية عائد الورقة المالية لتغيرات معدل التضخم تكون له قيمة موجبة إذا كانت العلاقة

[1] Amtiran et al, Op.Cit, 2017, PP 197 – 206.

[2] الراوي، خالد وهيب، مرجع سبق ذكره، ص167.

إيجابية، وتكون له قيمة سالبة إذا كانت العلاقة عكسية، وقد تكون له قيمة صفرية أو قريبة من الصفر في حال كانت هذه العلاقة ضعيفة جداً.

2-3-1 مناهج اختبار نظرية تسعير المراجحة:

اختُبرت نظرية تسعير المراجحة (APT) تاريخياً باستخدام منهجين أساسيين وهما منهج التحليل العاملي، ومنهج تحليل الانحدار للمتغيرات الاقتصادية الكلية[1]، وتم توجيه العديد من الانتقادات لمنهج التحليل العاملي، من حيث أن العوامل المسعرة في ضوء هذا المنهج تعتبر اصطناعية ووهمية وذات طبيعة إحصائية مجردة[2]، ولكن أهمية هذا التحليل تنطلق من أنَّه أسلوب واضح لإثبات أنَّ العوامل المسعرة متعددة وليست مجرد عامل وحيد كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول (CAPM) وتم استخدام المنهج الأول (التحليل العاملي) في العديد من الدراسات رغم الانتقادات التي وجهت له، وفي حين أن بعض الدراسات استخدمت المنهجين معاً.

ويعتبر المنهج الثاني (العوامل الاقتصادية الكلية) أكثر واقعية من المنهج الأول، لأنَّ العوامل المسعَّرة المقترحة لها أساس نظري من حيث تأثيرها على عوائد الأسهم[3]، فالمتغيرات الاقتصادية لها دور كبير. ومن المعروف والمثبت تاريخياً أن الأسواق المالية التي تعمل في اقتصاد معين تتأثر بظروف هذا الاقتصاد، وركز المنهج الثاني على المتغيرات الاقتصادية الكلية بعيداً عن المتغيرات الجزئية، انطلاقاً من أثر المتغيرات الجزئية يكمن تحييده من خلال التنويع ضمن المحفظة المالية التي تحوي عدداً كبيراً من الأوراق المالية.

1-2-3-1 منهج التحليل العاملي Factor Analysis Approach:

الهدف الأساسي من التحليل العاملي هو استخراج العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم بالاعتماد على طبيعة التباين فيما بين هذه العوائد ذاتها، أي بعبارة أخرى استخرج العوامل الصنعية المؤثرة على عوائد الأسهم من خلال خصائص هذه العوائد فقط، ودون الاعتماد على أي عوامل ذات أساس نظري ومحدد مسبقاً[4].

ويعتمد هذا المنهج الأسلوب الإحصائي المعروف بالتحليل العاملي، وتحديداً التحليل العاملي الاستكشافي، وهناك طريقتين لاستخدام ها المنهج، الطريقة الأولى طريقة تحليل المكونات

---

[1] أسعار الفائدة، التضخم، عرض النقد، الناتج المحلي الإجمالي، البطالة، الناتج القومي الإجمالي، معدل نمو الـ GDP، مؤشر الإنتاج الصناعي، أسعار الصرف وغيرها من المتغيرات الاقتصادية الكلية.

[2] الشهاب، أيمن، مرجع سبق ذكره، ص137.

[3] حيدر، فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص ص150-176.

[4] Tandiontong, M. Mathius & Rusdin., Op.Cit, 2015, pp. 181-199.

الأساسية (Principal Component Analysis)، وطريقة الترجيح الأعظم (Maximum Likelihood)، حيث توصل الباحثان[1] (Shukla and Trzcinka, 1990) أن طريقة تحليل المكونات الأساسية تعتبر أفضل من طريقة الترجيح الأعظم عند اختبار (APT).

ويتحول هذا المنهج إلى تحليل الانحدار المتعدد على مرحلتين كما في منهج الثاني (العوامل الاقتصادية الكلية) بعد أن يتم تحديد العوامل ودرجاتها العاملية في البداية وفق المنهج الأول.

خطوات اختبار (APT) باستخدام المنهج الأول التحليل العاملي[2]:

1- بالنسبة لكل محفظة مالية، يتم استخراج العوامل (Factors) بطريقة تحليل المكونات الأساسية، وذلك باستخدام العوائد التاريخية الشهرية الإضافية للأوراق المالية المتضمنة في المحفظة، وبالتالي يتم تحديد عدد العوامل والدرجة العاملية لكل عامل.

2- يتم استخدام الدرجات العاملية (Facor Scorest) المستخرجة من الخطوة السابقة كمتغيرات مستقلة، ويتم إجراء تحليل الانحدار الخطي المتعدد الأول (First Pass Regression) لهذه المتغيرات على عوائد المحفظة الإضافية (المتغير التابع)، بهدف الحصول على حساسية عوائد المحفظة لكل عامل من العوامل، وذلك من أجل استخراج المعادلة التالية:

$$(R_p - R_f) = \alpha_i + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \ldots\ldots + \beta_n F_n$$

3- يتم إجراء الخطوتين السابقتين لجميع المحافظ المدروسة.

4- يتم استخدام معاملات بيتا المستخرجة من الخطوة، وذلك بحسب العوامل المقترحة ولكل محفظة كمتغيرات مستقلة، ويتم إجراء تحليل الانحدار الخطي المتعدد للمرة الثانية لهذه المعاملات على متوسط العائد الإضافي الشهري للمحافظ المدروسة كمتغير تابع، للحصول على علاوة المخاطرة لكل عامل، وفق المعادلة التالية:

$$(\overline{Rp - Rf}) = \lambda_0 + \lambda_1\beta_1 + \lambda_2\beta_2 + \ldots\ldots + \lambda_n\beta_n$$

5- يجري اختبار الفرضيات الأساسية للنموذج من حيث ثابت المعادلة صفري ($\lambda_{0\,=\,0}$)، ومن حيث وجود أكثر من علاوة خطر دالة، في نموذج الانحدار المتعدد الأخير وبمعنوية إحصائية مقبولة، أي وجود أكثر من (λ_i) دالة في النموذج النهائي، شرط أن تكون معاملات بيتا لعلاوات الخطر دالة في نموذج الانحدار الأول.

---

[1] Shukla, Ravi. Trzcinka, Charles. "Sequential Tests of the Arbitrage Pricing Theory: A Comparison of Principal Components and Maximum Likelihood Factors". *The Journal of Finance* Vol. 45, No. 5 (December 1990), P 1541.

[2] Roll, R. Ross, S., OP-Cit, PP 1086-1087.

1-2-3-2 منهج المؤشرات الاقتصادية الكلية Macroeconomic Indicators: Approach

لا يختلف هذا المنهج (المؤشرات الاقتصادية الكلية) عن منهج التحليل العاملي سوى أنَّ العوامل محددة مسبقاً (مؤشرات اقتصادية كلية) ولا داعي لاستخدام التحليل العاملي لاستخراجها، ولكن عدد العوامل المحددة مسبقاً يخضع لشروط تم تحديدها من قبل (بيري وأخرون) في دراسة لعام 1988 من أجل أن تكون العوامل الاقتصادية نظامية وتصلح كمصادر للخطر فيما يخص العوائد المتوقعة للأوراق المالية، وتم شرح هذه الشروط على النحو التالي[1]:

1- في بداية كل فترة، يجب أن تكون العوامل الاقتصادية الكلية المختارة غير قابلة للتنبؤ، أي لا يمكن توقع قيمها المستقبلية بدقة.
2- يجب أنَّ يكون لهذه العوامل تأثير واضح على العوائد المتوقعة من وجهة نظر الاقتصاد الكلي.
3- حتى يعتبر العامل مؤثراً، يجب أنَّ يكون داخلاً في النموذج النهائي للنظرية.

وبالتالي تصبح الخطوات اللازمة للاختبار بحسب منهج المؤشرات الاقتصادية الكلية والمشابهة للخطوات السابقة في منهج التحليل العاملي كما يلي[2]:

1- يتم تحديد عدد المتغيرات الاقتصادية الكلية الداخلة في الاختبار بحسب الشروط السابقة، مع التأكد من معالجة مشكلة الارتباط الذاتي بين هذه المتغيرات.
2- يتم استخدام القيم الشهرية (كمعدلات) للمتغيرات المستخرجة من الخطوة السابقة كمتغيرات مستقلة، ويتم إجراء تحليل الانحدار الخطي المتعدد لهذه المتغيرات على متوسط عوائد المحفظة الإضافية الشهرية (المتغير التابع)، من أجل الحصول على حساسية عوائد المحفظة لكل عامل (معامل بيتا لكل عامل)، للحصول على المعادلة التالية:

$$(R_p - R_f) = \alpha_i + \beta_{Gnp}F_{Gnp} + \beta_{Inf}F_{Inf} + \ldots\ldots + \beta_nF_n$$

[1] Devinaga, Rasiah. PeongKwee, Kim. "The effectiveness of Arbitrage Pricing Model in Modern Portfolio Theory", *International journal of economics and research*, Vol. 2, No. 3, 2011, P 126.
[2] Chen, N. Roll, R. and Ross, S. Op-Cit, P 394.

فعلى سبيل المثال تعبر (F_{Gnp}, F_{lnf}) عن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم، في حين تمثل (β_{Gnp}, β_{lnf}) حساسية عوائد المحفظة لمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم.

3- يتم إجراء الخطوتين السابقتين لجميع المحافظ المدروسة، لاستخراج معاملات بيتا الخاصة بكل محفظة مدروسة.

4- يتم استخدام معاملات بيتا المستخرجة من الخطوة الأولى، ولكل محفظة كمتغيرات مستقلة، ويتم إجراء تحليل الانحدار المتعدد لهذه المعاملات على العائد الإضافي الشهري للمحافظ المدروسة كمتغير تابع، وبالتالي يتم التوصل للنموذج الأساسي لاختبار النظرية والمطابق للمعادلة التالية:

$$(\overline{Rp - Rf}) = \lambda_0 + \lambda_{Gnp}\beta_{Gnp} + \lambda_{lnf}\beta_{lnf} + \ldots\ldots + \lambda_n\beta_n$$

5- يجري اختبار الفرضيات الأساسية للنموذج من حيث أنَّ ثابت المعادلة صفري ($\lambda_{0=0}$)، ومن حيث وجود أكثر من علاوة خطر دالة، في نموذج الانحدار المتعدد الأخير وبمعنوية إحصائية مقبولة، أي وجود أكثر من (λ_i) دالة في النموذج النهائي، شرط أن تكون معاملات بيتا لعلاوات الخطر دالة في نموذج الانحدار الأول.

من المعروف أن متغيرات الاقتصاد الكلي التي اختارها (Chen et al, 1986) تشن وآخرون، كانت أساس (APT). ووفقًا لـــ(Mauri, 2006)[1] تجدر الإشارة إلى السبب وراء تأثير هذه المتغيرات على عوائد الأسهم:

1- التضخم: يؤثر التضخم على مستوى معدل الخصم وحجم التدفقات النقدية المستقبلية.

2- سعر الفائدة: تؤثر الفروق بين سعر الفائدة على السندات ذات الاستحقاق الطويل الأجل والاستحقاق قصير الأجل على قيمة المدفوعات البعيدة في المستقبل بالنسبة للمدفوعات على المدى القريب.

3- علاوة المخاطر: تستخدم الاختلافات بين العائد على السندات الآمنة (AAA) والسندات الأكثر خطورة (BAA) لقياس رد فعل السوق للمخاطر.

[1] Mauri P. Tests Of The Arbitrage Pricing Theory Using Macroeconomic Variables In The Russian Equity Market, 2006, p76.

6-4- الإنتاج الصناعي: تؤثر التغييرات في الإنتاج الصناعي على الفرص التي تواجه المستثمرين والقيم الحقيقية للتدفقات النقدية[1].

إن فكرة العوامل المتعددة المستخدمة في نظرية تسعير المراجحة (APT) تعتبر فكرة مميزة دفعت الكثير من المفكرين والباحثين إلى تطبيقها في الكثير من الدراسات التطبيقية سواء على مستوى الأسواق المتقدمة أو الأسواق الناشئة، وتكمن قوة هذه الفكرة وخصوصاً عند اعتماد المتغيرات الاقتصادية الكليّة، في وجود تأثيّرات مختلفة بين الأسواق والاقتصادات المختلفة، حيث لكل اقتصاد مكوناته وعوامله الخاصة به.

[1] Elton et al. Incentive Fees and Mutual Funds, *Journal of Finance, Vol. 58, No. 2,* 2003, PP779-804.

المبحث الرابع

تطبيقات نظرية تسعير المراجحة وإضافاتها

تستخدم نظرية الاربتراج في العديد من المجالات، وأهمها على الإطلاق تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يستخدم في تقييم الأسهم والمحافظ المالية، كما يستخدم في حساب كلفة التمويل، كما وتستخدم (APT) في تكوين المحافظ المثلى وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية.

وبسبب الانتقادات التي تعرضت لها نظرية الاربتراج، حاول الباحثون تطوير هذه النظرية وإن كانت أغلب محاولاتهم تهتم بفكرة تعدد العوامل أكثر من مفهوم المتغيرات الاقتصادية كمخاطر منتظمة.

1-4-1 تطبيقات نظرية تسعير المراجحة:

تستخدم نظرية تسعير المراجحة (APT) في مجالات متعددة كما باقي نماذج تسعير الأصول، ولكن تتميز هذه النظرية عن باقي النماذج في القدرة التفسيرية المميزة لنموذجها ويمكن استخدامها بشكل أساسي في المجالات التالية:

1-1-4-1 استخراج معدل العائد المطلوب:

يعبر معدل العائد المطلوب (Obtaining the Required Rate of Return) عن العائد الخالي من المخاطر بالإضافة إلى علاوة المخاطر، حيث يطلبون المستثمرون في أسهم شركة ما عائداً معيناً للتعويض عن مخاطر الاستثمار في أسهم هذه الشركة[1] ولتعويض فترة الانتظار للتوزيعات المتوقعة.

ويستخرج معدل العائد المطلوب مباشرة من النموذج الأساسي لـــ (APT) بعد إضافة العائد الخالي من المخاطر للعائد الإضافي المحسوب في (APT) وفق المعادلة التالية:

$$(R_i - R_f) = \alpha_i + \beta_{1i}F_1 + \beta_{2i}F_2 + \ldots\ldots + \beta_{ni}F_n + \varepsilon_i$$

يعبر $(R_i - R_f)$ عن العائد الإضافي عن العائد الخالي من المخاطر، وعند إضافة العائد الخالي من المخاطرة مرة أخرى لهذا الحد $(R_i - R_f)$ نحصل على معدل العائد المطلوب.

[1] Richard, P., Bill, N. and Philip, L., Corporate Finance and Investment, 7th edition, Pearson Education Limited, England, 2012, P 244.

وبعد استخراج معدل العائد المطلوب يمكن حسب القيمة العادلة أو الحقيقية لورقة مالية بغرض الاستثمار فيها، أو إضافتها إلى محفظة أوراق مالية إذا كان سعرها الحقيقي أصغر من قيمتها السوقية، وكذلك الأمر بالنسبة للمحافظ الاستثمارية، فيمكن تقييم أدائها بعد استخراج معدل العائد المطلوب[1].

كذلك يستخدم معدل العائد المطلوب في حساب تكلفة التمويل وخاصة تكلفة التمويل بالأسهم العادية والذي يُعرَّف بأنَّه "أقل معدل عائد يجب أن تقدمه الشركة للمالكين أو حملة الأسهم لتعويضهم عن مخاطر الاحتفاظ بسهم الشركة"[2]، وكما هو معلوم تتفاوت تكلفة التمويل تبعاً لهيكل رأس المال، من حيث الأموال المملوكة، والأموال المقترضة بنوعيها طويلة وقصيرة الأجل، أي أنَّ كلفة التمويل تتباين حسب سياسة التمويل المتبعة من قبل الإدارة.

وبالنسبة لكلفة التمويل بالملكية (Cost of Equity) نجد أنه يمكن احتسابها عملياً باستخدام (CAPM) و(APT)، ويمكن احتسابها من خلال (APT) باستخدام نفس المعادلة الخاصة بمعدل العائد المطلوب.

$$(R_i - R_f) = \alpha_i + \beta_{1i}F_1 + \beta_{2i}F_2 + \ldots\ldots + \beta_{ni}F_n + \varepsilon_i$$

2-1-4-1 تكوين المحفظة المثلى Construction of Optimal Portfolio:

تعتبر الموازنة بين العائد والمخاطر بمثابة المبدأ الأساسي في التمويل، ووفقاً لـــ (APT) تتم الموازنة بين العائد والمخاطر وفق منهج التحليل العاملي ومنهج المؤشرات الاقتصادية الكلية، والمنهج التحليل العاملي يعتبر جيد لتحديد عدد العوامل، ولكن هذه العوامل وحساسيتها لا يمكن تفسيرها نظرياً، فهو يستخدم خصائص عوائد الأسهم لتفسير عوائد الأسهم.

أما بخصوص منهج المؤشرات الاقتصادية فهو يستخدم عوامل اقتصادية متفق على تأثيرها وخطرها على عوائد الأسهم، من أجل تفسير عوائد الأسهم.

---

[1] إسماعيل، إبراهيم يعقوب، وصالح، هلال يوسف، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية "دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا–كلية الدراسات التجارية، المجلد 17، العدد 2، 2016، ص ص1-24.

[2] Abdel Razaq Al-Farah , Mohammad Odeh Almeri & Mohammed Musa Shanikat, "The Accounting Variables' Ability in Explaining the Volatility of Stock's Price: The Case of Amman Stock Exchange" , European Journal of Business and Management Vol.6, No.5, 2014, pp 216-223 .

تمكّن نظرية الاربتراج التي تعتمد على العوامل الاقتصادية مدراء المحافظ الاستثمارية من التعرف بدقة على مصادر الخطر التي تسهم في تكوين العائد المتوقع للمحفظة، فهي تجمع بين الأساس النظري والدلالة الإحصائية، وبالتالي يمكن للمدير الناجح أنَّ يأخذ بعين الاعتبار مصادر الخطر ودرجات حساسيتها من أجل تكوين المحافظ المثلى وتغيير مكونات المحفظة بحسب تغيرات العوامل والمؤشرات الاقتصادية، ووفقاً لــ (APT) فإنَّ الفرق بين العائد المتوقع والعائد الفعلي لمحفظة ما يعود إلى سياسة واستراتيجية اختيار الأوراق المالية المتبعة من قبل مدير المحفظة من حيث اختيار الأوراق المالية مع مراعاة العوامل الاقتصادية.

فمعرفة نمط المخاطر يجب أنَّ يعوض في السوق المالي من خلال عائد إضافي، حيث أن معرفة هذا النمط يمكّن مدير المحفظة من التعرَّف على كيفية تغير أداء سهم أو محفظة ما ضمن الظروف الاقتصادية المختلفة وبالتالي يضمن التحكم التام بالمحفظة ومكوناتها. وعليه تفترض الــ (APT) أنَّ مدير المحفظة الجيد هو ذلك المدير الَّذي يلم بطبيعة الاقتصاد والمتغيرات الاقتصادية وتقلباتها، فإذا توقع المدير انتعاشاً اقتصادياً سريعاً بعكس أغلب التوقعات الموجودة في السوق سيتمكن باستخدام نمط مخاطر نظرية تسعير المراجحة من تحقيق عائد غير عادي[1].

3-1-4-1 تقييم أداء المحفظة المالية Portfolio Performance Evaluation:

يعتبر تقييم اداء المحفظة المالية من أهم التطبيقات العملية لنماذج تسعير الأصول بشكل عام وبالتالي تُستخدم (APT) على نطاق واسع في تقييم أداء المحافظ المالية وصناديق الاستثمار، وكانت أول محاولة من هذا النوع على يد الباحثين (Connor and Korajczyk, 1985)، حيث اعتمد الباحثان[2] على الــ (APT) لتطوير نموذج قياسي لتقييم أداء المحفظة المالية، واستنتج الباحثان أنَّ (APT) تعتبر فعّالة جداً في تقييم أداء المحافظ، حيث تعطي إضافة أكثر مما يقدمه مقياس أداء جنسن ومؤشر أداء ترينور المشتقين من (CAPM)، وقام الباحثان من أجل تحديد عدد العوامل المسعّرة باستخدام تحليل المكونات الأساسية، وصولاً إلى نموذج مشابه لنموذج (APT) على النحو التالي:

$$(R_p - R_f) = \alpha_i + \beta_{1i}F_1 + \beta_{2i}F_2 + \ldots\ldots + \beta_{ni}F_n + \varepsilon_i$$

[1] Burmeister, Edwin. McElroy, Marjorie B. "Joint Estimation of Factor Sensitivities and Risk Premia for the Arbitrage Pricing Theory", *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, (July – 1988), PP 721-733.

[2] Connor, Gregory. Korajczyk, Robert. "Performance Measurement with the Arbitrage Pricing Theory: A New Framework for Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 3, (1986). PP 373-394.

واعتبر الباحثان أن النموذج ذو دلالة إحصائية كبيرة عندما يكون عدد الأوراق المالية كبيراً، وفي حالة التوازن يصبح معامل ألفا (α_i) صفرياً، وإذا كانت قيمته سالبة دل ذلك على قدرة الانتقائية الضعيفة لمدير المحفظة.

ويشير آخرون[1] إلى أن قيمة معامل ألفا (α_i) في حالة التوازن يمكن تفسيرها كما يلي:

1- **القيمة الموجبة:** تدل على قدرات غير عادية لدى مدير المحفظة في التنبؤات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية.

2- **القيمة الصفرية:** تشير إلى أنَّ مدير المحفظة يلتزم بالمعلومات المتاحة في السوق لإعداد التوقعات، ويحقق العائد المعياري المحدد من خلال العوامل فقط.

3- **القيمة السالبة:** تشير إلى كفاءة ضعيفة لمدير المحفظة في الاستفادة من المعلومات المتاحة.

وعليه يجب أولاً تحديد العوامل المسعرة ومن ثم حساب قيم حساسية العائد لهذه العوامل، وصولاً إلى المعادلة الأخيرة ومن ثم تقييم الأسهم واختيار المحافظ المالية وتقييم أداء المحافظ باستخدام نظرية تسعير المراجحة.

1-4-2 الإضافات لنظرية تسعير المراجحة:

نظرية تسعير المراجحة كسائر النظريات، نجحت وفشلت في العديد من المرات في مجالات تطبيقها، لذا تعرضت للعديد من الانتقادات، وحالو الباحثون اقتراح تعديلات تطويرية لتحسين النموذج الأساسي لـــ (APT)، منطلقين من فكرة المصادر المتعددة للخطر، فحافظوا على فكرة العوامل المتعددة، ولكن أغلبهم حاد عن الفكرة الأساسية للنموذج من حيث إخال متغيرات أخرى بخلاف المتغيرات الاقتصادية الكلية، وحاول بعضهم الدمج بين مصادر الخطر المتعددة في الـــ (APT)، ومصدر الخطر الوحيد في الـــ (CAPM)، مع الابتعاد عن متغيرات الاقتصاد الكلي، وانتقدهم *S.ROSS*، ولكن أصروا على أفكارهم مستندين على أنَّ النُّموذج يقيم بقدرته التفسيرية العملية وليس فقط بأساسه الفكري والنظري، ومن أهم الإضافات لنظرية تسعير المراجحة والمشتقة من فكرة العوامل المتعددة:

[1] Kryzanowski, Lawrence. Lalancette, Simon. and Minch, Chau To. "Performance Attribution Using APT with Pre-specified Macro-factors", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 2, (June 1997), PP 207- 208.

1-4-2-1 نموذج هنريكسون وميرتون Henrikson and Merton 1981[1]:

قام الباحثان بتطوير نموذج متعدد المتغيرات، يُستخدم أساساً لقياس أداء مدير المحفظة من خلال التمييز بين الأداء المتعلق بانتقاء واختيار الأوراق الماليّة المضمنّة في المحفظة، والأداء الناجم عن توقيت الشراء، واعتبر الباحثان أنَّ معامل بيتا لمحفظة ما يكون له إحدى القيمتين فقط، قيمة مرتفعة إذا تنبأ مدير المحفظة بارتفاع ذي دلالة معنوية، أو قيمة منخفضة في الحالة المعاكسة، وقد قدما النموذج التالي:

$$E(R)_{Pt} - R_f = \alpha_i + \beta_{i1}(R_m - R_f) + \beta_{i2}\,(R_m - R_f)D + \varepsilon i$$

حيث أنَّ: D: متغير يأخذ القيمة (1) عندما يكون $Rm > Rf$، ويأخذ القيمة صفر في الحالة المعاكسة.

وقد عاد الباحث Henrikson في عام 1984 ليختبر قدرة التنبؤ للنُّموذج المقترح من قبله ومن قبل Merton من خلال دراسة أجراها على (116) صندوق استثمار خلال الفترة ما بين عامي (1968-1980)، وتوصل من خلال دراسته هذه إلى رفض الفرضية القائلة بأنَّ مدراء الاستثمار قادرون على اتباع استراتيجية استثمار تضمن عائداً متزامناً مع عائد السوق.

وقام الباحثان (Ferson and Schadt, 1996)[2] بتطوير نموذج (Henrikson and Merton 1981)، حيث أضاف فيرسون عاملين أخرين غير عائد مؤشر السوق وهما شكل منحنى العائد (Yield Curve) وتوزيعات الأسهم (Dividends) كمصادر إضافية للخطر.

وعليه فإنَّ مفهوم توقيت الشراء (Market Timing)، مرتبط بتقييم اختيار الأوراق المالية.

1-4-2-2 نموذج وي Wei 1988[3]:

اختبر (Connor)[1] نظرية تسعير المراجحة باستخدام التحليل العاملي في العام (1984)، واقترح بأنَّ (CAPM) هو حالة خاصة من (APT)، وأنه ليس من الضروري أنَّ يكون عدد

[1] Roy D. Henriksson and Robert C. Merton, On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills, *Journal of Business*, Vol. 54, No. 4, (Oct., 1981), pp. 513-533.

[2] Ferson, Wayne e. Schadt, Rudi W. "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions", *The Journal of Finance*, vol. 51, No. 2, (June 1996), P 425.

[3] Wei, John K.C. "An Asset Pricing Theory Unifying the CAPM and APT", *The Journal of Finance*, vol. 43, No. 4, (September 1988), PP 881–892.

الأوراق المالية كبيراً في المحفظة إذا كانت منوعة بشكل جيد وبالتالي يمكن أنَّ يكون هناك دور لمحفظة السوق في نظرية تسعير المراجحة (APT).

ومن ثم طور (Wei) هذه الفكرة واختبر نموذجاً يوحد بين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونظرية المراجحة (APT)، من خلال توحيد الفكرتين الأساسيتين لكل نموذج، حيث يعتمد (CAPM) على العوامل الداخلية لمحفظة السوق، بينما نظرية الاربتراج (APT) تعتمد على العوامل الخارجية، بهدف الحصول على نموذج جديد يحوي إيجابيات النموذجين.

واستنتج (Wei) أنَّه يجب فقط إضافة عائد محفظ السوق لمعادلة (APT) من أجل الحصول على العلاقة التوازنية الصحيحة بين العائد والمخاطرة، وبالتالي التسعير الأمثل للأصول الرأسمالية.

ويأخذ نموذج (Wei) الشكل التالي:

$$R_i = E_i + \beta_{1i} F_1 + \ldots + \beta_{ni} F_n + \beta_{im} r_m + \varepsilon_i$$

حيث تعبر (r_m) عن متوسط عائد السوق المعدل ($R_m - E_m$)، أي الفرق بين عائد السوق الفعلي والمتوقع. وأثبت (Wei) باختبار تطبيقي أنَّ إضافة العائد المعدل لمحفظة السوق كمصدر إضافي للخطر مع المتغيرات الاقتصادية الكلية يزيد من القدرة التفسيرية لنظرية تسعير المراجحة.

1-4-2-3 نموذج فاما وفرنش Fama and French 1993:

ركز (Fama and French) اهتمامهما على الأسهم والسندات معاً، ولكن فيما يتعلق بالأسهم اقترح الباحثان ثلاثة مصادر للخطر وهي[2]: تقلبات عائد السوق وحجم الشركة ونسبة القيمة السُّوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم، حيث اعتبر الباحثان أنَّ العاملين (حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم)، يمكن اعتبارهما كمصادر للمخاطر السُّوقية (المنتظمة) على العكس من تحليل نظرية الاربتراج (APT) والتي تعتبر أنهما مخاطر خاصة بالشركة ويمكن تجنبهما من خلال التنويع، وكان النموذج الرياضي المقترح لتحديد العائد المتوقع للأسهم يعتمد

[1] Connor, Gregory. "A Unified Beta Pricing Theory", *Journal of Economic Theory*, Vol. 34 (1984), P 13.

[2] Fama, Eugene F. French, Kenneth R. "Common Risk Factors in the Return on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, vol. 33, No. 1, (1993), P 3.

على تحليل الانحدار المتعدد لعوائد الأسهم الفعلية على العوامل الثلاثة المقترحة على النحو التالي[1]:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2 (SMB_t) + \beta_3 (HML_t) + \varepsilon_i$$

حيث أنَّ:

$(R_{mt} - R_{ft})$: تمثل العائد الإضافي للأصل (i) في الفترة (t).

αi: ثابت معادلة الانحدار.

$(\beta_1, \beta_2, \beta_3)$: معاملات النموذج، وتمثل حساسية العائد الإضافي للأصل لكل عامل من العوامل الثلاثة.

$(R_{mt} - R_{ft})$: مصدر الأول للخطر، وتعبر عن العائد الإضافي على محفظة السوق.

SMB_t: تمثل المصدر الثاني للخطر، وهو الفرق في العائد بين محفظة الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة، ومحفظة الشركات ذات القيمة الكبيرة.

HML_t: تمثل المصدر الثالث للخطر، وهو الفرق في العائد بين محفظة الشركات ذات النسبة المنخفضة للقيمة السُّوقية على القيمة الدفترية، ومحفظة الشركات ذات النسبة المرتفعة للقيمة السوقية على القيمة الدفترية.

انتقد ستيفن روس نموذج (Fama and French) حيث اعتبر أنَّه نموذج إحصائي وتطبيقي بحت[2] ولا يمتلك أساساً نظرياً أو أسساً علمية، وأطلق عليه بالتالي تسمية النموذج التطبيقي (Empirical Model)، أي النموذج الذي يعتمد بشكل أقل على الأسس النظرية حول كيفية عمل الأسواق المالية، حيث يقوم هذا النموذج على البحث عن علاقات من خلال التجارب المستمرة على خصائص العوائد التاريخية للأوراق المالية.

لكن الباحثان (Fama and French) اختبرا نموذجهما في عام (1996) مرة أخرى للتأكيد على أنَّ القدرة التفسيرية له أكبر من تلك المرتبطة بـــ (CAPM) أو (ICAMP) أو (APT).

[1] Fama, Eugene F. French, Kenneth R. "Multifactor explanation of Asset Pricing Anomalies", *The Journal of Finance*, vol. 51, No. 1, (March 1996), P 56.
[2] Ross, Stephen. et al. Op-Cit, 1976, P 334.

1-4-2-4 نموذج إلتون وغروبر وبليك Elton, Gruber and Blake 1996:

يعتبر هذا النُّموذج من فئة النماذج المتعددة المتغيرات والتي تعتمد على خصائص الأوراق المالية تماماً كنموذج (Fama and French) السابق، ولكن بالاعتماد على فكرة (CAPM) من حيث حساسية عوائد الأوراق المالية لمؤشر السوق.

وتقوم فكرة هذا النُّموذج على أنَّه إذا كان مؤشر السوق وجد ليحدد خصائص الاستثمارات في السُّوق، فإنَّه يمكن أنَّ يستخدم كوكيل عن العوامل التي تحدد عوائد الأسهم، وهذه الفكرة موجودة أساساً في نموذج (CAPM)، ولكن الاختلاف هنا يكمن في اعتماد أكثر من مؤشر سوقي لتحديد الخصائص بشكل أدق. وتأخذ الصيغة الرياضية للنموذج الشكل التالي:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{iSP}\, R_{SPt} + \beta_{iSL}\, R_{SLt} + \beta_{iGV}\, R_{GVt} + \beta_{iB}\, R_{Bt} + \varepsilon_i$$

حيث تمثل معاملات بيتا $(\beta_{iSP}, \beta_{iSL}, \beta_{iGV}, \beta_{iB})$ حساسية عائد الورقة المالية للعائد الشهري لكل من المؤشرات الأربعة.

1-4-2-5 نموذج كارهارت Carhart 1997[1]:

يعتبر نموذج Carhart امتداداً لنُّموذج فاما، فهو في الحقيقة نفس النُّموذج ولكن مع إضافة عامل خطر إضافي وهو مدى نزعة الشركات ذات العوائد الموجبة (أو السالبة) تاريخياً لتوليد عوائد موجبة (أو سالبة) في المستقبل، وكان الهدف من النُّموذج التحقق من أثر هذا المتغير الجديد على أداء صناديق الاستثمار، وفعلاً أثبت Carhart أهمية هذا المتغير.

ويسمى هذا المتغير الجديد بعامل الزخم أو (Momentum)، ويمكن حسابه من خلال تحديد متوسط العائد التاريخي لتلك الأسهم التي توصف بذات الأداء الأفضل (Best Performance) من ناحية العائد للسنة السابقة، مطروحاً منه متوسط العائد التاريخي للأسهم التي توصف بذات الأداء الأسوأ (Worst Performance) لنفس السنة.

إنَّ المعادلة الرياضية للنموذج مشابهة لنموذج (Fama and French) ولكن مع إضافة المتغير الجديد كما يلي:

[1] Carhart, Mark M. "On Persistence in Mutual funds and Performance", *The Journal of Finance*, vol. 52, No. 1, (March 1997), PP 57-82.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2 (SMB_t) + \beta_3 (HML_t) + \beta_4 (PR1YR_t) + \varepsilon_i$$

واعتبر Carhart أنَّ إضافة حساسية العائد للعامل أو المتغير الجديد (Momentum)، أو معامل بيتا لهذا العامل موجبة، وإضافة العامل الجديد زادت من القدرة التفسيرية لنموذج فاما.

1-4-3 المقارنة بين APT وCAPM:

إنَّ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونظرية تسعير المراجحة (APT) يستخدمان على نطاق واسع في مجتمع الاستثمار العالمي لحساب العائد المطلوب للأصول المحفوفة بالمخاطر[1].

ويعتبر النموذجان من أهم النماذج المستخدمة في تسعير الأصول الرأسمالية، وهناك الكثير من المفكرين والباحثين من يدعم استخدام نموذج (CAPM)، وهناك من يؤيد استخدام نظرية تسعر المراجحة (APT)، وعلى الرغم من تضارب الآراء حول استخدام النموذجين فمازالا يُستخدمان على نطاق واسع حتى يومنا هذا وهذا ما أكدته العديد من الدراسات[2].

1-4-3-1 أوجه التشابه بين CAPM وAPT:

يمكن تحديد أهم أوجه التشابه بين النموذجين المذكورين أعلاه كما يلي[3]:

1- يصف نموذج CAPM ونموذج APT العلاقة بين العائد المتوقع ومخاطر الاستثمار المحتملة عند التوازن في أسواق رأس المال.

2- إنَّ مخاطر الاستثمارات تعتمد بشكل رئيسي على حساسيتها لمخاطر السوق (المخاطر المنتظمة) بينما المخاطر غير المنتظمة (المخاطر الخاصة بالشركة) يمكن تجنبها عن طريق تنويع محفظة الأصول، وذلك وفقًا لما ورد في حسب القيمة السوقية لـــ Markowitz, 1952.

3- يعتمد النموذجان معادلة رياضية خطية.

[1] Oduro R, Adam A., Testing the Validity of Capital Assert Pricing Model (CAPM) And Arbitrage Pricing Theory(APT) in the Ghana Stock Exchange, *GRP International Journal of Business and Economics*, Vol. 1 No.2, 2012, PP.159- 184.

[2] Amtiran et al., Op-Cit, 2017, PP 197–206.

[3] Oduro R, Adam A., Op-Cit, 2012, PP.159- 184.

1-4-3-2 أوجه الاختلاف بين نموذج APT ونموذج CAPM[1]:

1- لا يضع نموذج (APT) أي افتراضات حول التوزيع الطبيعي لعوائد الأصول، في حين يفترض (CAPM) التوزيع الطبيعي لعوائد أصول المحفظة.

2- لا يوجد دور خاص لمحفظة السوق وفق نموذج (APT)، في حين أنَّ نموذج (CAPM) يتطلب أنَّ تكون محفظة السوق فعّالة.

3- يفترض نموذج الــ (CAPM) أنَّ تكون محفظة السوق كفؤة، في حين أنَّ نموذج تسعير المراجحة يفترض عدم وجود فرص للمراجحة.

4- إنَّ نموذج (APT) يعتمد على مصادر متعددة للمخاطر المنتظمة والمتمثلة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، في حين أنَّ نموذج (CAPM) يعتمد على مصدر وحيد للمخاطر المنتظمة وهو تقلبات عائد محفظة السوق.

5- لا تستخدم نظرية تسعير المراجحة (APT) تحليل المنفعة المستخدم من قبل وليم شارب في اشتاق نموذج الــ (CAPM).

كما تعتبر القدرة التفسيريَّة للنَّماذج المتعددة العوامل المستخدمة وفق نموذج (APT) أعمُّ وأشمل من قدرة نَّماذج العامل الوحيد على تفسير تقلبات ظاهرة معينة، وتعكس النَّماذج المتعددة الواقع بشكل أفضل، وتعتبر هذه النقطة بالذات إحدى أهم نقاط قوة نظرية تسعير المراجحة.

رغم اشترك نموذج (APT) مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية وخاصة الأسهم العادية وفي قرارات الإنفاق الاستثماري إلا أنَّ استخدامه ينطوي على مجموعة من التعقيدات لعل في مقدمتها صعوبة الاتفاق على تحديد العوامل ذات التأثير الأكبر على سعر السهم. على الرغم من ذلك فأنَّ *S.ROSS* قد افترض أنَّ العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم هي عوامل الاقتصاد الكلي (Macro-economic Factors). فقد ترك الباب مفتوحاً لتخمينها من واقع البيانات التاريخية باستخدام

[1] Ibrahim Alshomaly I & Masa'deh R., Op-Cit, 2018, PP330-337.

الأساليب الإحصائية[1]، كما أنَّه يتطلب خطوات إجرائية مطولة، حيث يتطلب استخدامه قياس علاوة المخاطرة لكل عامل من عوامل المخاطرة المفترضة ومن ثم درجة حساسية (بيتا) كل سهم تجاه هذه العوامل كل على انفراد، ولكن باتجاه هذه العوامل وليس باتجاه محفظة السوق كما يفترض نموذج (CAPM).

تمَّ التطرُّق من خلالِ هذا الفصلِ إلى علاقة الاستثمار بأسواق الأوراق المالية، من خلال علاقة الادخار والاستثمار بأسواق المال، وأهميَّة الأسواق الماليَّة ودورها في النَّشاط الاقتصاديِّ والتَّنمية، وتأثير الاستثمار الأجنبيِّ بشقيه–المباشر وغير المباشر– على الأسواق الماليَّة، وكذلك تم التعرَّف على عوائد الأسهم من خلال مفهوم عوائد الأسهم، وكيفية قياس مخاطر الاستثمار بالأسهم من خلال معامل بيتا، ومحددات عوائد الأسهم، ومقاييس عوائد الأسهم، وعلاقة المؤشرات الاقتصادية بأسعار الأسهم..

كما تمَّ التطرُّق من خلال المباحث الثلاثة الأخيرة إلى نظريَّة تسعيَّر المراجحة (APT) التيِّ ظهرت كنموذج بديل لنموذج تسعيَّر الأصول الرأسماليَّة (CAPM)، وذلك نتيجة الانتقادات التيِّ تم توجيه لنموذج (CAPM)، حيث تقوم نظريَّة (APT) على فكرة محفظة المراجحة وليس على محفظة السوق كما في نموذج (CAPM). كذلك كيفيَّة اختبار نظريَّة تسعيَّر المراجحة وفق منهجيَّن، المنهج الأول التحليل العامليَّ، والمنهج الثانيَّ وهو منهج العوامل الاقتصاديَّة كعوامل مسعَّرة.

وكذلك مجالات استخدام نظريَّة الاربتراج، كحساب معدل العائد المطلوب والمستخدم بدوره في تقييم الأسهم وحساب كلفة التمويّل، بالإضافة إلى ذلك استخدام نظريَّة تسعيَّر المراجحة في اختيار الأوراق الماليّة ضمن المحفظة الماليَّة، وكذلك تطبيقها في تقييم أداء المحافظ الاستثماريَّة.

وأخيراً تم التعرَّف على أهم الانتقادات لنظريَّة تسعيَّر المراجحة، وعلى الرغم منَ الانتقادات الموجهة تُعتبر نظريَّة تسعيَّر المراجحة (APT) ونموذج (CAPM) من أهم نَّماذج تسعيَّر الأصول الرأسماليَّة حتى يومنا هذا.

[1] Solnik ,Bruno, international investment 4th ed. Addison Wesly , Longman ,Inc,2000, PP280-281.

الفصل الثَّاني

الاستثمارُ في الاقتصادِ التُّركي

المبحث الأول: التطوُّر التَّاريخي والأهميَّة الاقتصاديَّة لتركيا

المبحث الثَّاني: المؤشِّرات الرئيسيَّة للاقتصاد التُّركي

تمهيد:

أدَّى تفاقم الأزمات الاقتصاديَّة والماليَّة في الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة والاتِّحاد الأوربي واليابان إلى توجُّه بوصلة اهتمام كبرى الشَّركات والمؤسَّسات الماليَّة والدوليَّة إلى الاستثمار في الأسواق الماليَّة الصَّاعدة Ascending Markets Financial، وتحديداً سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة، الذي بات أحدَ أسرعِ الأسواق الماليَّة نموَّاً في المنطقة، مدفوعاً بنشاط اقتصاديٍّ متينٍ، لاقتصادٍ متنوِّعٍ يصنَّف ضمن الاقتصاداتِ الأكثر نموَّاً في العالم[1].

انتقلت تركيا من دولةٍناميةٍ إلى مصافِّ الدُّول المتقدِّمة اقتصادياً، بعد أن احتلَّ الاقتصاد التُّركيُّ المرتبةَ السادسة عشرة على المستوى العالميِّ، وبذلك دخلت تركيا عضويَّة مؤتمراتِ مجموعة دول العشرين المتقدِّمة اقتصادياً، التي تُعقد سنوياً مع عدم إغفالِ بعض المؤشِّرات السَّلبيَّة التي يعاني منها الاقتصاد التركيُّ بعد عام 2002[2].

تتميَّز تركيا بكونها تحتلُّ المركز الأوَّلَ من حيث الإمكانيَّاتُ الاقتصاديَّة في دول منطقة الشَّرق الأوسطِ، ومع افتقار تركيا لمصادر الطَّاقة الطَّبيعيَّة (النفط الخام والغاز الطبيعي)، إلَّا أنَّها تتفوَّق على أقرانِها من دول منطقة الشَّرق الأوسط، من حيثُ النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ (GDP)[3]، حيث بلغ النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ (851)[4] مليار دولار لعام 2017. وقد احتلَّ الاقتصاد التُّركيُّ المرتبة الأولى إقليمياً والمرتبةَ السادسةَ عشرةَ عالمياً. إنَّ النَّجاحات التي حقَّقها الاقتصادُ التركيُّ خلالَ السَّنوات الأخيرةِ جاءت نتيجةً لتضافرِ مجموعةِ عواملَ سياسيَّةٍ واقتصاديَّةٍ مُتداخلة، في مقدَّمتها استقرار الأوضاع السياسيَّة، وتسوية تركيا لغالبيَّة مشاكلِها العالقة مع دول الجوارِ (بلغاريا، واليونان وسوريا قبل اندلاع الحرب على سوُريَّة عام 2011...إلخ)، وتطبيقُ سياساتِ الإصلاح الاقتصاديِّ القائمةِ على اعتماد مبادئِ الحريَّة الاقتصاديَّة، وتشجيع الاستثمارات الأجنبيَّة وتنشيط مختلَفِ القطاعات الاقتصاديَّة في البلاد.

---

[1] آل طعمة، حيدر حسين، أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 73، د.ت، ص363-381.

[2] النداوي، خضير عباس احمد، التحولات السياسة والتطورات الاقتصادية التركية المعاصرة الخلفيات والتجليات والاحتمالات المستقبلية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 88، 2016، ص ص 348-368.

[3] النداوي، خضير عباس احمد، المرجع السابق، ص ص 348-368.

[4] موقع البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية، *http://data.albankaldawli.org/indicator/*

تتوسَّطُ تركيا قاراتِ العالم القديم الثَّلاث آسيا وأوروبا وأفريقيا، وقد منحَها هذا الموقعُ منذ القدمِ قدرةً على التَّفاعل الحيويِّ مع المحيط الإقليميِّ، بحيث تؤثِّر وتتأثَّر بالعناصرِ السياسيَّة والاجتماعيَّة والاقتصاديَّة والثَّقافيَّة القائمة على تخومِها. وتحتلُّ المرتبةَ الـ(17) عالمياً من حيثُ تعداد السكَّان، ويؤهِّلها هذا الكمُّ البشريُّ من لعب دورٍ مهمٍّ في مختلف المجالات[1].

[1] النداوي، خضير عباس احمد، المرجع السابق، ص ص 348-368.

المبحث الأوَّل

التطوُّر التَّاريخيُّ والأهميَّة الاقتصاديَّة للاقتصاد التُّركي

2-1-1 لمحة عن الاقتصاد التُّركي:

تبنَّى الاقتصاد التُّركي أكثرَ من ستِّ خططٍ خمسيَّة للتَّنمية الاقتصاديَّة، خلال الفترة 1963-1994، اتَّبع في الخطَّة الخمسيَّة الأولى 1963-1967، والخطَّة الخمسيَّة الثَّانية منها 1968-1972، سياسةَ انغلاقٍ وتدخُّل حكوميٍّ في المجالات الاقتصاديَّة المختلفةِ: الزِّراعة، والصِّناعة، والتِّجارة الخارجيَّة...إلخ، فوضعت الحواجزَ الجمركيَّة، ومنحَت الحمايةَ للصِّناعة، وقيَّدت حركةَ رؤوسِ الأموالِ، وتمَّ تبنِّي سياسةِ إحلالِ الواردات. وقد حقَّقت تركيا في بدايةِ السَّبعينات نمواً اقتصاديَّاً سريعاً، وبمعدَّل تضخُّمٍ متواضعٍ وفائضٍ في الحسابِ الجاري، إلَّا أنَّ ارتفاعَ أسعار النَّفط بشكلٍ حادٍّ، أدَّى إلى فشلِ الاقتصاد في التكيُّفِ مع أسعار الطَّاقة المرتفعةِ، وفقدَ صانعو السِّياسة الاقتصاديَّة الرؤيةَ على المدى المتوسِّط والطَّويل، بل ركَّزوا على الحلولِ قصيرةِ الأجل. الأمرُ الذي أدَّى إلى تدهورٍ في شروط التَّبادلِ التِّجاري ضدَّ صالح تركيا، ممَّا انعكسَ ذلك بانتقالِ فائضٍ الحساب الجاري إلى عجزٍ بلغ 3.14 مليار دولار عام 1977، بما يعكسُ الزِّيادة الحادَّة في تكاليفِ الواردات النِّفطيَّة مقترنةً بالرُّكود في الصَّادرات وفي تحويلاتِ العمَّال. أصبحت تركيا نتيجةً ذلك دولةً مقترضةً، وبرزت فيها الأزمةُ بوضوحٍ عام 1977، محدِثةً عدمَ توازن في ميزان المدفوعاتِ، الذي بلغ العجزُ فيه (1.8) مليار دولار[1].

جدول (2-1) معدَّل نموِّ النَّاتج ومساهمة القطاعات في الـــ GDP التركي خلال الفترة 1960-2000

السنة	معدل نمو GDP[2]	مساهمة القطاعات في الناتج المحلي الإجمالي		
		الزراعة[3]	الصناعة[4]	الخدمات[5]
1960	-	55.98	17.66	26.49
1961	1.15	52.84	17.61	29.68
1962	5.57	53.87	17.40	28.71
1963	9.06	54.37	17.28	28.22
1964	5.45	51.62	18.29	30.08

[1] الطويل، رواء زكي يونس، الاقتصاد التركي والأبعاد المستقبلية للعلاقة العراقية التركية، الطبعة الأولى، عمان، دار زهران للنشر والتوزيع، 2010، ص62.

[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.AGR.TOTL.ZS
[4] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.IND.TOTL.ZS
[5] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.SRV.TETC.ZS

32.60	19.88	47.51	2.82	1965
31.25	20.21	48.62	11.21	1966
33.06	21.06	45.86	4.73	1967
35.05	22.10	42.83	6.77	1968
35.34	22.68	41.96	4.08	1969
37.29	22.54	40.16	3.23	1970
38.13	23.39	38.47	5.56	1971
40.11	24.48	35.40	7.42	1972
40.53	24.44	35.01	3.26	1973
39.68	23.22	37.08	5.59	1974
40.22	23.27	36.49	7.17	1975
41.69	24.70	33.60	10.46	1976
43.50	24.09	32.4	3.40	1977
43.80	23.53	32.66	1.50	1978
45.16	26.25	28.57	-0.62	1979
49.68	23.81	26.50	-2.44	1980
48.39	27.08	24.51	4.85	1981
49.12	28.19	22.68	3.56	1982
51.44	27.19	21.35	4.97	1983
52.09	26.21	21.69	6.71	1984
52.61	27.12	20.25	4.24	1985
47.96	31.92	20.10	7.01	1986
48.97	32.54	18.47	9.48	1987
48.21	33.93	17.84	2.32	1988
48.89	33.99	17.10	0.29	1989
49.75	32.15	18.09	9.266	1990
51.50	32.69	15.80	0.72	1991
52.05	32.38	15.56	5.03	1992
52.82	31.09	16.07	7.65	1993
50.72	33.24	16.02	-4.66	1994
50.47	33.23	16.28	7.87	1995
51.00	31.59	17.39	7.37	1996
53.18	31.85	14.96	7.57	1997
52.67	33.79	13.52	2.30	1998
57.36	31.15	11.48	-3.38	1999
58.69	30.04	11.25	6.64	2000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البنك الدولي (مؤشرات التنمية العالمية) خلال الفترة (1960-2000)

وفي بداية الثَّمانيات جاءَ البرنامج الاقتصاديُّ الجديدُ، الذي قام بهِ الرَّئيس التُّركيُّ كنعان إيفيرين خلال فترةِ حكمِهِ من عام 1980-1989 بسياسات التَّكييف الهيكليِّ، وهذا البرنامجُ يقوم على نهجٍ متطلِّع إلى الخارجِ ومتَّجهٍ إلى اقتصادِ السُّوق مبتعداً عن الاستراتيجيَّة السَّابقة، ألا وهي تدخُّلُ الدَّولة المتَّجهة إلى الدَّاخل. واشتملَ هذا البرنامجُ على عدَّة سياساتٍ اقتصاديَّةٍ، وتعديلاتٍ هيكليَّةٍ في جميعِ الجوانبِ الاقتصاديَّة، حيثُ أكَّد البرنامج على ليبراليَّةِ التِّجارة الخارجيَّة واتِّباع سياسةِ تشجيعِ الصَّادراتِ وتخفيفِ القيودِ على الاستيراداتِ، وإطلاق سعر الصَّرف الرسميِّ وانتعاشِ مناخ الاستثماراتِ الأجنبيَّة[1]. وأُجري تعديلٌ آخر في عام 1984، وتمَّ إنشاء مناطق

[1] الطويل، رواء زكي يونس، مرجع سبق ذكره، ص32.

التِّجارة الحرَّة، وأُعفيت معظمُ الاستيرادات من التَّراخيص، ومع نهاية عام 1985 أُلغيت القيود الكميَّة، وخفِّضت أسعار التَّعريفات. ولقد كان لهذا البرنامج انعكاسٌ كبير على تحسينِ الظُّروف الاقتصاديَّة في تركيا، إلَّا أنَّ الظُّروف الخارجيَّة لاقتصاد تركيا لم تكن ملائمةً بعضَ الشيء لسياسات التَّكييف الهيكليِّ، كما أنَّ المشكلةَ السياسيَّة التي واجهتها هذه السِّياسات، هي تفاقمُ حدَّة الديون الخارجيَّة التي بلغت 49 مليار دولار عام 1990، بعد أن كانت 41 مليار دولار عام 1979، فضلاً عن الفوائدِ المترتِّبة على هذه الديونِ. وبذلك تركت آثاراً سلبيَّة قويَّةً على النموِّ الاقتصاديِّ التركيِّ، حيث كان لقيدِ العملة الصَّعبة أهميَّةٌ واضحة في تشخيصِ الخططِ الخمسيَّة الثَّلاثة الأخيرة 1979-1994[1].

في بدايةِ التِّسعينات وبعد فرضِ الحصار الاقتصاديِّ على العراق الذي كان له أثرٌ كبيرٌ على الاقتصاد التُّركيِّ، ازدادَت المشكلاتُ الاقتصاديَّة التي يعاني منها الاقتصادُ التركيُّ، وتوالت الحكومات التُّركيَّة الحاكمة التي لم تتَّخذ برامج وإجراءاتٍ قويَّة لوقفِ حالة المديونيَّة الخارجيَّة والدَّاخليَّة، بل ازدادت هذه المديونيَّة بشكلٍ مطَّردٍ خلال الفترة 1991-2000، حيث بلغت 73 مليار دولار عام 1995، لتبلغ 116 مليار دولار عام 2000، فضلاً عن ارتفاعِ نسبةِ التضخُّم، ممَّا أدَّى إلى حدوثِ أزماتٍ اقتصاديَّة كبيرةٍ في تركيا في مطلع هذا القرنِ، كانت أوَّلها في تشرين الثاني عام 2000، ثمَّ في شباط 2001، ولقد هزَّت هذه الأزماتُ الاقتصاد التركيَّ، وبدأت بعد ذلك الحكومةُ التُّركيَّة اتِّخاذ إجراءاتٍ عديدةٍ وقاسيةٍ؛ من أجل وقفِ هذه الأزماتِ ومحاولةِ تجاوزِها.

2-1-2 الاقتصاد التُّركيُّ وسياسات الانفتاحِ الخارجيِّ:

اتَّبعت تركيا سياسةً اقتصاديَّةً تصنيعيَّة قائمةً على الاستيراد قبل عام 1980، بهدف تغطيةِ الطَّلب المحليِّ، كما أعطت الأولويَّة لحماية فروعِ الصِّناعة القائمة حديثاً، بالجمارك وغيرِها من الضَّرائب الأُخرى لفترةٍ طويلةٍ. وظلَّ الحال على هذا المنوالِ حتَّى أواخر شهر كانون الثاني من عام 1980، حيثُ تمَّ إعداد برنامج استقرارٍ اقتصاديٍّ لتحقيق تحوُّلاتٍ اقتصاديَّة جذريَّة، وبه تمَّ التخلِّي عن استراتيجيَّة التَّصنيع القائمِ على الاستيرادِ، والتَّمسُّك بنموذجٍ تصنيعيٍّ يعتمد على التَّصدير. حيثُ هدَفَ برنامجُ الاستقرار لعام 1980 في المقام الأوَّل إلى تغيير مسار استراتيجيَّة التَّنمية القائمةِ على إحلالِ الواردات لصالحِ النموِّ الذي تقوده الصَّادرات. وقد أعطى النَّقصُ

[1] الطويل، رواء زكي يونس، المرجع السابق، ص21-22.

المزمن في العملة الصَّعبة الذي يحيط بالاقتصادِ منذ عام 1972 استجابةً هيكليَّة، بحيث يمكنُ للاقتصاد أن يخلقَ تدفُّقاتِهِ الخاصَّة بالعملات الصَّعبة من خلال التِّجارة، ولا يواجه اختناقاتٍ في ميزان المدفوعاتِ مرَّةً أخرى.

ومعَ الإصلاحاتِ المنجَزة أُعطيت الأولويَّةُ لآليَّات السُّوق في المنحى الاقتصاديِّ، عوضاً عن الإدارة المركزيَّة، وأدَّت إعادةُ الهيكلة والتطوُّرات المتعاقبةُ لها في أسواق رأسمال، إلى إصدار تشريعاتٍ تتواكب معَ مقتضَيات التطوُّرات الجديدةِ. وهكذا في عام 1981 سُنَّ قانونُ سوق رأسمال، واضعاً هدفَ تشجيع تحويلِ المدَّخرات إلى قيمٍ منقولةٍ مثل الأسهمِ والسَّندات، كي تساهمَ فئات الشَّعب مساهمةً واسعةً ومؤثِّرة في النموِّ الاقتصاديِّ.

وفي عام 1982 استُحدثَ مجلسُ الأسواق الماليَّة وأنيطت به مسؤولياتٌ جمَّةٌ من التَّنظيم والإشرافِ والمتابعةِ لتحقيق حسن سيرِ الأمور في الأسواق الماليَّة التُّركيَّة.

وفي الثَّالث من كانون الثَّاني لعام 1986 تمَّ افتتاحُ بورصة اسطنبول للأسواق الماليَّة لتلعب دوراً رائداً في تطوير الاقتصاد التُّركيِّ[1].

وقد أُلغيت كافَّة القيود الموضوعةِ على المستثمرين الأجانب في البورصة التُّركيَّة بموجب المرسوم الحكوميِّ رقم 32 لعام 1989، الأمرُ الذي جعل أسواقَ الأسهم والسَّندات التُّركيَّة مفتوحةً للمستثمرين الأجانبِ، دون أيِّ عقبةٍ لتحويل رأسمال والأرباح إلى الخارج.

إنَّ الأزمة الاقتصاديَّة في تركيا بدأت مع بدايةِ تدخُّل صندوق النَّقد الدُّوليِّ والبنك الدُّوليِّ في الاقتصاد التُّركيِّ عام 1999 تحت عنوان مكافحةِ التضخُّم الذي رافق الاقتصادِ التُّركيِّ منذ نشأة الدَّولة التركيَّة الحديثة، وخلال ثلاث سنواتٍ من هذا التَّدخُّل وقع الاقتصاد التُّركيُّ بكاملِهِ تحت قبضةِ صندوق النَّقد الدُّولي، حيث أصبحت جميعُ موارد البلادِ موجَّهةً لخدمة القروض التي قدَّمها صندوق النَّقد الدوليِّ[2]، الأمرُ الذي دفع الحكومةَ التُّركيَّة إلى تبنِّي مجموعةٍ من السِّياسات فرضَها عليها صندوق النَّقد الدوليِّ. وقد أدَّت هذه السِّياسات إلى ارتفاعٍ حادٍّ جداً في نسبة الفوائدِ، وتخفيض في سلطاتِ الحكومةِ الماليَّة وفي إنفاقها، وزيادة في حجم الدَّين الخارجيِّ، وتعويمِ سعر تحويلِ العملاتِ وغيرها. ونتج أيضاً عن هذه السِّياسات خصخصةُ الصِّنَّاعات المملوكة للدَّولة

[1] http://www.my.mec.biz/t57395.html

[2] الطويل، رواء زكي يونس، تركيا وصندوق النقد الدولي (2000-2002)، مركز الدراسات الإقليمية، دراسات إقليمية ، المجلد 5، العدد 12، 2008، ص ص1-34.

ورفع الدَّعم الماليِّ عن الزراعة والمجالات الأخرى. كما هو موضَّحٌ بالجدول (2-1)، حيثُ تراجع دور الزِّراعة بشكلٍ كبيرٍ بمساهمتِهِ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال الفترة 1960-2000. مقابل ارتفاع مساهمة قطاع الخدماتِ خلال نفس الفترة.

3-1-2 الأهميَّة الاقتصاديَّة لتركيا:

أُدرج الاقتصادُ التركيُّ ضمن سبعةِ قوى اقتصاديَّة صاعدةٍ في العالم إلى جانب الصِّين والبرازيل والهند وإندونيسيا والمكسيك وروسيا. وتحتلُّ تركيا المركزَ السادسَ عشرَ اقتصادياً في العالم.

إنَّ ما يعزِّز دور تركيا الاقتصاديَّ هو إطلاق مشروعِ الجسور الدوليَّة الذي يهدف إلى إيجادِ تحالفاتٍ استراتيجيَّة بين أكثرَ من ألف شركةٍ أوربيَّة مع نظرائِها من تركيا ومصر وتونس، بهدف تفعيل التَّعاون الثُّلاثي[1].

ولا تقتصرُ مفاعيل النَّجاح الاقتصاديِّ وتأثيراتِها على الدَّاخل التُّركيِّ فقط، بل تتعدَّاه إلى إطارها الإقليميِّ والدوليِّ، وهذا الذي ساعد تركيا في لعبِ أدوارٍ إقليميَّة كبيرةٍ، كان للاقتصاد التُّركيِّ الدَّور الأهمُّ في تحريكِها.

4-1-2 الاستثماراتُ الأجنبيَّة والنموُّ الاقتصاديُّ:

خلال التِّسعينيات، تسبَّب نقصٌ خطير في الاستقرار الاقتصاديِّ ارتفاعاً مفاجئاً بمعدَّلات الفائدة قصيرة الأجل، حيث ضعفت الليرة التُّركية، وفاقم الإنفاق العامُّ المفرط خلال مواسم الانتخابات إلى ارتفاع التضخُّم. خلال هذه الفترة، تقلَّصت المدَّخرات المحليَّة، وزاد الطَّلب المحليُّ، ممَّا أدَّى بالحكومة لتوفير الأموالِ بواسطة الديون الخارجيَّة. كذلك حدَّدت الحكومة الأسعارَ والمرتَّبات على أساسِ مستويات تضخُّم السَّنوات السَّابقة، وبذلك أخفقت في معالجةِ عقبةٍ هيكليَّة بوجهِ الحاجة الملحَّة لخفض معدَّلات التضخُّم. بالمثل، تسبَّب الضَّعف السَّريع للَّيرة التركيَّة خلال مسار أزمةِ 1994 الاقتصاديَّة في زيادة التَّكاليف.

---

[1] ملكاوي، عصام فاعور، تركيا والخيارات الاستراتيجية المتاحة، بحث مقدم في الملتقى العلمي "الرؤى المستقبلية العربية والشركات الدولية" المنعقد بمدينة الخرطوم بالتعاون ما بين كلية العلوم الاستراتيجية بجامعة نايف للعلوم الأمنية والرابطة العربية للدراسات المستقبلية لاتحاد مجالس البحث العلمي العربي، الخرطوم، السودان، 2013/2/23، ص ص1-51.

أدَّى توسُّع الأسواق العالميَّة إلى زيادة كبيرةٍ في تدفُّق رؤوس الأموالِ من الأسواق الماليَّة إلى الدُّول النَّامية وخاصَّة عقب الأزمة الماليَّة 2001. خلال هذه الفترة، جعل توافرَ السُّيولة الواسعِ في الأسواق العالميَّة، مع ارتفاعِ أسعار الفائدةِ الحقيقيَّة في تركيا، وجهةً جذَّابةً لرؤوس الأموالِ إلى تركيا. نتيجةً لذلك، سجَّل الاقتصادُ التُّركيُّ نموًّا بنسبة 6.43 بالمئة في 2002 متعافياً من انكماش بلغ 5.96 بالمئة في 2001. وبعد هذا العامِ، شهدَت البلاد نموًّاً بلغت نسبته 5.60 بالمئة في 2003، و9.64 بالمئة في 2004، و9 بالمئة في 2005، و7.10 بالمئة في 2006. خلال هذه الفترة، لم يكن النموُّ الاقتصاديُّ راجعاً فقط إلى زيادةِ حجم السِّلع والخدمات المصدَّرة، بل لانتعاشِ الطَّلب المحليِّ كذلك. وفي الوقت نفسه، لعبت الاستثماراتُ الأجنبيَّة المباشرة دوراً كبيراً في الإنتاج المحليِّ. حيث توجَّه القسمُ الأكبرُ من الاستثمارات الأجنبيَّة المباشرةِ التي هي مملوكةٌ لمستثمرين أتراك مقيمين في ألمانيا إلى الإنتاجِ الصِّناعيِّ، وخاصَّة الصِّناعات الغذائيَّة والصِّناعات الهندسيَّة وصناعة السَّيارات والموبيليا والصِّناعات الهندسيَّة، وبذلك شهدت تركيا نهضةً صناعيَّة كبيرة، مقارنةً مع السَّنوات السَّابقة، فضلاً عن التَّدابير الوقائيَّة المتنوِّعة وبرنامج التقشُّف الاقتصاديِّ بعد الأزمة، اكتسب الاقتصاد التركيُّ مرونةً ضدَّ الصدمات الخارجيَّة، وسجَّل إحدى أسرعِ فترات النُّموِّ منذ 1950 بين 2002 و2007.

أثَّرت الأزمةُ الماليَّة العالميَّة 2008 في الاقتصاد التُّركيِّ بشكلٍ واضحٍ من حيث العلاقاتُ التِّجاريَّة بدرجةٍ ما، وأدَّت في 2009 إلى انكماشٍ بلغ 4.70 بالمئة. نتيجةً لفترة الانكماش، شرعت تركيا تسعى للوصولِ إلى أسواقٍ جديدةٍ على أملِ إيجاد بدائلَ للاتِّحاد الأوروبي، وهو الكتلةُ التجاريَّة التي تضمُّ الغالبيَّة العظمى من حجمِ التِّجارة الخارجيَّة للبلاد. وقد أسهم إنشاءُ صلاتٍ تجاريَّة مع أسواق جديدةٍ مثل (تونس، الجزائر، سوريا، إيران، روسيا، والهند)، بالإضافةِ إلى ازدياد حجم الطَّلب المحليِّ في تعافي الاقتصادِ التُّركيِّ. ضمنت إعادة تركيا لهيكلةِ قطاعِها الحقيقيِّ وإحيائِهِ وإمكانيَّة أن تساهم جميع قطاعاتِها في النموِّ الاقتصاديِّ، وأتاحت للاقتصادِ أداءً جيِّداً للغاية في 2010 و2011. خلال هذه الفترة، سجَّل الاقتصاد التركيُّ نموًّاً سنويًّاً بمعدل 8.48 بالمئة عام 2010، ليصلَ في عام 2011 إلى 11.11 بالمئة[1].

[1] قاعدة بيانات البنك الدولي https://data.albankaldawli.org/

واصل الاقتصادُ التُّركيُّ وتيرة نموِّه بفضل التزامِ الحكومةِ بالانضباطِ الماليِّ والسياسةِ الاقتصاديَّة المتَّسقة والاستفادةِ من العقوبات الاقتصاديَّة المفروضة على إيران وزيادةِ الصَّادرات إليها، واستيراد النِّفط والغاز بأسعارٍ تفضيليَّة منها، بينما تأثَّرت دول منطقةِ اليورو تأثُّراً شديداً، من جرَّاء الأزمة الماليَّة العالميَّة. رغم تحقيق الاقتصاد التُّركيِّ نموَّاً متواضعاً بلغ 4.78 بالمئة في 2012[1]، وأخفق في تلبية التوقُّعات، إلَّا أنَّ هذا الأداء عرضَ تنويعة أنشطةٍ اقتصاديَّة مختلفة في تركيا، وأظهر حراكاً نسبيَّاً لهياكل البلاد الاقتصاديَّة. عقب أزمة 2001 الماليَّة وفترةِ التَّراجع اللَّاحقة، سجَّل الاقتصاد التُّركيُّ باستمرار نموَّاً سنويَّاً عالياً حتَّى أزمة 2008 الماليَّة العالميَّة. وعلى مدى الفترة 2001–2016، شهد الاقتصادُ نموَّاً متوسِّطاً بلغ 5.01 بالمئة، ممَّا يُعدُّ أداءً قويَّاً مقارنةً بمتوسِّط نموٍّ 4.7 بالمئة على مدى الثَّلاثين عاماً الماضية.

كان لأداءِ البلاد القويِّ في النموِّ الاقتصاديِّ السَّنوي بين 2002 و2012 تأثيرٌ إيجابيٌّ أيضاً في مستويات النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ للفرد خلال نفس الفترةِ. في 2012، بلغ نصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ 11720 دولار أمريكي، مقابل 3660 دولاراً في عام 2002[2]، في الوقت ذاته، عزَّزت تركيا مكانتَها بين البلدان النَّامية بمساعدةِ نموِّها الاقتصاديِّ. لكنَّ هذا التطوُّر جعل ترويج إنتاجِ منتجاتٍ ذات قيمةٍ مضافةٍ عالية ضرورةً مطلقةً لهذا البلد، لضمانِ تراكمِ أكبرَ للمدَّخرات المحليَّة، ولإتاحة نموٍّ أكثر وتركيز جهودِها على قطاع الأعمالِ التَّنافسية لتجنُّب الوقوعِ في شَرَك الدَّخل المتوسَّط، وهو مشكلةٌ شائعة لدى الاقتصادات النَّامية. إضافةً إلى التَّحسينات السَّالفة الذِّكر في النموِّ الاقتصاديِّ، اتَّخذت حكومة حزب العدالة والتَّنمية أيضاً تدابيرَ معيَّنة طويلةَ الأجل لمعالجةِ ارتفاع التضخُّم، وهو عنصرٌ تقليديٌّ في الاقتصاد التُّركيِّ.

أدَّى ارتفاع معدَّلات التضخُّم إلى ضعفِ الليرة التُّركيَّة على مرِّ السِّنين، ودفعَ الحكومات المتعاقبةَ لتلبية الاحتياجاتِ النَّقديَّة عن طريق طباعةِ أوراق النَّقد عاليةِ القيمة. وكانت برامج الإصلاحِ الاقتصاديِّ لحزب العدالة والتَّنمية وتداعياتها رائدةً لجهود تحوُّلِ هياكل الاقتصادِ الكليِّ التي سبَّبت تضخُّماً عالياً في البلاد خلال عقدَين من الزَّمن.

[1] موقع البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية https://data.albankaldawli.org
[2] موقع البنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية https://data.albankaldawli.org

حدَّد نظامُ استهداف التضخُّم الذي اعتمدَته الحكومةُ التركيَّة عقب أزمة 2001 الماليَّة مستوياتِ التضخُّم المنشودةَ. تحت هذا النِّظام، كانت أداةُ السِّياسة النَّقديَّة الأساسيَّة المتاحةُ للبنك المركزيِّ هي أسعارُ الفائدةِ قصيرةِ الأجل. مثَّلت توقُّعات البنك المركزيِّ، بشأنِ التضخُّم والمؤشِّرات الاقتصاديَّة الأخرى، إنذاراً مبكِّراً ضدّ الضُّغوط التَّضخُّميَّة التي قد تنشأ مستقبلاً، وكانت بمثابة مبدأٍ توجيهيٍّ لمسؤولي البنك المركزيِّ خلال عمليَّات صنعِ القرارِ بشأن أسعارِ الفائدةِ. أدَّت أزمة 2001 الماليَّة لانصراف تركيا عن السِّياسة النَّقديَّة القائمة على أساس أسعار الصَّرف المستهدفة واعتماد سياسةِ استهداف التضخُّم بديلاً عنها. سمح هذا النَّهج للاقتصادِ التُّركيِّ بتسجيل معدَّل تضخُّم 10.5% في 2004[1]، عقب معدَّل تضخُّم رهيبٍ بلغ 54.4 بالمئة في 2001. دفع الانتعاش السَّريع للاقتصاد، مقترنًا بالإرادة السِّياسية والدَّعم الشَّعبيُّ والاستقرار الاقتصاديُّ، حكومة حزب العدالة والتنمية في 2005 إلى إصدار قرارٍ بإسقاط ستَّة أصفار من اللِّيرة التُّركيَّة.

تمكَّن البنك المركزيُّ التُّركيُّ من تطبيق سياسةِ استهدافِ التضخُّم بشكلٍ جيِّد، نتيجةَ العمل الدَّؤوب على تصميم العديدِ من النَّماذج لمعرفة وضعِ الاقتصاد التُّركيِّ والمساعدة على التَّنبُّؤ بآفاقِهِ المستقبليَّة، بالإضافة إلى الإصدارِ الدَّوري لتقارير شهريَّة خاصَّة بأحوالِ سوق النَّقد الأجنبيِّ والسِّياسة النقديَّة، كان لها بالغُ الأثر في زيادة الشَّفافية، وزرع الثِّقة في أوساط المتعاملين داخلَ الأسواق وتوفير الجوِّ المناسب للاستقرارِ. وكذلك نتيجة للأزماتِ العديدة التي مرَّ بها الاقتصادُ التُّركيُّ، فقد عمدَ البنك المركزيُّ إلى التدخُّل كلَّما دعت الضَّرورة من خلال الإعلانِ عن عمليَّات شراء معلنةٍ في السُّوق، بغيةَ امتصاص الفائضِ النَّاتج عن تدفُّق العملة الأجنبيَّة، ومن ثمَّ الحدُّ من التقلُّبات الكبيرة التي قد تصيبُ سعرَ الصرف[2].

[1] قاعدة بيانات البنك الدولي https://data.albankaldawli.org/

[2] جباري، شوقي، والعوادي، حمزة، سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية مع الإشارة إلى تجارب البرازيل، وتشيلي، وتركيا، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، رؤى استراتيجية، تشرين الأول، 2014، ص ص70-105.

المبحث الثَّاني

المؤشِّرات الرئيسيَّة للاقتصاد التُّركي

يتطرَّق هذا المبحث إلى النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ونصيب الفردِ من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ومعدَّل النُّموِّ الاقتصاديِّ ومعدَّل الزِّيادة السُّكانيَّة، ومساهمة القطاعاتِ الاقتصاديَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ، وأداء المدَّخرات والاستثماراتِ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ، والتِّجارة الخارجيَّة التُّركيَّة، والتضخُّم، والاستثمار الأجنبيِّ، والديون الخارجيَّة التُّركيَّة، وأخيراً أداء سوق المالِ التُّركيَّة.

1-2-2 النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ (Gross Domestic Product):

إنَّ نقطةُ التَّحوُّل فيما يتعلَّق بالنَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ، تعود لفترة الإصلاحاتِ خلال الثَّمانينات، حيثُ بلغ متوسِّط معدَّل النُّموِّ للنَّاتج المحليِّ الإجماليِّ الحقيقيِّ 4.88% من الفترة 1981 حتَّى عام 1985، في حينِ بلغ متوسِّط معدَّل النموِّ للنَّاتج المحليِّ الإجماليِّ الحقيقيِّ 5.64% من الفترة 1986 حتَّى عام 1990، وكانت المساهمةُ الأساسيَّة هي توسيع ونموُّ قطاع الصَّادرات، الذي وصل إلى نسبة 41.4% من الـــ GDP خلال الفترة من عام 1988 إلى 1995، وفي عام 1992 و1993 وصل معدَّل نموِّ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ الحقيقيِّ 6% و8% على التَّوالي، والسَّبب في ذلك كان نتيجة لزيادةِ الأجور الحقيقيَّة الزراعيَّة، وإلى زيادة استخدامِ القروض الاستهلاكيَّة إضافةً لزيادة الطَّلب المحليِّ، أمَّا في عام 1994 فقد انخفضَ نموُّ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ الحقيقيِّ ليصبح سالباً بقيمة بلغت (5.5)%، بسبب أزمةِ النَّقد الأجنبيِّ وتنفيذ برنامج الاستقرارِ، ثمَّ نما بعد ذلك إلى 7% عام 1996[1]، بسبب زيادةِ الطَّلب المحليِّ على السِّلع وخاصَّة زيادة الطَّلب على السِّلع المعمَّرة منها ومبيعات السِّيارات تحديداً.

ويبيِّن الجدول (2-2) أداء النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ورصده من خلالِ قراءةٍ تحليليَّةٍ، والإشارة إلى ما تعكسه هذه الأرقام من دلالاتٍ اقتصاديَّة واجتماعيَّة.

[1] قاعدة بيانات البنك الدولي https://data.albankaldawli.org/.

جدول (2-2) النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ التركيُّ خلال الفترة 1980-2017 (مليار دولار)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي بالقيمة الحالية[1]	معدل نمو الناتج[2] %	معدل الزيادة السكانية[3] %	نصيب الفرد من (GDP) دولار
1980	68	-2.44	2.25	1564
1990	150	9.26	1.73	2794
1995	169	7.87	158	2897
2000	272	6.64	1.51	4316
2001	200	-5.96	1.49	3119
2002	238	6.43	1.47	3660
2003	311	5.60	1.43	4718
2004	404	9.64	1.38	6040
2005	501	9	1.32	7384
2006	552	7.10	1.25	8034
2007	675	5.03	1.20	9709
2008	764	0.84	1.20	10850
2009	644	-4.70	1.26	9036
2010	771	8.48	1.37	10672
2011	832	11.11	1.48	11341
2012	873	4.78	1.56	11720
2013	950	8.49	1.61	12542
2014	934	5.16	1.62	12127
2015	859	6.08	1.59	10979
2016	857	3.18	1.57	10787
2017	851	7.4	1.5	10540
المتوسط الحسابي	565.476	5.19	1.493	7849
الانحراف المعياري	300.096	4.644	0.227	3676.436
معامل الاختلاف	53.069	89.493	15.223	46.839

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البنك الدولي (مؤشرات التنمية العالمية) خلال الفترة (1980-2017)

يؤثِّر النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ في سوق العملات بنسبةٍ كبيرةٍ، حيثُ أنَّ هذا المؤشِّر يعطي صورةً واضحة عن النموِّ الاقتصاديِّ الذي تستطيع الدَّولة تحقيقَه خلال مدَّة زمنيَّة معيَّنة، والنَّاتج فعلياً عن التطوُّر والتقدُّم الاقتصاديِّ لمختلف الصِّناعات والاستثماراتِ القائمةِ داخلة الدَّولة.

فعندما يُظهرُ هذا المؤشِّر ارتفاعاً في قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ للدَّولة فهو بمعنى آخر يشير إلى تحسُّنٍ في مجال الاستثمار، والمبيعات والتدفُّقات النقديَّة. ولا بدَّ من الأخذِ بالحسبان العواملَ التي تدفعُ بالنَّاتج المحليِّ للصُّعود والتقدُّم، ابتداءً من الارتقاءِ بالمستوى الاقتصاديِّ للفرد، ثمَّ مستوى ثقته بالوضعِ الاقتصاديِّ القائم الذي يؤثِّر في إقبالِهِ ورغبته في الإنفاق لتلبية كافَّة حاجاتهِ ورغباتهِ. حيثُ إنَّ التحسُّن الذي يطرأ على دخلِ الفردِ يتيح له فرصةً أكبر للإنفاق على مختلف السِّلع والبضائعِ في حال كانت لديهِ ثقةٌ وأمان في اقتصادِ دولتِهِ، ومن ثمَّ هذا يشجِّع زيادة

[1] http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD
[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/SP.POP.GROW

الاستثماراتِ المحليَّة وزيادة الإنتاجيَّة بشكلٍ عامٍّ، ويصل بالنموِّ الاقتصاديِّ إلى مستوى متقدَّم يقوِّي العملةَ الوطنيَّة، ويدفعها للصُّعود في أسواق التَّداول النقديَّة[1].

واستناداً لإحصاءاتِ البنك الدوليِّ الواردة في الجدول أعلاه، يتَّضح لنا أنَّ قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ (GDP)، في تركيا بلغت 68 مليار دولار في عام 1980، ثمَّ ارتفعت لتبلغ 150 مليار دولار في عام 1990، وذلك بسبب برنامجِ الإصلاح الَّذي اعتمدته تركيا في مرحلة الثَّمانينيات من القرن الماضي، ثمَّ ارتفع النَّاتج بشكلٍ طفيف ليبلغ 169 مليار دولار في عام 1995، وذلك بسببِ أزمة عام 1994 التي أثَّرت على الاقتصاد التُّركيِّ، وبسبب الدَّعم الذي قدَّمه صندوق النَّقد الدوليِّ لتركيا في عام 1998، وفرضِ سياساتٍ اقتصاديَّة معيَّنة على الاقتصاد التُّركيِّ نما النَّاتج، ليبلغ في عام 2000 ما قيمتُهُ 272 مليار دولار، ثمَّ ليتراجع في عام 2001 بسبب أزمة شباط التي أصابت الاقتصاد التُّركيَّ، لتبلغ قيمته 200 مليار دولار بانخفاضٍ بلغ 26.47%، عمَّا كان عليه في عام 2000، في حين شهدَ النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ خلال الفترة (2002-2017)، تطوُّراً إيجابيَّاً من حيثُ قيمتُهُ بعد تولِّي حزب العدالة والتَّنمية الحكومة، باستثناء عام 2009، ففي عام 2009 تراجعت قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بسبب الآثارِ السَّلبيَّة للأزمة الماليَّة العالميَّة التي عاشها الاقتصادُ العالميُّ في عام 2008، كما تراجعَ النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ في أعوام 2014، 2015، 2016 مقارنةً بما كان عليه النَّاتج في عام 2013، بسبب الانفراج الذي ظهرَ لإيران نتيجةَ توقيعِ الاتِّفاق النووي عام 2015 وانطلاق الاقتصادِ الإيرانيِّ نحو شرق آسيا بدلاً من تركيا، وتداعيات الأزمةِ الاقتصاديَّة التي تعيشها أوربا وتداعياتها السَّلبيَّة على الاقتصاد التُّركيِّ، نظراً للارتباط القويِّ للاقتصاد التُّركيِّ باقتصاديَّات دول الاتِّحاد الأوربي.

وكما هو مبيَّن بالجدول (2-2) فقد كانت قيمةُ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ 200 مليار دولار في عام 2001، في حين بلغَت 764 مليار دولار عام 2008، ثمَّ واصل ارتفاعه ليصلَ في عام 2017 إلى 851 مليار دولار، ممَّا يعكس من النَّاحية الاقتصاديَّة مؤشِّراً إيجابياً للاقتصاد التُّركيِّ، وإذا ما تمَّ حساب نسبة هذا التطوُّر بين عامَي 2001 و2017، نجد أنَّ هذه النِّسبة تصل إلى 325.5%.

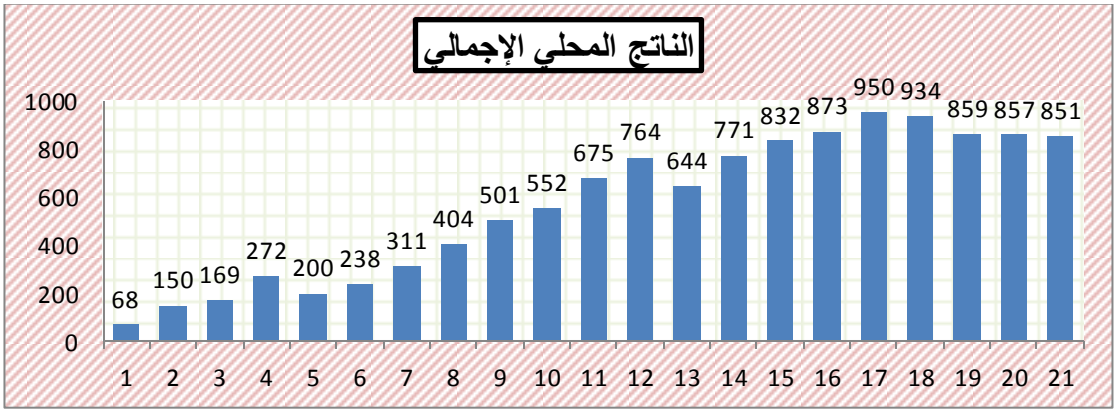
[1] النداوي، خضير عباس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 348-368.

كما يتَّضح من الجدول (2-2) أنَّ معدَّل نموِّ النَّاتج المحليِّ كان سالباً في عام 1980، بنسبة بلغت 2.44% بسبب الارتفاع الحادِّ في أسعار النِّفط خلال فترة السَّبعينيات، ثمَّ ارتفاع خلال الفترة 1981-1990، ليبلغ 9.26% في عام 1990، بسبب الإصلاحات الاقتصاديَّة خلال تلك المرحلةِ كما أشرنا آنفاً، في حين انخفضَ خلالَ المرحلة 1991-1995، ليبلغ 7.87% في عام 1995؛ بسبب أزمة 1994، وكذلك انخفضَ معدَّل نموِّ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ في عام 2000؛ بسبب السِّياسات المفروضةِ من قبل صندوق النَّقد الدوليِّ، ليبلغ 6.64%، ليصبح هذا المعدَّل سالباً في عام 2001، بسبب الأزمةِ الماليَّة والاقتصاديَّة التي أصابت الاقتصادَ التُّركيَّ في ذلك العام. أمَّا خلال الفترة (2002-2017) فقد كانَ نموُّ النَّاتج يتناسب نوعاً ما طرديَّاً مع معدَّل نموِّ الزِّيادة السُّكانيَّة، باستثناء بعض السَّنوات 2008، 2009 حيثُ كان النُّموُّ سالباً في عام 2009 وبنسبةٍ بلغت (4.70)، بسبب التَّداعيات السَّلبيَّة للأزمة الماليَّة العالميَّة لعام 2008، إلَّا أنَّ السَّنوات التَّالية لعام 2009 عادت العلاقة الإيجابيَّة بين معدَّل نموِّ النَّاتج ومعدَّل نموِّ الزِّيادة السُّكانيَّة.

وفي ضوءِ هذه النَّتائج يُلاحظ تحسُّن نصيبِ الفردِ من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ في تركيا، حيثُ تبيِّن الأرقامُ أنَّ نصيب الفردِ من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بالأسعار الجارية قفزَ من (3119) دولار عام 2001 إلى (10540) دولار عام 2017، بنسبةِ زيادةٍ بلغت 237.92%.

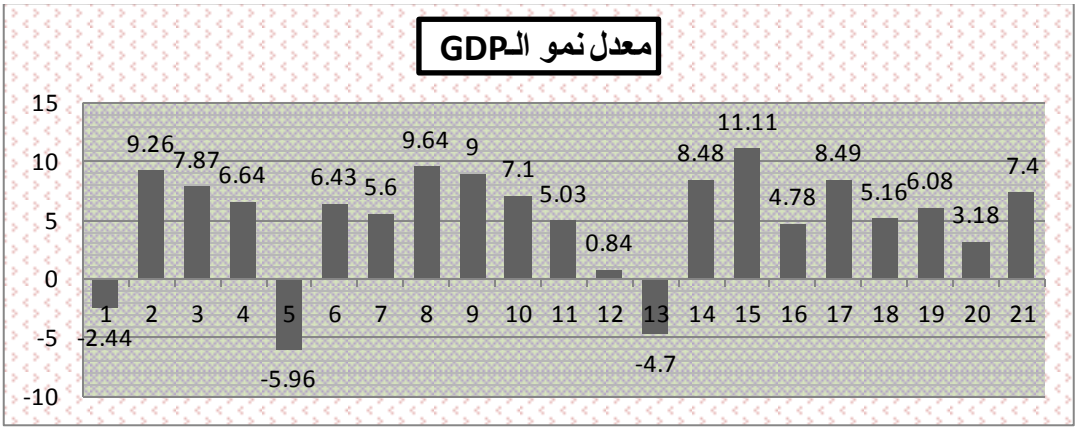
وفي الوقت الذي عَزَّزت فيه الإصلاحاتُ الهيكليَّة من أساسيَّات الاقتصاد الكليِّ للدَّولة التركيَّة، حقَّق الاقتصاد التركيُّ ارتفاعاً في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال فترة الدراسة، كما هو مبيَّن بالشَّكل (2-1).

الشكل (2-1) الناتج المحلي الإجمالي التركي



وفي الوقتِ الذي لم تتمكَّن فيه العديد من الاقتصاديَّات من التَّعافي من الرُّكود الماليِّ العالميِّ الأخير، حقَّق الاقتصاد التُّركيُّ نمواً، قدرُه (11.11%) في عام 2011، وذلك بفضل الاستفادةِ من العقوباتِ المفروضة على إيران، ومن المزايا التي تقدِّمها أوربا للبضائعِ التُّركيَّة، وهو ما جعلَه يبرز بوصفِهِ أسرع الاقتصاديَّات نموَّاً في أوربا، وواحداً من أسرع الاقتصاديَّات نموَّاً في العالم، كما هو مبيَّن بالشَّكل (2-2).

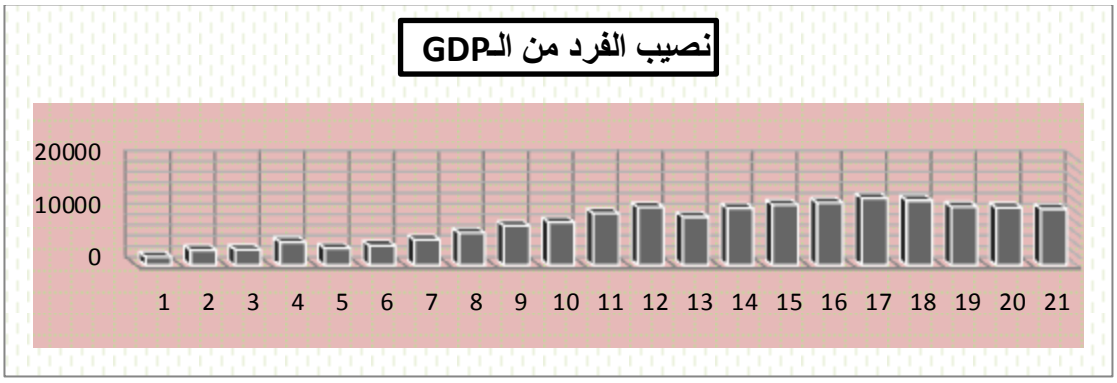
الشكل (2-2) معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي التركي



ويعود نموُّ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ في تركيا إلى توافر القاعدةِ الصِّناعيَّة الكبيرة التي تعتمد على موادٍّ أوليَّة متنوِّعة باستثناءِ الطَّاقة، إضافةً إلى توافرِ الموارد البشريَّة المؤهَّلة والمدرَّبة، ممَّا يجعله اقتصاداً جاذباً للاستثمارات الأجنبيَّة.

ويبيِّن الشَّكل (2-3) نصيبَ الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بالأسعار الجارية (بالدولار الأمريكي)، خلال فترة الدِّراسة. وكما يتَّضح من الشَّكل (2-3) فقد بلغ نصيب الفرد ذروتَهُ من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ في عام 2013 بقيمةٍ قدرُها 12542 دولاراً أمريكيَّاً، ثمَّ عاد للانخفاض في السَّنوات التَّالية، ويمكن إرجاع ذلك إلى تداعياتِ الأزمةِ الاقتصاديَّة التي تعيشها أوربا، وتداعياتها السلبيَّة على الاقتصاد التُّركيِّ، نظراً للارتباط القويِّ للاقتصاد التركيِّ باقتصاديَّات دول الاتِّحاد الأوربي، والانفراج عن الاقتصادِ الإيرانيِّ بعد توقيعِ الاتِّفاق النوويِّ، واتِّجاه الاقتصاد الإيرانيِّ إلى اقتصاديَّات دولٍ أخرى بالإضافة إلى الاقتصاد التركيِّ.

الشكل (2-3) نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي التركي



ويلاحَظ أيضاً من الجدولِ (2-2) أنَّ متوسِّط النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بلغ نحو 565.476 مليار دولار خلال الفترة 1980-2017، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 300.096، وكان معامل الاختلاف 53.069%. في حين بلغ متوسِّط نصيبُ الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ 7849 دولاراً، خلال الفترة 1980-2017،، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 3676.436، وكان معامل الاختلاف 46.839%.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط معدَّل نموِّ الـــ (GDP) خلال فترة الدراسة، فقد بلغ 5.19%، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 4.644، وكان معامل الاختلاف 89.493%. في حينِ بلغ متوسِّط معدَّلِ الزِّيادة السكَّانيَّة 1.493% خلال الفترة 1980-2017، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 0.227%، وكان معامل الاختلاف 15.223%.

2-2-2 مساهمات القطاعاتِ الاقتصاديَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التركيِّ:

من المؤشَّرات المهمَّة في تقويم النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، معرفة مدى مساهمة القطاعاتِ الاقتصاديَّة المختلفة في تحقيق النَّاتج، فالوقوف على مدى الأداءِ الإنتاجيِّ للنَّاتج أحدُ معايير التقدُّم والتخلُّف في تصنيف الاقتصاديَّات المختلفة، فكلَّما زادت الإنتاجيَّة أدَّى ذلك لزيادة النَّاتج وقوَّى ذلك موقف الاقتصاد القوميِّ[1]، كما أنَّ الأداء الخدميَّ مطلوبٌ، ولكن يفضَّل أن يكون معتمداً على تحقيق قيمةٍ مضافة عاليةٍ، وليس مجردَ تقديم الخدماتِ الاجتماعيَّة. وفيما يلي يبيِّن الجدول (2-3) أداءَ القطاعات الاقتصاديَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التركيِّ، وبيان أوجهِ القوَّة والضَّعف في هذا الأداءِ.

[1] الصاوي، عبد الحافظ، خرائط القوى الداخلية في الجمهورية التركية– خرائط القوى الاقتصادية التركية، الجزء الثاني، المعهد المصري للدراسات السياسية والاستراتيجية، 2016، ص ص 1- 38.

جدول (2-3) مساهمة القطاعات الاقتصاديَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال الفترة 1980- 2017 (%)

السنة	الزراعة[1]	الصناعة[2]	الخدمات[3]
1980	26.50	23.81	49.68
1990	18.09	32.15	49.75
1995	16.28	33.23	50.47
2000	11.25	30.04	58.69
2001	9.92	28.70	61.37
2002	11.63	27.88	60.48
2003	11.27	28.34	60.38
2004	10.78	28.75	60.46
2005	10.59	28.97	60.42
2006	9.33	29.85	60.81
2007	8.48	29.85	61.66
2008	8.40	29.46	62.12
2009	9.11	26.97	63.90
2010	10.26	27.98	61.75
2011	9.36	30.61	60.01
2012	8.78	30.33	60.88
2013	7.67	31.61	60.70
2014	7.45	31.87	60.66
2015	7.83	31.66	60.49
2016	7.01	31.97	61
2017	6.1	29.2	53.23
المتوسط الحسابي	10.766	29.677	58.995
الانحراف المعياري	4.585	2.123	4.245
معامل الاختلاف	42.588	7.155	7.196

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير معهد الإحصاء التركي خلال الفترة (1980-2017).

بلغَت مساهمة القطاع الزراعيِّ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ عام 1980 ما نسبته 26.50%، في حين انخفضت هذه المساهمةُ إلى 18.09% في عام 1990، الأمر الذي يشيرُ إلى اعتماد الاقتصاد التركيِّ نوعاً ما في تلك المرحلة على الزِّراعة، ثمَّ انخفضت هذهِ النِّسبة في عام 1995 و2000، لتبلغ على التَّوالي 16.28% و11.25%، الأمرُ الذي يُظهرُ تراجع مساهمة الزِّراعة، بالمقابل ارتفعت مساهمةُ قطاع الخدماتِ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، حيث كانت مساهمة قطاع الخدماتِ في الأعوام 1980 و1990 على التَّوالي 49.68% و49.75%، حيثُ كانت النِّسب خلال المرحلة 1980-1990 متقاربةً جداً، في حين ارتفعَت مساهمة هذا القطاعِ في عام 1995 لتبلغَ 50.47%، ثمَّ ارتفعت لتبلغ 58.69% في عام 2000، الأمرُ الذي يعني اعتماد الاقتصاد التُّركيِّ على قطاع الخدماتِ بشكلٍ كبير خلال هذه المرحلةِ؛ بسبب السِّياسات المفروضة من قبل صندوق النَّقد الدوليِّ. أمَّا فيما يتعلَّق بقطاع الصِّناعة خلال مرحلة الثَّمانينيات، فقد بلغت مساهمةُ هذا القطاع في

[1] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.AGR.TOTL.ZS
[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.IND.TOTL.ZS
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.SRV.TETC.ZS

عام 1980 ما نسبتُه 23.81%، لترتفعَ هذه المساهمةُ وتبلغ 32.15% في عام 1990، الأمرُ الذي يشير إلى تطوُّر قطاع الصِّناعة التُّركيِّ خلال تلك المرحلة، في حين ارتفعَت مساهمة هذا القطاع، لتبلغ 33.23% في عام 1995، ثمَّ لتعاود الانخفاضَ في عام 2000، لتبلغ 30.04%؛ بسبب سياسات صندوق النَّقد الدوليِّ وأزمة عام 2000.

كما توضِّح البياناتُ في الجدول أعلاه أنَّ قطاعَي الزِّراعة والصِّناعة يحافظان على حصَّة شبهِ ثابتةٍ من المساهمة بالنَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال الفترة 2001-2016، ويُعدُّ عام 2002 هو الأفضلُ بالنِّسبة لقطاع الزِّراعة، حيثُ بلغت نسبتُه 11.63%، بينما بدأتْ بالانخفاض في الأعوام التَّالية، حيثُ بلغت نسبةُ مساهمة هذا القطاع عام 2016 أقلَّ نسبةٍ، حيث بلغت 7.01%.

وقد بلغ متوسِّط مساهمةِ قطاع الزِّراعة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ نحو 10.766% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 4.585، وكان معامل الاختلاف 42.588%.

أمَّا فيما يتعلَّق بقطاع الصِّناعة فيُعدُّ عام 2016 هو الأفضل، من حيثُ مساهمة القطاع الصِّناعيِّ في النَّاتج المحليِّ، بنسبة بلغت 31.97%، في حين يعتَبرُ عام 2009 هو الأقلُّ مساهمةً بنسبةٍ بلغت 26.97%، ويمكن إرجاعُ ذلك إلى الأزمة الماليَّة العالميَّة عام 2008، التي أثَّرت على جميع دول العالم. وقد بلغ متوسِّط مساهمةِ قطاع الصِّناعة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ نحو 29.67% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 2.123، وكان معامل الاختلاف 7.155%.

إنَّ انخفاض نصيبِ كلٍّ من الزِّراعة والصِّناعة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ يعود للأسباب التَّالية:

1- تنامي دور السِّياحة في الاقتصاد التُّركيِّ، فقد بلغت 20% عام 1980 لتصلَ إلى 30% أو 40% عام 2011.

2- تنامي دورِ النَّقد والمصارفِ والتَّأمين والأسواق الماليَّة في الاقتصاد التُّركيِّ وجذبُ الاستثمارات الأجنبيَّة.

3- تنامي دورِ الوساطةِ مع الاقتصادِ الإيرانيِّ الذي كان يعاني من العقوبات منذ عام 2007 ولغاية عام 2014، الأمرُ الذي زاد المزايا لقطاعِ الخدمات التُّركيِّ.

4- زيادة الإنتاجِ الصِّناعيِّ في الأعوام 2009-2016، لتأمين السِّلع للاقتصاد الإيرانيِّ.

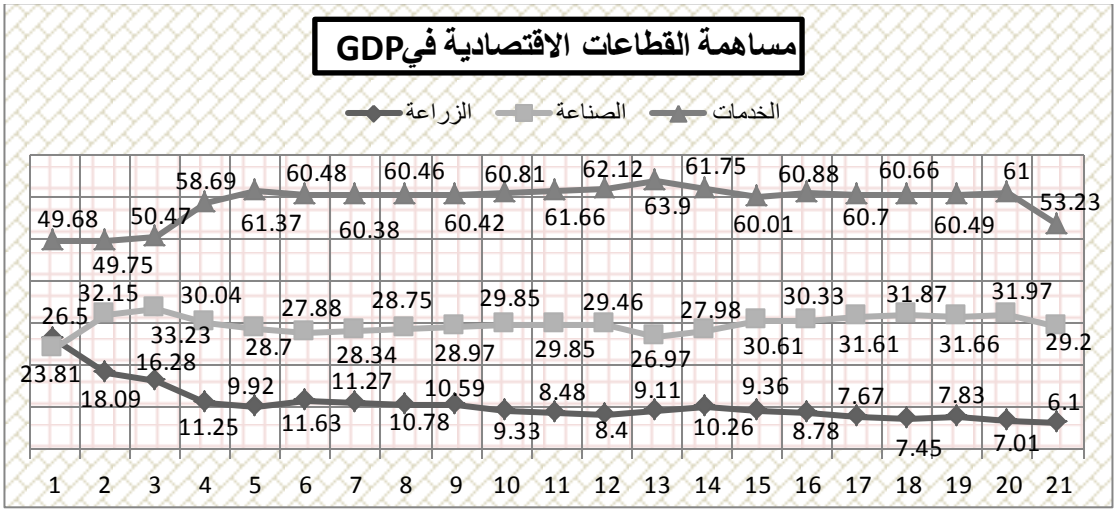
في حين يُلاحظُ أنَّ قطاع تجارةِ السِّلع والخدماتِ كان الأفضلَ، حيث زادت مساهمة القطاع لتبلغ ذروتَها في عام 2009 لتصل إلى 63.90%، في حين كان عام 2017 الأقلَّ مساهمة، بنسبة بلغت 53.23%. أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط مساهمة قطاع الخدمات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ نحو 58.995% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 4.245، وكان معامل الاختلاف 7.196%.

إنَّ معامل الاختلاف لمساهمة قطاع الصناعة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ أقلُّ من معامل الاختلاف لمساهمة قطاعِ الزِّراعة والخدمات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، وبالتَّالي فإنَّ مساهمة قطاع الصناعة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ أقلُّ تشتُّتاً من قطاعَي الزِّراعة والخدمات.

ويتَّضح أيضاً من الجدول (2-3) أنَّ قطاع الخدماتِ كان له النَّصيب الأكبرُ من المساهمة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ويرجع ذلك وبنسبة كبيرة إلى مساهمةِ قطاعَي السِّياحة والتِّجارة السلعيَّة، فمنذ عام 2000وحتى عام 2016 لم تقلَّ مساهمة قطاع الخدمات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ عن 60%، ووصلت في عام 2009 إلى أعلى مستوياتها بنسبة 63.90%، ويعود ذلك لما ترتَّب على الأزمة الماليَّة العالميَّة من تراجعٍ في النموِّ الاقتصاديِّ وركودِ حركة الصِّناعة والإنتاج بشكلٍ عامٍّ.

وكذلك يمكنُ إرجاع زيادةِ نسبة مساهمةِ قطاع الخدماتِ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ، إلى استمرار وجودِ عجزٍ تجاريٍّ لتركيا خلال فترة الدِّراسة، وزيادةِ نصيب الوارداتِ عن الصَّادرات السِّلعيَّة، ولذلك ينبغي أن تسعى السِّياسات الاقتصاديَّة لتركيا إلى تغيُّرِ هيكل النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ لتحسين نسبةِ مساهمةِ القطاعات الإنتاجيَّة الأخرى كالزِّراعة والصِّناعة. بالإضافةِ إلى ما سبق يمكن إرجاعُ زيادةِ نسبةِ مساهمةِ قطاع الخدماتِ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ لتركيا، هو الحفاظُ على معدَّلات أداء احتياطيَّات النَّقد الأجنبيِّ، خلال السَّنوات الماضية، إذ ظلَّت السِّياحة رافداً مهمَّاً لجلب النَّقد الأجنبيِّ للبلاد.

الشَّكل (2-4) مساهمة القطاعات الاقتصاديَّة (الزِّراعة، والصِّناعة، والخدمات) في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ خلال الفترة 1980-2017.



تُولِي تركيا اهتماماً كبيراً للقطاع الصِّناعيِّ؛ لأهميَّته العظيمةِ وتأثيره في النَّشاط الاقتصاديِّ، إذ ترى منه الملجأ لحلِّ مشاكلِها وتطوير اقتصادِها. وكان للقطاع الصِّناعيِّ التُّركيِّ مكانةٌ هامَّة بين القطاعات الاقتصاديَّة الأخرى، حيثُ لعب هذا القطاع دوراً رئيسياً في هيكل النَّشاط الاقتصاديِّ التُّركيِّ، فكانت الحكومات التُّركيَّة المختلفة تنظر إلى التَّصنيع، باعتباره عنصراً مهماً في الحفاظ على سلامة البلاد واستقلالها، فضلاً عن أنَّ التَّصنيع يعتَبرُ سبيلاً لضمان الازدهارِ الواسعِ النِّطاق[1]. إضافةً إلى ذلك فإنَّ أوربا أعطت السِّلع التُّركيَّة الغذائيَّة مزايا مفتوحةً لتصدير كلِّ ما تنتجه، الأمرُ الذي شجَّع زيادة الإنتاجِ الصِّناعيِّ التُّركيِّ، إضافةً لتأمين السِّلع للاقتصاد الإيرانيِّ والاقتصاد الرُّوسيِّ.

لقد كانت طبيعةُ السِّياسات الاقتصاديَّة الزِّراعيَّة في تركيا هي التَّدخُّل المستمرُّ الشَّديد في قطاع الزِّراعة، عن طريق دعمِ الأسعار والمستلزمات الزِّراعيَّة، الحماية من الاستيرادات، احتكار التَّسويق، دعم الصَّادرات أو فرض ضرائبَ عليها. والهدفُ من هذه السِّياسات زيادة الاكتفاء الذَّاتيِّ من الأغذية وتشجيع الصَّادرات[2].

[1] الطويل، رواء زكي يونس، مرجع سبق ذكره، ص30-31.
[2] الطويل، رواء زكي يونس، المرجع السابق، ص173.

3-2-2 أداء المدخَّرات والاستثمارات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ:

يقيس هذا المؤشِّر دور المدَّخرات والاستثماراتِ في تحقيق النَّاتج، وإظهار مدى اعتمادِ النَّاتج على التَّمويل المحليِّ أو الخارجيِّ، وكذلك معرفة دور الديون في تمويل النَّاتج، وكلَّما كان النَّـــاتج يعتمد على المدَّخرات والاستثماراتِ المحليَّة، كلَّما كان مؤشِّراً إيجابياً، لتجنيبِ الاقتصاد مخـــاطر التقلُّبات الخارجيَّة ومخاطر المديونيَّة.

ويبيِّن الجدول (2-4) أداء المدَّخرات والاستثماراتِ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ، خلال الفترة 1980-2017، وكذلك رصد مدى التَّطوُّر في دور الاستثماراتِ الأجنبيَّة في هذا الجانب.

الجدول (2-4) المدَّخرات والاستثمارات كنسبة من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال الفترة 1980-2017

السنة	المدخرات[1]	الاستثمارات	
	%	المحلية[2] %	الأجنبية[3] %
1980	12.90	18.16	0.02
1990	21.56	24.54	0.45
1995	21.71	25.47	0.52
2000	20.97	23.80	0.35
2001	20.88	18.13	1.67
2002	21.81	21.24	0.45
2003	19.90	22.47	0.54
2004	21.47	25.20	0.68
2005	22.85	27.03	2
2006	23.96	29.56	3.65
2007	23.24	28.71	3.26
2008	23.97	28.93	2.59
2009	21.40	23.01	1.33
2010	21.31	26.97	1.17
2011	22.46	31.26	1.94
2012	22.80	28.30	1.55
2013	23.19	29.77	1.35
2014	24.42	29.03	1.37
2015	24.76	28.36	2.04
2016	24.88	28.22	1.42
2017	25	31	1.3
المتوسط الحسابي	22.163	26.150	1.411
الانحراف المعياري	2.582	3.855	0.948
معامل الاختلاف	11.653	14.744	67.206

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير معهد الإحصاء التركي خلال الفترة (1980-2017)

[1] http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS
[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS/countries?display=default

بلغت نسبةُ مساهمةِ المدَّخرات في الـ GDP بنسبة 12.90% في عام 1980، ثمَّ ارتفعت هذه النِّسبة في عام 1990، لتبلغ 21.56% نتيجةَ برنامج الإصلاحِ الذي اعتمدته تركيا في هذه المرحلة، كما حافظَت المدَّخرات على نفس مساهمتِها تقريباً في عام 1995، بنسبةٍ بلغت 21.71%، لتنخفض في عام 2000؛ نتيجةَ السِّياسات المفروضة من قبل صندوق النَّقد الدوليِّ، ونتيجة الأزمة الاقتصاديَّة في ذلك العامِ. على نفس وتيرةِ مساهمةِ المدَّخرات المحليَّة كانت مساهمة الاستثمارات المحلية فقد بلغت 18.16% في عام 1980، ثمَّ ارتفعت في الأعوام التَّالية، لتبلغ 24.54% في عام 1990؛ نتيجةَ برنامج الإصلاح الذي اعتمدَته تركيا في عهد الرَّئيس كنعان إيفرين، ثمَّ ارتفعت بشكلٍ بسيطٍ، لتبلغ 25.47% في عام 1995، ثمَّ انخفضت في عام 2000، لتبلغ 23.80%. أمَّا فيما يتعلَّق بمساهمة الاستثماراتِ الأجنبيَّة في مرحلة الثَّمانينيات فإنَّ مساهمتها لم تتجاوز 0.02% في عام 1980، الأمرُ الذي يدلُّ على عدم رغبةِ المستثمرين الأجانبِ بالاستثمار في مرحلة السَّبعينيات من القرن الماضي، بسبب عدمِ الاستقرار الاقتصاديِّ والسِّياسيِّ بتركيا في تلك المرحلةِ وعدم وجود بيئةٍ مشجِّعةٍ على الاستثمار بشكلٍ عامٍّ، في حين ارتفعت هذه النِّسبة لتبلغ 0.45% في عام 1990؛ نتيجةَ الإصلاحات المتَّبعة في تلك المرحلة، في حين بلغت نسبةُ مساهمة هذِه الاستثماراتِ الأجنبيَّة في عام 1995 و2000 على التَّوالي 0.52% و0.35%، حيثُ انخفضت مساهمتُها في عام 2000، بسبب الأزمةِ الاقتصاديَّة التي ضربَت الاقتصاد التُّركيَّ في ذلك العامِ.

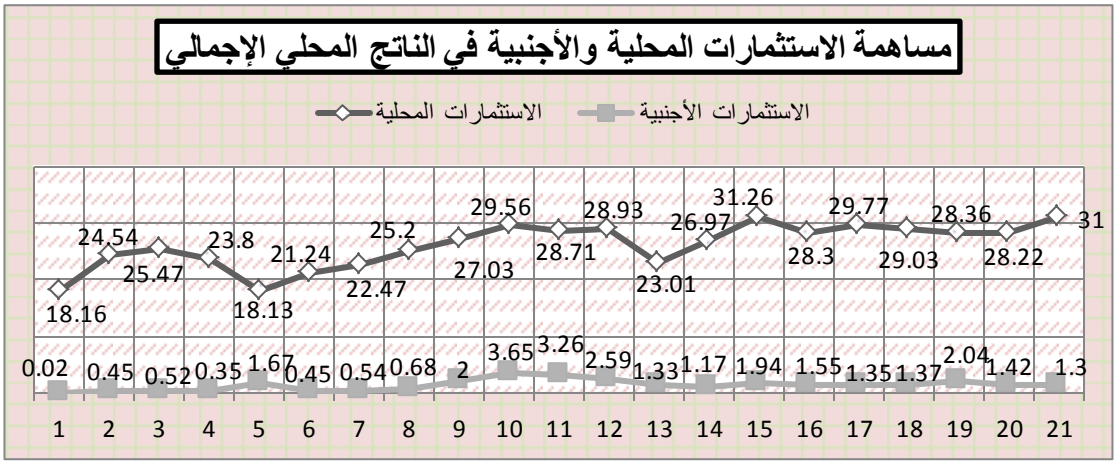
أمَّا فيما يتعلَّق بالفترة من 2001-2017، فإنَّ مؤشِّر المدَّخرات بوصفهِ نسبةً من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ شهد نوعاً ما تقارباً في النِّسب، حيث بلغَت أعلى نسبة له عام 2017، بنسبة بلغت 25%، في حين بلغت أقلُّ نسبةٍ 19.91% عام 2003. إنَّ زيادة قيمةِ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ، وكذلك زيادةُ نصيب الفردِ من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ونتيجة التَّحسُّن الذي شهده نصيبُ الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ الذي انعكس على ارتفاعِ معدَّلات الاستهلاكِ، في قطاع الخدماتِ والإسكانِ، هو ما ساعدَ بشكلٍ كبيرٍ على ديناميكيَّة زيادةِ معدَّلات النُّموِّ بتركيا خلال فترة الدِّراسة.

أمَّا فيما يتعلَّق بأداء الاستثماراتِ المحليَّة بوصفِهِ نسبةً من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، فقد بلغت ذروتَها في عام 2011 بنسبة 31.26%. في حين كانَت أقلُّ نسبةٍ عام 2001، بنسبةٍ بلغت 18.13%، ويمكن إرجاع ذلكَ إلى الأزمةِ الماليَّة التي أصابَت الاقتصادَ التُّركيَّ عام 2001.

ويتَّضح أيضاً من الجدول (2-4) وجودُ دورٍ ملموسٍ للاستثمارات الأجنبيَّة في تحقيق النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ لتركيا، وكانت أفضلُ معدَّلات أداءٍ هذا المؤشِّر في عام 2006، حيثُ بلغت نسبةُ مساهمةِ الاستثماراتِ الأجنبيَّة كنسبة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركيِّ 3.65%، وبشكلٍ عامٍّ كانت هذه النِّسبة متذبذبةً خلال فترة الدِّراسة. تعود لتطوُّر علاقات تركيا مع أوربا والدُّول العربيَّة، وكلٍّ من إيران وروسيا، الأمرُ الذي أدَّى لزيادة الاستثمارات الأجنبيَّة منذ عام 2005، بمعدَّلات كبيرةٍ وصلت إلى 3 مليار دولار سنوياً لغاية 2009. حيثُ تراجعت بسببِ الأزمة الماليَّة العالميَّة، واستقرَّت بعدها على خلفيَّة استقرار العلاقاتِ الاقتصاديَّة التركيَّة مع العالم الخارجيِّ حتَّى الوقت الحاضر.

وقد بلغ متوسِّط مساهمةِ المدَّخرات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ نحو 22.163% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 2.582، ومعامل الاختلاف 11.653%. أمَّا متوسِّط مساهمة الاستثماراتِ المحليَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، فقد بلغ نحو 26.150% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 3.855، ومعامل الاختلاف 14.744%. في حين بلغ متوسِّط مساهمة الاستثماراتِ الأجنبيَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ نحو 1.411% خلال الفترةِ المدروسةِ، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 0.948، ومعامل الاختلاف 67.206%.

ويبيِّن الشَّكل (2-5) مساهمة الاستثماراتِ المحليَّة والأجنبيَّة في النَّاتج المحليِّ التركيِّ خلال الفترة 1980-2017.



4-2-2 التِّجارة الخارجيَّة التركيَّة:

التِّجارة الخارجيَّة هي عبارةٌ عن مجموعة من النَّشاطات التي تعتمدُ على تداول المنتجاتِ بين دولةٍ مُعيَّنة ودولٍ أخرى. وتُعرَّف بأنَّها تبادل الخدماتِ، ورؤوس الأموال، والسِّلع عن طريق

الحدود الدوليَّة أو الإقليميَّة، وتشكِّل التِّجارة الخارجيَّة جزءاً مهمَّاً من اقتصاد أغلبِ دول العالم، كما تؤثِّر بشكلٍ مُباشرٍ على ناتجِها المحليِّ الإجماليِّ.

فالتِّجارة الخارجيَّة تساعد الدُّول والحكوماتِ على تصريف الفائضِ السِّلعيِّ لديها وتصريف الخدمات التي تنتجها، الأمرُ الذي يساهم في زيادة فرصِ التَّشغيل في الاقتصاد الوطنيِّ، ويزيد من حجم القطع الأجنبيِّ اللَّازم لعمليَّة التَّنمية الاقتصاديَّة، كما تسهم التِّجارة الخارجيَّة في تحسين مستوى الدُّخول وتحسين مستوى المعيشة للمواطنين.

أمَّا الميزان التِّجاري هو الفرق بين قيمة صادرات وواردات البلد. ويعتبر الميزان التِّجاريُّ من المؤشِّرات الاقتصاديَّة الهامَّة، وهو أحد مدخلات النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ للدُّول. حيث يعكس مؤشِّر الميزان التِّجاري لأيِّ دولةٍ قوَّةً أو ضعف العلاقات الاقتصاديَّة مع العالم الخارجيِّ بالإضافة إلى كونهِ مرآةً تعكس هشاشةَ النِّظام الاقتصاديِّ أو السِّياسات الاقتصاديَّة المتَّبعة.

تحتلُّ التِّجارة الخارجيَّة في الاقتصاد التُّركيِّ مكانة مهمَّة، فهي أحد النَّوافذ التي يطلُّ من خلالها البلد على العالم الخارجيِّ، وقد اتَّخذت التِّجارة الخارجيَّة في تركيا اتِّجاهاتٍ ومساراتٍ عديدةً وخضعت عمليَّة دعم السِّياسة التِّجاريَّة لاعتباراتٍ مختلفةٍ باختلاف الظُّروف والأوقاتِ والمراحل السِّياسيَّة[1]. ويظهر الجدول (2-5) إجماليَّ التِّجارة الخارجيَّة لتركيا خلال الفترة 2001-2017.

[1] الطويل، رواء زكي يونس، مرجع سبق ذكره، ص29.

جدول (2-5) الصَّادرات والواردات السِّلعيَّة خلال الفترة (2001-2017) القيمة بالمليار دولار

السنة	الصادرات	الواردات	الإجمالي	الصادرات كنسبة من GDP	الواردات كنسبة من GDP	رصيد الميزان التجاري	الصادرات/ الواردات
2001	31.3	41.3	72.6	26.57	22.82	10-	75.6
2002	36	51.5	87.5	24.46	22.99	15.5-	69.9
2003	47.2	69.3	116.5	22.24	23.35	22.1-	68.1
2004	63.1	97.5	160.6	22.75	25.36	34.4-	64.7
2005	73.4	116.7	190.1	21.01	24.41	43.3-	62.9
2006	85.5	139.5	225	21.65	26.50	54-	61.2
2007	107.2	170	277.2	21.22	26.06	62.8-	63
2008	132	201.9	333.9	22.82	27.08	69.9-	65.3
2009	102.1	140.9	243	22.57	23.35	38.8-	72.4
2010	113.8	185.5	299.3	20.44	25.45	71.7-	61.3
2011	134.9	240.8	375.7	22.26	30.40	105.9-	56
2012	152.4	236.5	388.9	23.66	28.57	84.1-	64.4
2013	151.8	251.6	403.4	22.27	28.07	99.8-	60.3
2014	157.6	242.1	399.7	23.76	27.64	84.5-	65
2015	143.8	207.2	351	23.34	25.95	63.4-	69.4
2016	142.5	198.6	341.1	21.96	24.85	56.1-	71.7
2017	157	233.7	390.7	18.45	23.34	76.1-	67.1
المتوسط الحسابي	107.74	166.15	273.89	22.43	25.65	-58.37	65.78
الانحراف المعياري	43.58	70.39	113.89	1.76	2.19	28.16	4.99
معامل الاختلاف	40.45	42.36	41.60	7.86	8.56	-48.24	7.59

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير معهد الإحصاء التركي خلال الفترة (2001-2017)[1].

يتَّضح من البياناتِ بالجدول أعلاه، أنَّ إجماليَّ التِّجارة السِّلعيَّة لتركيا، قفزت من 72.6 مليار دولار في عام 2001، لتصل إلى 390.7 مليار دولار في عام 2017، بزيادة قدرُها 438.15% وكان عام 2013 هو الأعلى بينَ سنوات الدِّراسة في حجم التِّجارة السِّلعيَّة، حيثُ وصل إلى 403.4 مليار دولار. وقد أظهر التَّزايد في حجمِ التِّجارة السِّلعيَّة لتركيا آثاراً إيجابيَّة على تطوُّر قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ وإتاحة فرصِ العمل.

وقفز حجمُ الصَّادرات السِّلعيَّة لتركيا من 31.3 مليار دولار في عام 2001 إلى 157 مليار دولار في عام 2017، بزيادةٍ بلغت نسبتُها 401.59%. إلَّا أنَّ عام 2014 كان الأعلى من حيثُ قيمةُ الصَّادرات من بينِ سنوات الدِّراسة، بقيمةٍ بلغَت 157.6 مليار دولار، وبشكلٍ عامٍّ ظلَّت الصَّادرات في زيادةٍ مطَّردةٍ منذ عام 2001، ولم تتراجع إلَّا في عام 2009؛ تأثُّراً بالأزمةِ الماليَّة العالميَّة لتصل إلى 102.1 مليار دولار، ثمَّ عاودت الزِّيادة خلال السَّنوات التَّالية.

وقد تأثَّرت الصَّادرات التُّركيَّة بالعوامل التَّالية:

[1] http://www.turkstat.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=621

1- الاستفادة من العقوباتِ الاقتصاديَّة المفروضةِ على إيران، فازداد حجمُ التَّصدير لإيران خلال الفترة 2007-2014.

2- الاستفادة من العقوباتِ الاقتصاديَّة المفروضة على روسيا، بعد احتلالِ جزيرة القرم عام 2014، حيثُ بلغ حجم التَّبادل التِّجاريِّ بين تركيا وروسيا بحدود 35 مليار دولار سنوياً، قبل اندلاع الأزمة بين البلدَين، حيثُ تعدُّ روسيا وجهةَ تصديرٍ رئيسيةً لصناعة الغزل والنَّسيج والفاكهةِ والخضراوات التُّركيَّة. كما أنَّ هناك تعاوناً في مجالِ الطَّاقة، الأمرُ الذي يشكِّل الرَّكيزة الأساسيَّة للعلاقات الاقتصاديَّة بين البلدَين، مثل مشروع السَّيل التُّركيِّ لنقل الغاز الرُّوسيِّ إلى دول الاتِّحاد الأوروبيِّ عبر الأراضي التُّركيَّة، الذي تمَّت المباشرةُ فيه، ومشروع إنشاء محطَّة أككويو النوويَّة في تركيا.

3- توجَّهت الصَّادرات إلى إفريقيا والدُّول العربيَّة، وإلى باكستان وشرق آسيا، بهدفِ زيادة عدد الزَّبائن لديها.

وعلى نفس نسق الصَّادرات، حقَّقت الواردات السِّلعيَّة بتركيا زيادة مطَّردةٍ على مدار سنواتِ الدِّراسة، فقد بلغت 41.3 مليار دولار في عام 2001، وقفزت إلى 233.7 مليار دولار في عام 2017، إلَّا أنَّ عام 2013 كان الأعلى بينَ سنواتِ الدِّراسة، بقيمةٍ بلغت 251.6 مليار دولار.

وقد بلغ العجزُ بالميزان التِّجاريِّ بين عام 2001-2017 نحو 6.6 ضعفاً، ففي حين بلغ هذا العجز 10 مليار دولار في عام 2001، وصل في عام 2017 نحو 76.1 مليار دولار، والاتِّجاه العامُّ للعجز بالميزان التجّاريِّ هو الارتفاعُ خلال سنواتِ الدِّراسة، إلَّا أنَّ هذا العجز بلغ ذروتَه في عام 2011، حيثُ وصل إلى 105.9 مليار دولار.

وهذا العجز في الميزانِ التِّجاريِّ التُّركيِّ جاء بعد طفرةٍ اقتصاديَّةٍ بدأت مع عام 2002، حتَّى عام 2008 الَّتي اعقبها تعرُّض الاقتصاد التُّركيِّ لتأثيرات الأزمة الماليَّة في عام 2008 التي عملت على تراجُع الصَّادرات التُّركيَّة إلى الاتِّحاد الأوربيِّ، حيث بلغ إجماليُّ الصَّادرات التُّركيَّة إلى دول العالم 102.1 مليار دولار في عام 2009، كما هو مبيَّنٌ بالجدول (2-5)، في حين كانَ إجماليُّ الواردات لنفسِ العام 140.9 مليار دولار. ونتيجةً لما تعرَّضت له البلادُ بدأت تركيا في استكشاف أسواقٍ بديلةٍ لمواجهة آثار الأزمة الماليَّة التي كان من آثارِها تحسُّن مستوى الصَّادرات

التُّركيَّة إلى دول إفريقيا وآسيا الوسطى بشكلٍ كبيرٍ، وإلى منظَّمة التَّعاون الإسلاميِّ، وكذلك تحسُّن في مستوى الاستثمارِ الأجنبيِّ المباشر معَ دول الشَّرق الأوسطِ الذي وصل إلى ما يقارب 2 مليار دولار.

إنَّ العجز التُّركيَّ ليس مخفياً ولا يؤثِّر على قيمة العملةِ التُّركيَّة، لأنَّ استيراد الموادِّ الأوليَّة سوف يشجِّع التَّصنيع ويزيد الصَّادرات. كما أنَّ السِّياحة تدعم الميزان التِّجاريَّ نظراً لتزايد عدد السُّيَّاح سنوياً باتِّجاه تركيا.

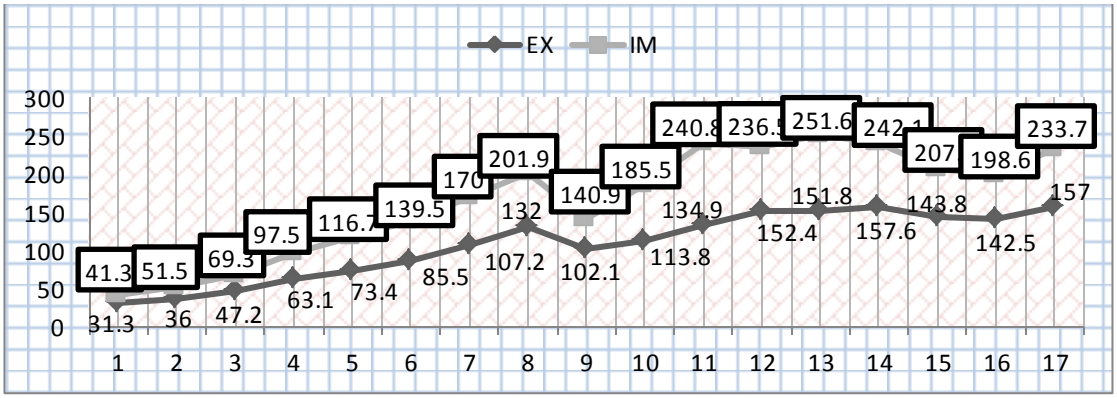
ويُلاحظ أيضاً من الجدول (2-5) أنَّ متوسِّط الصَّادرات بلغ نحو 107.74 مليار دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 43.58، وكان معامل الاختلاف 40.45%. في حين بلغ متوسِّط الواردات 166.15 مليار دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 70.39، وكان معامل الاختلاف 42.36%.

إنَّ معامل الاختلافِ للصَّادرات التُّركيَّة أقلُّ من معامل الاختلاف للواردات التُّركيَّة، وبالتَّالي فإنَّ الصَّادرات التُّركيَّة أقلُّ تشتُّتاً من الواردات التُّركيَّة.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط إجماليِّ التِّجارة الخارجيَّة التُّركيَّة خلال فترة الدراسة فقد بلغ 273.89 مليار دولار بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 113.89، وكان معامل الاختلاف 41.60%.

وترجع الزِّيادة في التِّجارة الخارجيَّة بشكلٍ عامٍّ إلى التحوُّلات الاقتصاديَّة العديدة التي شهدتها تركيا، بسبب التغيُّرات في حركة التَّصنيع واستراتيجيَّة التَّنمية الاقتصاديَّة التي أصبح القطاع الزِّراعي مسانداً للقطاع الصِّناعي.

الشكل (2-6) الصادرات والواردات التركية خلال الفترة 2001-2017



2-2-4 التَّوزيع الجغرافيُّ للتِّجارة الخارجيَّة التركيَّة:

2-2-4-1 التَّوزيع الجغرافيُّ للصَّادرات:

يتَّضح من الجدول (2-6) أنَّ ألمانيا تأتي على رأس قائمة الدُّول المستقبلة للصَّادرات التُّركيَّة، كما أنَّ بين قائمةِ أكبر 20 وجهةً للصَّادرات التُّركيَّة، توجد بينها خمسُ دولٍ عربيَّة، هي: (الإمارات العربية، والعراق، والسُّعوديَّة، ومصر، والجزائر)، وكان ترتيب هذهِ الدُّول العربيَّة في هذه القائمة على النَّحو التَّالي (3، 4، 18، 19، 20)، وترتيب الدُّول العربيَّة بهذه القائمةِ له اعتباراتٌ لا بدَّ من الاهتمام بها وتوضيحُها:

الإمارات العربيَّة: تأتي في المرتبة الثَّالثة من بين الدُّول العشرين الكبرى في استقبالِها للصَّادرات التُّركيَّة والأولى عربيًّا، بقيمةٍ بلغت 9.1 مليار دولار في عام 2017، بعد أن كانت بحدود 7.9 مليار دولار في عام 2008، وتمثِّل حصَّة الإمارات من استقبال الصَّادرات التُّركيَّة 5.8% من إجماليِّ الصَّادرات التُّركيَّة في عام 2017، كما يُلاحظ أيضاً أنَّ حصَّة الإمارات من الصَّادرات انخفضت إلى أدنى مستوى لها في عام 2009، ويرجع ذلك إلى أثر الأزمةِ الماليَّة العالميَّة في عام 2008، التي أثَّرت على جميع دول العالم، كما يُلاحظ أيضاً أنَّ حصَّة الإمارات من الصَّادرات التُّركيَّة شبه مستقرَّة بين 2013-2015، حيث بلغَت قيمة تلك الصَّادرات على التَّوالي 4.9، 4.6، 4.6 مليار دولار.

العراق: تحتلُّ المرتبة الرَّابعة في قائمة الدُّول العشرين الكبرى المستقبلةِ للصَّادرات التُّركيَّة، والثَّانية عربيًّا بعد الإمارات العربيَّة، ويمكن إرجاع ذلك إلى القرب الجغرافيِّ ووجود حدود بريَّة مشتركةٍ بين البلدَين، وكذلك الحالة التي تعيشُها العراق من فراغٍ إنتاجيٍّ واقتتالٍ طائفيٍّ ووجود الإرهاب في العراق، الأمرُ الذي أدَّى لانخفاضِ الأنشطة الإنتاجيَّة والصناعيَّة وتراجعها، ممَّا أدَّى بها لاستيراد جزءٍ كبيرٍ من احتياجاتها من الخارج، فالعراقُ كانت تستقبل في عام 2008 سلعاً تركيَّة بقيمة 3.9 مليار دولار تقريباً، بينما استقبلت من السِّلع التركيَّة في عام 2017 ما قيمتُه 9 مليار دولار، وتمثِّل هذه القيمة ما نسبته 5.8% من إجماليِّ الصَّادرات التُّركيَّة في عام 2017.

السُّعوديَّة: تأتي في المرتبة 18 من قائمة الدُّول العشرين الكبرى المستقبلةِ للصَّادرات التُّركيَّة، في حين تحتلُّ المرتبة الثَّالثة عربيًّا، ويُلاحظ أنَّ حصَّة السُّعوديَّة من الصَّادرات التُّركيَّة، طبيعيَّة وشبه مستقرَّة ولم تطرأ عليها طفراتٌ كما هو الحالُ بالنِّسبة لدولة الإمارات العربيَّة، فبلغت

الصَّادرات التُّركيَّة للسُّعودية 2.7 مليار دولار في عام 2017، في حين كانت هذهِ الصَّادرات في عام 2008، ما قيمتُه 2.2 مليار دولار، الأمرُ الذي يشير إلى حالةِ شبهِ الاستقرار للصَّادرات التُّركيَّة إلى السُّعوديَّة. وبلغت حصَّة السُّعوديَّة ما نسبته 1.7% من إجماليِّ الصَّادرات التُّركيَّة لعام 2017.

مصر: استقبلت مصر ما قيمتُه 2.3 مليار دولار من الصَّادرات التُّركيَّة عام 2017، وبلغت حصَّة مصر ما نسبتُه 1.5% عام 2017، لتأتي في المرتبة 19 من بين قائمةِ الدُّول العشرين الكبرى المستقبلة للصَّادرات التركيَّة، والرَّابعة عربيًّا، بعد كلٍّ من الإمارات والعراق والسُّعوديَّة، في حين كانت حصَّة مصر من الصَّادرات التُّركيَّة في عام 2008 بحدود 1.4 مليار دولار، الأمرُ الذي يشيرُ إلى شبه استقرار في الصَّادرات التُّركيَّة إلى مصر، خلال الفترة 2008-2017.

الجزائر: تأتي في المرتبة الأخيرة (20) في قائمة أكثرِ عشرين دولةً مستقبلةً للصَّادرات التُّركيَّة، وفي المرتبة الخامسةِ عربيًّا، فقد كانت قيمة هذه الصَّادرات إلى الجزائرِ بحدود 1.7 مليار دولار عام 2017، في حين كانت هذه الصَّادرات عام 2008، ما قيمتُه 1.6 مليار دولار، الأمرُ الذي يشير أيضاً إلى شبه استقرارٍ في الصَّادرات التُّركيَّة إلى الجزائر خلال الفترة 2008-2017.

جدول (2-6) التَّوزيع الجغرافيُّ للصَّادرات التركية لأكبر 20 دولة مستقبلة للصادرات التركية خلال الفترة (2008-2017) القيمة بالمليار دولار

الدولة	الأعوام									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ألمانيا	12.9	9.7	11.4	13.9	13.1	13.7	15.1	13.4	13.9	15.1
بريطانيا	8.1	5.9	7.2	8.1	8.6	8.7	9.9	10.5	11.6	9.6
الإمارات	7.9	2.8	3.3	3.7	8.1	4.9	4.6	4.6	5.4	9.1
العراق	3.9	5.1	6	8.3	10.8	11.9	10.8	8.5	7.6	9
أمريكية	4.2	3.2	3.7	4.5	5.6	5.6	6.3	6.3	6.6	8.6
إيطاليا	7.8	5.8	6.5	7.8	6.3	6.7	7.1	6.8	7.5	8.4
فرنسا	6.6	6.2	6	6.8	6.1	6.3	6.4	5.8	6	6.5
إسبانيا	4	2.8	3.5	3.9	3.7	4.3	4.7	4.7	4.9	6.3
هولندا	3.1	2.1	2.4	3.2	3.2	3.5	3.4	3.1	3.5	3.8
الكيان الصهيوني	1.9	1.5	2	2.3	2.3	2.6	2.9	2.6	2.9	3.4
إيران	2	2	3	3.5	9.9	4.1	3.8	3.6	4.9	3.2
بلجيكيا	2.1	1.7	1.9	2.4	2.3	2.5	2.9	2.5	2.5	3.1
رومانيا	3.9	2.2	2.5	2.8	2.4	2.6	3	2.8	2.6	3.1
بولندا	1.5	1.3	1.5	1.7	1.8	2	2.4	2.3	2.6	3
الصين	1.4	1.6	2.2	2.4	2.8	3.6	2.8	2.4	2.3	2.9
بلغاريا	2.1	1.3	1.4	1.6	1.6	1.9	2	1.6	2.3	2.8
روسيا	6.4	3.1	4.6	5.9	6.6	6.9	5.9	3.5	1.7	2.7
السعودية	2.2	1.7	2.2	2.7	3.6	3.1	3	3.4	3.1	2.7
مصر	1.4	2.5	2.2	2.7	3.6	3.2	3.2	3.1	2.7	2.3
الجزائر	1.6	1.7	1.5	1.4	1.8	2	2	1.8	1.7	1.7
آخرون	46.1	36.9	37.9	44.2	47.1	50.7	54.4	49.4	45.1	48.8

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معهد الإحصاء التركي[1].

2-2-4-2 التوزُّع الجغرافيُّ للواردات:

من خلال بيانات أكبر 20 دولةً مصدِّرة لتركيا، تصدَّرت الصِّين هذه القائمة لعام 2017 بقيمة بلغت 23.3 مليار دولار، بعد أن كانت 15.6 مليار دولار عام 2008، وتمثِّل حصَّة الصِّين من الواردات الإجماليَّة لتركيا عام 2017 ما نسبتُه 10%. وحلَّت ألمانيا في المرتبة الثَّانية بحصَّةٍ بلغت قيمتُها 21.3 مليار دولار، بعد أن كانت 18.6 مليار دولار في عام 2008،

[1] http://www.turkstat.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=1545

وتعدُّ ألمانيا الشَّريك التِّجاريَّ الأوَّل لتركيا، بحجم تجارةٍ يصل إلى 36.4 مليار دولار، ويمثِّل ما نسبتُه 9.3% من إجماليِّ التِّجارة التُّركيَّة، البالغة 390.7 مليار دولار عام 2017.

كما يتَّضح من الجدول (2-7) أنَّ دولةً عربيَّة وحيدةً تعتبر من الدُّول العربيَّة المصدِّرة لتركيا وهي الإمارات العربيَّة، وحلَّت في المرتبة 13 بين قائمةِ أكثر 20 دولةً مصدِّرةً لتركيا لعام 2017، بقيمةٍ بلغت 5.5 مليار دولار، وبنسبةٍ بلغت 2.4% من إجماليِّ الواردات التُّركيَّة لعام 2017. في حين كانت قيمة صادرات الإمارات العربيَّة إلى تركيا عام 2008 ما قيمتُه 0.6 مليار دولار، بنسبةٍ بلغت لنفس العام 0.3%.

ولكنَّ الملفت للنَّظر أنَّ إيران حلَّت في المرتبة السَّابعة من بين الـــ 20 دولةً المصدِّرة لتركيا، بقيمةٍ بلغت 7.4 مليار دولار في عام 2017، لتمثِّل نسبة 3.2% من إجماليِّ الواردات التُّركيَّة لعام 2017. في حين كانت حصَّة إيران من الواردات التُّركيَّة 8.1 مليار دولار عام 2008، وقد بلغت ذروتَها الوارداتُ التُّركيَّة من إيران عام 2011 بقيمةٍ بلغت 12.4 مليار دولار، ثمَّ أخذت بالتَّراجع مرَّةً أخرى لتقترب بشدَّةٍ في عام 2017 لما كانت عليهِ معدَّلات الأداء في عام 2008، ويعدُّ النِّفط هو السِّلعة الرئيسيَّة للواردات التُّركيَّة من إيران.

جدول (2-7) التَّوزيع الجغرافيُّ للواردات التركيَّة لأكبر 20 دولةً مصدِّرة لتركيا خلال الفترة (2008-2017) القيمة بالمليار دولار

الدولة	الأعوام									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الصين	15.6	12.6	17.1	21.6	21.2	24.6	24.9	24.8	25.4	23.3
ألمانيا	18.6	14	17.5	22.9	21.4	24.1	22.3	21.3	21.4	21.3
روسيا	31.3	19.4	21.6	23.9	26.6	25	25.2	20.4	15.1	19.5
أمريكية	11.9	8.5	12.3	16	14.1	12.5	12.7	11.1	10.8	11.9
إيطاليا	10.6	7.5	10.1	13.4	13.3	12.8	12	10.6	10.2	11.3
فرنسا	9	7	8.1	9.2	8.5	8	8.1	7.5	7.3	8
إيران	8.1	3.4	7.6	12.4	11.9	10.3	9.8	6	4.6	7.4
سويسرا	5.5	1.9	3.1	5	4.3	9.6	4.8	2.4	2.5	6.8
كوريا ج	4	3.1	4.7	6.2	5.6	6	7.5	7	6.3	6.6
بريطانيا	5.2	3.4	4.6	5.8	5.6	6.2	5.9	5.5	5.3	6.5
إسبانيا	4.5	3.7	4.8	6.1	6	6.4	6	5.5	5.6	6.3
الهند	2.4	1.9	3.4	6.4	5.8	6.3	6.8	5.6	5.7	6.2
الإمارات	0.6	0.6	0.6	1.6	3.5	5.3	3.2	2	3.7	5.5

اليابان	4	2.7	3.2	4.2	3.6	3.4	3.1	3.1	3.9	4.2
هولندا	3	2.5	3.1	4	3.6	3.3	3.5	2.9	3	3.7
بلجيكا	3.1	2.3	3.2	3.9	3.6	3.8	3.8	3.1	3.2	3.7
بولندا	1.9	1.8	2.6	3.4	3	3.1	3	2.9	3.2	3.4
ماليزيا	1.5	0.9	1.1	1.5	1.2	1.2	1.1	1.3	1.9	3.1
فيتنام	0.4	0.4	0.7	1	1.2	1.6	2	1.7	1.7	3
التشيك	1.3	1	1.3	1.7	2	2.6	2.4	2.2	2.5	2
آخرون	58.2	41.1	53.8	69.4	69.6	74.2	73	59.3	54.3	68

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معهد الإحصاء التركي[1].

كما انعكسَ توتُّر العلاقات التُّركيَّة مع كلٍّ من إيران وروسيا على حجم التَّبادل التِّجاريِّ مع أكبر شريكَين إقليميَّين لتركيا، حيث تراجعَ التَّبادل التِّجاريُّ مع إيران من 22 مليار دولار عام 2012، بلغت الصَّادرات التُّركيَّة منه نحو 10 مليار دولار، ليتراجعَ في عام 2017 إلى حوالي 10.6 مليار دولار، حيث لم تتجاوز الصَّادرات التُّركيَّة إلى إيران في نفس العام 3.2 مليار دولار. وفيما يتعلَّق بحجم التَّبادل التِّجاريِّ بين تركيا وروسيا فقد وصل في عام 2012 إلى 33.2 مليار دولار، في حين تراجع بشكلٍ كبيرٍ حتَّى عام 2016 إلى 16.8 مليار دولار، وذلك بسببِ توتُّر العلاقات التُّركيَّة الرُّوسيَّة على أثر إسقاطِ المقاتلات التُّركيَّة للطَّائرة الرُّوسيَّة في عام 2015، ثمَّ ارتفع في عام 2017 إلى 22.2 مليار دولار، حيثُ بلغت الواردات التُّركيَّة من روسيا 19.5 مليار دولار في ذلك العام، الأمرُ الذي يدلُّ على تحسُّن العلاقات بين البلدَين.

2-2-5 قطاع السِّياحة التُّركيَّة:

تساهم السِّياحة بدرجةٍ ملموسةٍ في جذبِ جزءٍ مهمٍّ من النَّقد الأجنبيِّ لتنفيذ خطط التَّنمية الشَّاملة من خلال أنواع التدفُّقات النَّقديَّة الأجنبيَّة المحصَّلة، سواء من مساهمة رؤوسِ الأموالِ الأجنبيَّة في الاستثمارات الخاصَّة بقطاع السِّياحة أو الإيرادات السِّياحيّة التي تحصل عليها الدَّولة مقابل منحِ تأشيراتِ الدُّخول، والإيرادات الأخرى للفنادق من السَّائحين، إضافةً إلى الإنفاق اليوميِّ للسَّائحين مقابل الخدماتِ السِّياحيَّة وفروق تحويل العملةِ، أو من خلالِ بيعِ المنتجات الوطنيَّة.

[1] http://www.turkstat.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=1546

تُظهرُ الإحصائيَّات المتعلِّقة بالسِّياحة الأثر الاقتصاديَّ لها في زيادة الإيرادات السِّياحيَّة من النَّقد الأجنبيِّ، حيث إنَّ دَخْلَ السِّياحة أصبح يمثِّل المصدر الأوَّل للعملات الأجنبيَّة لحوالي 38% من دول العالم، ومن أكبر خمس مصادر لبقيَّة الدُّول[1].

وقد حظيت تركيا بتجربةٍ استثنائيَّة في مجال تنمية القطاع السِّياحيِّ وتطويرِه، الأمرُ الذي جعل منها المقصد السِّياحيَّ الأوَّل في منطقة الشَّرق الأوسط وشمال إفريقيا.

حيث تُعدُّ السِّياحة من الأنشطة الاقتصاديَّة البارزة في تركيا، ويظهرُ ذلك من خلال الإحصائيَّات الواردة في الجدول (2-8) التي تشمل أعداد السَّائحين، وقيمة الإيرادات السِّياحيَّة المتحقِّقة، خلال الفترة 2001-2017، وتُعدُّ تركيا من أكبر 10 مقاصد سياحيَّة على مستوى العالم.

الجدول (2-8) عدد السائحين والإيرادات السياحية خلال الفترة 2001-2017

السنة	عدد السائحين بالمليون نسمة	الإيرادات السياحية بالمليار دولار	الناتج المحلي الإجمالي مليار $	الإيرادات/GDP %
2001	11.6	10.8	200	5.4
2002	13.2	12.4	238	5.21
2003	13.9	13.8	311	4.44
2004	17.5	17	404	4.21
2005	21.1	20	501	3.99
2006	19.8	18.5	552	3.35
2007	23.3	20.9	675	3.09
2008	26.3	25.4	764	3.32
2009	27.0	25	644	3.88
2010	28.6	24.9	771	3.23
2011	31.4	28.1	832	3.38
2012	31.7	29	873	3.32
2013	34.9	32.3	950	3.4
2014	36.8	34.3	934	3.67
2015	36.2	31.4	859	3.65
2016	25.3	22	857	2.57
2017	32.4	26.2	851	3.08

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معهد الإحصاء التركي

ارتفعت عائداتُ قطاع السِّياحة التُّركيِّ خلال 2017، بنسبة 18.9%، مقارنةً مع العام السَّابق لتصل إلى 26 ملياراً و283 مليوناً و656 ألف دولار. وذلك نتيجة عودة الثِّقة بالاقتصاد التُّركيِّ بعد محاولة الانقلابِ العسكريِّ الفاشلة في عام 2016.

[1] سعيدي، يحيى، والعمراوي، سليم، مساهمة قطاع السياحة في تحقيق التنمية الاقتصادية (حالة الجزائر)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 36، 2013، ص ص93-114.

2-2-5-1 السِّياحة العربيَّة في تركيا:

بلغ عدد السَّائحين العرب في تركيا كما هو مبيَّنٌ بالجدول (2-9) في عام 2017 نحو 3.6 مليون سائحٍ، بما يعادل نسبة 11.13%، ويُلاحظ أنَّ إجماليَّ السَّائحين العرب لتركيا مساوٍ تقريباً لعدد السَّائحين الألمان البالغ 3.58 مليون سائح.

جدول (2-9) عدد السيَّاح العرب خلال الفترة 2001-2017

الدولة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
البحرين	2	4	4	3	4	4	5	8	9	9	9	13	16	24	32	41	59
الإمارات	3	4	6	7	8	12	13	19	22	30	35	48	52	53	51	38	49
فلسطين	1	2	3	2	3	3	3	4	5	4	5	6	7	11	16	19	32
العراق	16	15	24	111	107	123	180	250	285	280	369	533	730	857	1094	420	896
قطر	0.6	0.8	1	1	1	2	3	4	4	6	7	13	18	29	35	32	48
الكويت	5	6	8	7	11	11	12	22	26	27	41	65	88	133	174	179	255
لبنان	22	31	34	36	41	35	45	53	71	134	137	144	143	161	197	191	237
سورية	109	126	154	195	288	277	332	406	509	899	974	730	1252	1176	847	291	404
السعودية	20	25	23	25	36	38	41	55	66	84	116	175	234	341	450	530	651
عمان	0.5	1	1	0.5	0.7	0.2	0.3	5	5	5	5	7	8	14	18	13	25
الأردن	27	33	36	40	43	46	61	74	87	96	94	102	102	131	162	203	277
اليمن	1	1	2	3	2	2	4	4	6	6	8	11	17	26	24	25	28
الجزائر	39	41	42	44	45	38	45	63	91	67	84	104	118	160	171	176	213
المغرب	11	12	13	15	24	30	37	44	65	57	68	77	82	89	109	87	114
ليبيا	31	29	28	27	29	31	33	43	64	60	53	213	264	267	234	72	99
مصر	22	21	23	34	43	42	52	57	66	61	79	112	107	108	100	94	100
السودان	1	2	1	2	2	4	5	8	10	6	7	8	9	10	11	10	12
تونس	44	51	46	52	61	47	41	42	56	57	63	86	91	100	102	100	111

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معهد الإحصاء التركي.

من خلال البيانات الواردةِ في الجدول أعلاه (الأرقام بالألاف) نجدُ أكثر السَّائحين العرب تدفُّقاً على تركيا يأتي من العراق بواقع ما يزيد 896 ألف سائحٍ، ويفرض هذا الظُّروف السِّياسيَّة والاجتماعيَّة التي يعيشها العراق، حيث تعتَبرُ الملاذ الآمن لكثيرٍ من العراقيِّين الفارِّين من الأوضاع غير المستقرَّة سياسيَّاً وأمنيَّاً في العراق. وتلي العراقَ المملكةُ العربيَّة السُّعوديَّة بواقع 651 ألف سائح، ثمَّ حلَّت سوريَّة في المرتبة الثَّالثة بنحو 404 ألف سائح.

كما يتبيَّن من الجدول أعلاه أنَّ سوريَّة حلَّت بالمرتبة الأولى من حيثُ عدد السَّائحين الوافدين لتركيا خلال الفترة 2001-2017، حيثُ بلغت أعلى نسبة للسَّائحين السُّوريِّين في عام 2013، بعدد تجاوز 1,252 مليون سائح. وذلك نتيجة تطوُّر العلاقات التُّركيَّة السُّوريَّة منذ عام 2000، وفتح الحدود بالاتِّجاهَين أمام مواطنَي البلدَين وتنشيطِ حركة السِّياحة قبل اندلاع الحرب على سورية في عام 2011، وكذلك نتيجة الحرب الكونيّة على سورية.

وعلى الرَّغم من قلَّة عدد السَّائحين العرب بغيرهم من السَّائحين من مناطقَ أخرى، إلَّا أنَّ جزءاً كبيراً من السِّياحة العربيَّة، يتَّسم بفترات تواجُدٍ أكثرَ، وتزيدُ معدلاتُ إنفاقهم بشكلٍ كبير، بسبب إقامتِهم الدَّائمة بتركيا، حيث يعتمد كثيرٌ منهم على استقدام مدَّخراتهم، أو استقبال تحويلاتٍ من ذويه من خارج تركيا، وباستثناء اللَّاجئين السُّوريِّين، تعتَبرُ الجاليات الموجودةُ في تركيا حالياً، مصدراً لتدفُّق التَّحويلات بالعملاتِ الأجنبيَّة في تركيا، ويمارس بعضُهم الاستثمار والتِّجارة، وإن صُنِّفَ حضورُهم لتركيا في إطار سياحيٍّ.

أمَّا بالنِّسبة للسِّياحة الخليجيَّة في تركيا، فتظهر الأرقام أنَّ عدد السَّائحين الخليجيِّين بلغ في عام 2017 ما يزيد عن مليون سائح، يأتي ما يقارب 60% منهم من السُّعوديَّة، ويمثِّل السَّائحون الخليجيُّون بشكلٍ عامٍّ نسبة 3.35% من إجماليِّ السَّائحين الوافدين إلى تركيا عام 2017.

6-2-2 مؤشِّر التَّضخُّم في تركيا:

يعتَبر التضخُّم عنصراً تقليديَّاً في الاقتصاد التركيِّ فهو حالةٌ اجتماعيَّة واقتصاديَّة ترافقت مع نشأة الدَّولة التركيَّة، ويحتلُّ التضخُّم موقعاً مهمَّاً في الفكر الاقتصاديِّ ومنه الكلاسيكيِّ، بحيث كان لمسألةِ عرض النُّقود المتداولة وارتفاع الأسعار وجهاتُ نظرٍ، إلَّا أنَّ معظم تحليلاتِ الرَّأي تقترب من فرضيَّة الاقتصاديِّ فريدمان، الذي قال: إنَّ التضخُّم هو ظاهرةٌ نقديَّة، وافترض أنَّ مصدر التضخُّم هو معدَّل عالٍ من عرض النُّقود، وهكذا اتَّفق النَّقديون على أنَّ التضخُّم لا بد أن يكون نتيجةً لارتفاعٍ في معدَّل نموِّ عرضِ النُّقود[1].

وفيما يتعلَّق بالتضخُّم النقديِّ في تركيا فقد كانت نسبتُه (54.4%) عام 2001، وتناقصت حتَّى وصلت إلى (7.7%) عام 2016، ممَّا يؤشِّر إلى تطوُّر إيجابيٍّ في الاقتصاد التركيِّ واستقرار أسعار السِّلع والخدمات، وتحسُّن السِّياسات النقديَّة والماليَّة المتَّبعة.

[1] خليل، سامي، نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة، الجزء الثاني، الكويت، 1994، ص1501.

الجدول (2-10) معدّلات التضخُّم خلال الفترة (2001-2018)

السنة	معدل التضخم %	السنة	معدل التضخم %
2001	54.4	2010	8.5
2002	44.9	2011	6.4
2003	25.2	2012	8.8
2004	10.5	2013	7.4
2005	10.1	2014	8.8
2006	9.5	2015	7.6
2007	8.7	2016	7.7
2008	10.4	2017	10
2009	6.2	2018	15

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي خلال الفترة (2001-2018).

ازداد التضخُّم منذ عام 2016 بسبب محاولة الانقلابِ الذي حصل في تركيا من قبل جماعة فتح الله غولن واستطاعت الحكومة القائمة إفشال الانقلاب ومعاقبة القائمين عليه، الأمرُ الذي أزعج الولايات المتَّحدة الأمريكيَّة التي كانت تقف وراء هذه الجماعة وتدعمها. وقد فرضت أمريكا عقوبات على تركيا متعدِّدة الاتجاهات، وزادت الرُّسوم الجمركيَّة على البضائع التركيَّة، ممَّا أدَّى لإجراءات تركيَّة مماثلةٍ، الأمر الذي زاد من عمليَّة خروج الرَّساميل الأمريكيَّة من تركيا إلى دول أخرى، الأمرُ الذي زاد أيضاً من حدَّة تقلُّبات اللَّيرة التركيَّة، فانخفضت من 3 ليرات لكل دولار إلى 6.5 ليرة للدُّولار الواحد، وازداد التضخُّم من 10% عام 2017 إلى 15% عام 2018.

2-2-7 الاستثمار الأجنبيُّ:

تعتمد العديد من دول العالم في مصادر تمويلها للمشاريع الاقتصاديَّة على رؤوس الأموال الأجنبيَّة، كسبيلٍ لدعم التَّنمية فيها باللُّجوء إلى الانفتاح على العالم الخارجيِّ، سواءٌ في مجال التِّجارة الخارجيَّة أو الاستثمار الأجنبيِّ، وذلك نتيجة للدَّور الهامِّ الذي يلعبه الاستثمار الأجنبيُّ في اقتصادات البلدان المضيفةِ، وخاصَّة النَّامية باعتبارِه مصدراً تمويليَّاً ووسيلة فعَّالة لاستغلال الموارِدِ الطبيعيَّة، وزيادة معدَّلات التَّشغيل، كما يساهم في انتشار العولمة لكونِه يلقى اهتماماً وتفضيلاً من طرف الدُّول المضيفة[1]، وكذلك نقل التكنولوجيا ونقل المعرفة ورفع مستوى المعيشة للأفراد، لذلك اشتدَّ التَّنافس بين الدُّول على جلب الاستثمارات الأجنبيَّة من خلال تهيئة مناخِ الاستثمار، ومنحِها للحوافزِ والضَّمانات التي تعمل على جلبِها. وما زاد من أهميَّة الاستثمارات

[1] بن مرزوق، نبيل، وسراي، صالح، الاستثمار الأجنبي المباشر ودوره في ترقية الصناعة السياحية في الجزائر-دراسة تحليلية تقييمية، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 3، أيلول 2018، ص ص 83-102.

الأجنبيَّة أنَّها تسهم في توطيد العلاقات الاقتصاديَّة بين دول العالم، وتساعد على إنعاش المستوى العامِّ للاقتصاد الوطنيِّ، وتستخدم في بعض الحالاتِ لمعالجة أزمةِ المديونيَّة الخارجيَّة من خلال آليَّة تحويل الديون إلى استثماراتٍ[1].

وقد مرَّ الاستثمار الأجنبيُّ في تركيا بمراحلَ عدَّة كان لها علاقةٌ مباشرة بالسِّياسات الاقتصاديَّة والأزمات الماليَّة. وقد كانت نسبة الاستثمار الأجنبيِّ من قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال الفترة من 1963-1983 بنسبة 16.3% عام 1963، ثمَّ ارتفعت ووصلت إلى 20.4% عام 1970، إلى أن وصلت إلى 22.45% عام 1975، ثمَّ انخفضت فيما بعدُ لتصل إلى 21.37% عام 1980[2]. أمَّا في أواخر الثَّمانينيات فقد زاد الاستثمار الأجنبيُّ زيادةً كبيرةً، حيث زاد من 106 مليون دولار في عام 1987 إلى 700 مليون دولار في عام 1990، وكان الحافزُ الأساسيُّ للاستثمار الإعفاءات الضَّريبيَّة والجمركيَّة التي وضعتها تركيا وتقديم مزايا أخرى للمستثمرين الأجانب في التملُّك.

الجدول (2-11) الاستثمار الأجنبي في تركيا للمدَّة (2001-2017)

السنة	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي[3] مليار $	نسبة الاستثمار الأجنبي للناتج المحلي[4]
2001	3.35	1.67
2002	1.08	0.45
2003	1.70	0.54
2004	2.78	0.68
2005	10.03	2
2006	20.18	3.65
2007	22.04	3.26
2008	19.85	2.59
2009	8.58	1.33
2010	9.09	1.17
2011	16.18	1.94
2012	13.62	1.55
2013	12.89	1.35
2014	12.82	1.37
2015	17.55	2.04
2016	12.30	1.42
2017	10.88	1.28

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي خلال الفترة (2001-2017)

[1] النداوي، خضير عباس احمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 348-368.

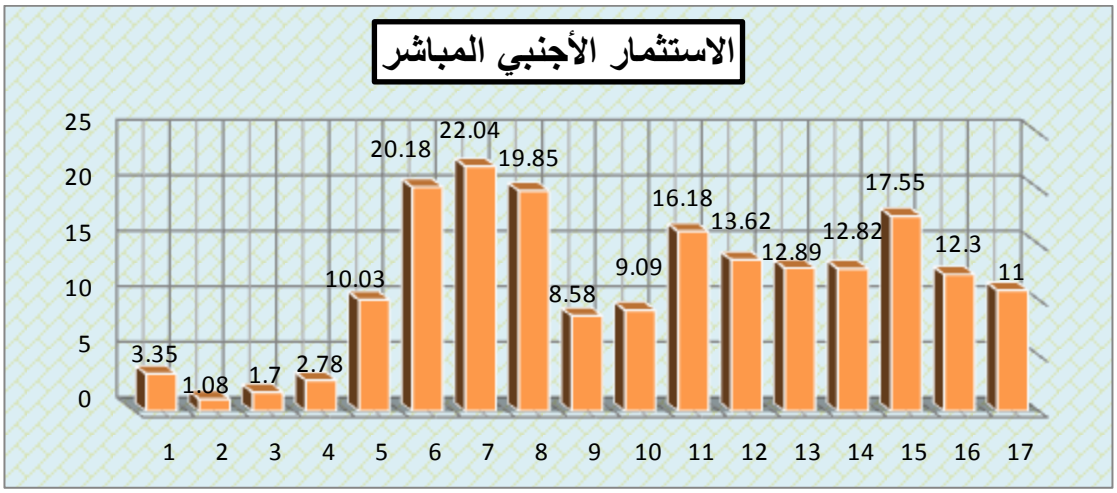
[2] قاعدة بيانات البنك الدولي.

[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD

[4] قاعدة البنك الدولي.

يتَّضح لنا من خلال الأرقام المبيَّنة بالجدول (2-11) أنَّ الاستثمار الأجنبيَّ المباشر في عام 2001 لم يتجاوز 3.35 مليار دولار، ثمَّ انخفضت هذه التدفُّقات بعد آثار أزمة 2001، لتصل إلى 1.08 مليار دولار عام 2002، وهذا يعكس تأثُّر الاستثمار الأجنبيِّ بالأوضاع السِّياسيَّة والاقتصاديَّة والاجتماعيَّة في البلد المضيف، ثمَّ بعد ذلك بدأت بحالةِ الصُّعود المستمرِّ، حتَّى عام 2006-2007، لتصل إلى أعلى مستوى بقيمة 20.18، و22.04 مليار دولار على التَّوالي، ثمَّ تأثَّر حجمُ التدفُّق مرَّةً أخرى بالأزمة الماليَّة العالميَّة التي يتَّضح أثرها عندما هبطت الاستثمارات إلى 8.58 مليار دولار أي بأكثرَ من النِّصف عام 2009، بعد ذلك بدأت عمليَّة انتعاش حتَّى وصلت قيمة الاستثمارات الأجنبيَّة إلى 17.55 عام 2015، لتتراجعَ مرَّة أخرى في عام 2016 لتصلَ إلى 12.30 مليار دولار، متأثِّرة بالانقلاب العسكريِّ الذي حدث عام 2016.

الشَّكل (2-7) تطوُّر الاستثمارات الأجنبيَّة في تركيا خلال فترة الدِّراسة



وبشكلٍ عامٍّ تميَّزت تدفُّقات الاستثمارات الأجنبيَّة المباشرة لتركيا بالزِّيادة خلال سنواتِ الدِّراسة، متأثِّرة بالأزمات الماليَّة كالأزمة الماليَّة العالميَّة 2008 وأزمة الدُّول الأوربيَّة، ولكن كما هو موضَّح بالجدول (2-11) أنَّ الطَّفرة في هذه الزِّيادة بدأت في عام 2005، حيثُ انتقلت تلك التدفُّقات من 2.78 مليار دولار في عام 2004 إلى 10.03 مليار دولار في عام 2005، محقِّقة زيادةً، قدرُها 7.25 مليار دولار، واستمرَّت هذه الطَّفرة في عام 2006، لتتضاعف تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ خلال عام واحدٍ، لتصل إلى 20.18 مليار دولار في عام 2006، أي بزيادة قدرُها 10.15 مليار دولار. وقد بلغت الطَّفرة ذروتَها في عام 2007، لتصل إلى 22.04 مليار دولار. وبحسب بيانات وزارة الاقتصاد التركيِّ فإنَّ هناك تحوُّلاً في عدد الشَّركات الأجنبيَّة التي

تستثمر في تركيا، فقد بلغ حجم هذه الشَّركات في عام 2005 حوالي 11700 شركة، ثـمَّ ازداد عددها إلى 15 ألف شركة في عام 2006، وتواصل زيادة عددِها حتَّى وصلت في عام 2009 إلى 23.700 ألف شركةٍ، ثمَّ أصبح عددها 33.8 ألف شركة في عام 2012، أمَّا في عام 2014 فقد أصبح عدد الشَّركات الأجنبيَّة العاملة في تركيا 39.2 ألف شركة. في حين أصبح عددُها 53.200 ألف شركةٍ أجنبيَّة في نهاية عام 2016 تعمل داخل تركيا.

وتجدر الإشارة إلى أنَّ قطاع الصِّناعة يعتَبر من أهمِّ القطاعات التي تجذب الاستثمارات، وأنَّ غالبيَّة هذه الاستثمارات تأتي من دول أوربا المتقدِّمة أوَّلاً، وبعد ذلك من أمريكا الشِّـمالية ودول الخليج والدُّول الأسيويَّة، كما هو مبيَّن بالجدول (2-13). وتأتي الاستثمارات الأجنبيَّة إلى تركيـا للعمل في المجال الصِّناعي وإقامة مشاريع صناعيَّة متعدِّدة التخصُّصات، وكذلك للاستثمار فـي الأنشطة السِّياحيَّة متعدِّدة الأهداف.

الجدول (2-12) التَّوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبيِّ بتركيا خلال الفترة 2010-2016 (مليون دولار).

القطاع	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الزراعة	81	32	43	47	61	31	26
الصناعة	2887	8038	5,480	4,757	4,258	5,772	2,669
الخدمات	3288	8067	5238	5086	4312	6271	4191

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على وزارة الاستثمار التركية[1].

يتَّضح من البياناتِ المبيَّنة في الجدول أعلاه، أنَّ قطاعَي الصِّناعة والخدمات يستحوذان على النَّصيب الأكبر من تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر، بينما قطاع الزِّراعة جاء في المرتبة الأخيرة، ويعدُّ نشاط الزِّراعة من الأنشطة التي تتمتَّع فيها تركيا بميزةٍ نسبيَّة.

وتكاد تقترب نسبة كلٍّ من قطاعَي الصِّناعة والخدمات من تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ، وإن تقدَّم أحدهما على الآخر في بعض السَّنوات، إلَّا أنَّه عادَّة ما يكون الفارق قليلاً، حيث استحوذ قطاع الخدمات على الحصَّة الأكبر في أغلب السَّنوات إلَّا في عام 2012، فقد اختلف الوضع لصالح قطاع الصِّناعة، حيثُ كانت حصَّة قطاع الصِّناعة أكبرَ من حصَّة قطاع الخدمات، حيثُ كان

[1] http://www.invest.gov.tr/ar-SA/investmentguide/investorsguide/Pages/FDIinTurkey.aspx

نصيب قطاع الصِّناعة 5.4 مليار دولار، في حين كان نصيبُ قطاع الخدمات 5.2 مليار دولار لنفس العام.

وفي ضوء هذه النَّتائج يمكن القولُ إنَّ تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر في تركيا كانت في الإجماليِّ إيجابيَّة، إذ إنَّها ابتعدت عن المضاربات، وركَّزت على الأنشطة الإنتاجيَّة والخدميَّة.

الجدول (2-13) مصادر تدفُّقات الاستثمارات الأجنبيَّة خلال الفترة 2010-2016، القيمة بالمليون دولار

بيان	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
أوربا	5248	4939	12588	7927	6424	6369	7980	4391
إفريقيا	2	-	-	-	221	42	-	-
أمريكا	331	384	1485	491	343	334	1630	458
آسيا	673	928	2055	2337	2899	1886	2464	2008
الشرق الأوسط والأدنى	361	473	1558	1593	2286	1336	1317	1253
الخليج العربي	209	388	195	940	880	364	460	446

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على وزارة الاستثمار التركية[1].

تُعدُّ أوربا الرَّافد الأوَّل لتدفُّق الاستثمار الأجنبيِّ لتركيا، تليها آسيا، ثمَّ الشَّرق الأوسط والأدنى، ثمَّ أمريكا، وتعدُّ أفضل سنواتِ تدفُّق الاستثمارات الأجنبيَّة من أوربا لتركيا في عام 2011، إذ بلغت 12.5 مليار دولار، بينما كانت أفضل سنواتِ تدفُّق الاستثمار الأجنبيِّ بالنِّسبة لآسيا كانت في عام 2013 بحجمِ تدفُّق بلغ 2.8 مليار دولار.

أمَّا فيما يتعلَّق بمساهمة دول الشَّرق الأوسط والأدنى في تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ إلى تركيا، مقارنةً بوضع أوربا وآسيا، فأفضل سنواتِ أداءِ دول الشَّرق الأوسط والأدنى في هذا المؤشِّر كانت في عام 2013 بقيمة بلغت 2.2 مليار دولار.

أمَّا فيما يخصُّ دول الخليج العربيِّ، فقد كان أفضل سنوات تدفُّق الاستثمارات الخليجيَّة لتركيا عام 2012 حيثُ بلغت هذه التدفُّقات 940 مليون دولار، ثمَّ عادت للتَّراجع مرَّة أخرى في الأعوام 2014، 2015، 2016، لتصل على التَّوالي 364، 460، 446 مليون دولار، متأثِّرة بالتَّداعيات

[1] http://www.invest.gov.tr/ar-SA/investmentguide/investorsguide/Pages/FDIinTurkey.aspx

السَّلبيَّة لأزمة انهيار أسعار النِّفط، وكذلك حرب اليمن التي قد تكون سبباً لاستمرار تراجُع تدفُّقات الاستثمارات الخليجيَّة لتركيا على الأقلِّ في الأجل المتوسِّط.

2-2-8 الديون الخارجيَّة التركيَّة:

تحتاج أيُّ دولة للمحافظة على قوَّة اقتصادِها إلى التَّمويل الدَّاخليِّ والخارجيِّ، ويستَحسن أن تعتمد على نفسِها قبل كلِّ شيءٍ، لكي تبتعد عن السِّياسات الخارجيَّة للقروض أو الاعتماد على الغير، ولا يمكن إنكار دور القروض الخارجيَّة، وخاصَّة إذا لم يكن بإمكان الدَّولة سدَّ كافَّة احتياجاتِها من النَّواحي العمرانيَّة أو التَّطوُّرات في المجالات المختلفة[1].

مثَّلت القروض الخارجيَّة تحدِّياً خطيراً للاقتصاد التركيِّ خلال القرن الماضي، ممَّا أدَّى إلى تراكم ديونٍ خارجيَّة ضخمةٍ، خاصَّة في فترة التِّسعينات.

ففي عام 1970 بلغ حجم الدَّين الخارجيِّ حوالي 2.2 مليار دولار، ثمَّ ارتفع إلى 3.5 مليار دولار عام 1975، ثمَّ وصل إلى 12.5 في نهاية عام 1977، ثمَّ ارتفع ليصل إلى 13.5 مليار دولار عام 1978. وفي عام 1979، ومن أجل استرداد الديون فرضت عدَّة شروط على تركيا من قبل صندوق الدوليِّ كان منها تخفيض سعر اللِّيرة التركيَّة بنسبة 20-30%، ورفع الدَّعم عن الحاجات الضَّروريَّة وتقليص النَّفقات الحكوميَّة وعدد موظَّفي القطاع العامِّ، وتخصيص مساحات أكبر للقطاع الخاصِّ، كما خفضت الدَّولة عائداتها الجمركيَّة بالنِّسبة إلى الواردات على أملِ أن تؤدِّي هذه الخطوة إلى تحسين نوعيَّة الإنتاج؛ بغية زيادة صادرات البلاد إلى الخارج[2].

خفضت المصارفُ الفوائد التي على القروض، فسحبت الودائعُ من المصارف وهذا أدَّى إلى أزمةِ سيولةٍ فائقةٍ في المصارف، فتهاوت كلُّها عدا المصارف الأجنبيَّة أو المدعومة من مصارف أجنبيَّة وهذا بدوره أدَّى إلى إفلاسٍ جماعيٍّ للمدَّخرين. كما كانت الصِّناعة التركيَّة كمثيلاتها من دول العالم الثَّالث تستورد الموادِّ الأوليَّة والخام من الخارج، ولم تحاول الاستفادة من الموادّ الأوليَّة المحليَّة. ومن جهةٍ ثانية فقد استفادت شركاتٌ أخرى من هذه التَّطوُّرات السَّلبيَّة، فابتلعت

[1] الطويل، رواء زكي يونس، مرجع سبق ذكره، ص64.
[2] الطويل، رواء زكي يونس، المرجع السابق، ص66.

الشَّركات الصَّغيرة، وأصبح هناك حوالي 25 شركة[1] كبيرةً تستفيد من الإعفاءات الضَّريبية على الصَّادرات التي بلغت حوالي (20%-25%)، فضلاً عن حصولها على تحويل العملاتِ الصَّعبة إلى الخارج، وتتمتَّع هذه الشَّركات بامتيازاتِ التَّصدير لأكثر من 70% من الصَّادرات التُّركيَّة.

وفي عام 1980 بلغ حجم الديون الخارجيَّة لتركيا (15.7) مليار دولار، أمَّا في عام 1999 فقد تجاوزت هذه الديون (100) مليار دولار، بفائدة سنويَّة تزيد عن 5 مليار دولار، كما بلغت الديون الدَّاخليَّة لتركيا عام 1980 ما يقارب 79 مليار دولار، لتصل عام 1999 إلى 636 مليار دولار، ولكنَّ الذي عمَّق أزمة الديون كان عدم استعمال القروض التي تقترضها تركيا في مشاريع تنمويَّة، وكذلك كان 95% من فوائد القروض الدَّاخليَّة تسدَّد من قيمة إيرادات جمعِ الضَّرائب المفروضة التي تشكِّل أهمَّ إيرادات الحكومة التركيَّة[2].

جدول (2-14) الدين العامُّ الخارجي لتركيا خلال الفترة 2001-2017 (القيمة بالمليار دولار)

السنة	إجمالي الدين الخارجي[3]	نسبة الدين للدخل القومي[4]	نصيب القطاع الخاص من الدين الخارجي[5]	نصيب القطاع الخاص كنسبة من إجمالي الدين الخارجي	الديون الخارجية قصيرة الأجل[6]
2001	112.9	57.84	28.6	25.3	16.3
2002	129.5	55.37	31.2	24	16.4
2003	144	47.04	31.2	21.6	23
2004	159.6	39.98	37.3	23.3	30.8
2005	173.6	34.99	55.4	31.9	38.9
2006	211	38.61	87.3	41.3	42.8
2007	260	38.84	126.8	48.7	43.1
2008	290.5	38.39	145.4	50	52.5
2009	278.8	43.77	133	47.7	48.9
2010	300.8	39.31	123	40.8	77.2
2011	305.5	37.02	124.2	40.6	81.5
2012	338.8	39.06	135.9	40.1	100.1
2013	390.3	41.43	152.1	38.9	130.2
2014	402.5	43.47	163.9	40.7	131.5
2015	396.6	46.68	190	47.9	101.8
2016	405.6	47.79	198.9	49	198
2017	454	54.13	217.3	47.86	117
المتوسط الحسابي	279.647	43.748	116.558	38.803	73.529
الانحراف المعياري	109.406	6.799	61.591	9.922	50.357
معامل الاختلاف	39.123	15.542	52.841	25.571	68.485

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي خلال الفترة (2001-2017)

[1] العزاوي، وصال نجيب، والطويل، رواء زكي يونس، العلاقات الإقليمية لتركيا، سلسلة دراسات استراتيجية، العدد 34، مركز الدراسات الدولية، جامعة بغداد، العراق، 2002، ص87.

[2] الطويل، رواء زكي يونس، مرجع سبق ذكره، ص68.

[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD

[4] http://data.albankaldawli.org/indicator/DT.DOD.DECT.GN.ZS

[5] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.SRV.TETC.ZS

[6] http://data.albankaldawli.org/indicator/DT.DOD.DSTC.CD/countries?display=default

من خلال الإحصاءات المبيَّنة بالجدول أعلاه، نجد أنَّ الدَّين الخارجيَّ قد ارتفع من 112.9 مليار دولار في عام 2001 ليصل إلى 454 مليار دولار في عام 2017، لتصل الزِّيادة في حجم الدَّين إلى 341.1 مليار دولار، وتمثِّل هذه الزِّيادة نسبة 302.125% ممَّا كانت عليه قيمة الدَّين في 2001.

وبشكلٍ عامٍّ ظلَّت الزِّيادة في الدَّين العامِّ مستمرَّةً خلال فترة الدراسة، باستثناء عام 2009، حيث انخفضت قيمة الدَّين بنحو 11.7 مليار دولار، إذ بلغ 278.8 مليار دولار بعد أن كان 290.5 مليار دولار عام 2008، ويرجع الانخفاضُ في الدَّين الخارجيِّ التركيِّ خلال عام 2009 للتَّداعيات السَّلبية للأزمة الماليَّة العالميَّة، حيثُ تأثَّرت حركة الائتمان بشكلٍ كبيرٍ، وتعرَّضت البنوك لأزمات في السُّيولة، احتاجت فيها دعم البنوك المركزيَّة لتعويضها بالسُّيولة لعدَّة سنوات بعد سنة وقوع الأزمة.

ولكن على الرغم من زيادة الدَّين العامِّ الخارجيِّ لتركيا من حيث القيمةُ ما بين عامي 2001-2017، إلَّا أنَّ نسبة الدَّين الخارجيِّ كنسبة من الدَّخل القوميِّ تراجعت من 57.84% في عام 2001 إلى 54.13% في عام 2017، ويدلُّ ذلك على قوَّة بنية النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التركيِّ، الذي انعكس على زيادةِ قيمة الدَّخل القوميِّ، كما يُلاحظ أيضاً في ضوء هذا المؤشِّر أنَّ الدَّين الخارجيَّ كنسبة من الدَّخل القوميِّ أخذ في التَّراجع على مدار فترة الدِّراسة، ثمَّ بدأ في التَّزايد مرَّة أخرى ما بين عامي 2013 و2017، وإن كان أقلَّ مقارنةً بما كان عليه في عام 2001.

ومن الأهميَّة بمكان الإشارة إلى أنَّ وصول قيمة الدَّين الخارجيِّ لتركيا إلى 454 مليار دولار في عام 2017، لم يكن وليد الاقتراض الحكوميِّ أو المؤسَّسات العامَّة فقط، ولكنَّه يتضمَّن ديون القطاع الخاصِّ، حيث وصل نصيب القطاع الخاصِّ من الدَّين الخارجيِّ لتركيا 217.3 مليار دولار لعام 2017، بعد أن كان 28.6 مليار دولار في عام 2001، وبزيادة قدرُها 188.7 مليار دولار، وتصل نسبة هذه الزِّيادة لقيمة الدَّين، مقارنةً مع عام 2001 إلى 659.790%.

ووفقاً للبيانات في الجدول (2-14) فإنَّ نصيب القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ التركيِّ في عام 2017، وصل إلى نسبة 47.86%، في حين كانت هذه النِّسبة 25.3% في عام 2001. حيث بلغت هذه النِّسبة ذروتَها في عام 2008 بنسبةٍ بلغت 50%، كذلك تبيَّن أنَّ نصيب القطاع الخاصِّ كنسبة من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ نجد أنَّها في تناقصٍ مستمرٍّ على مدار الفترة

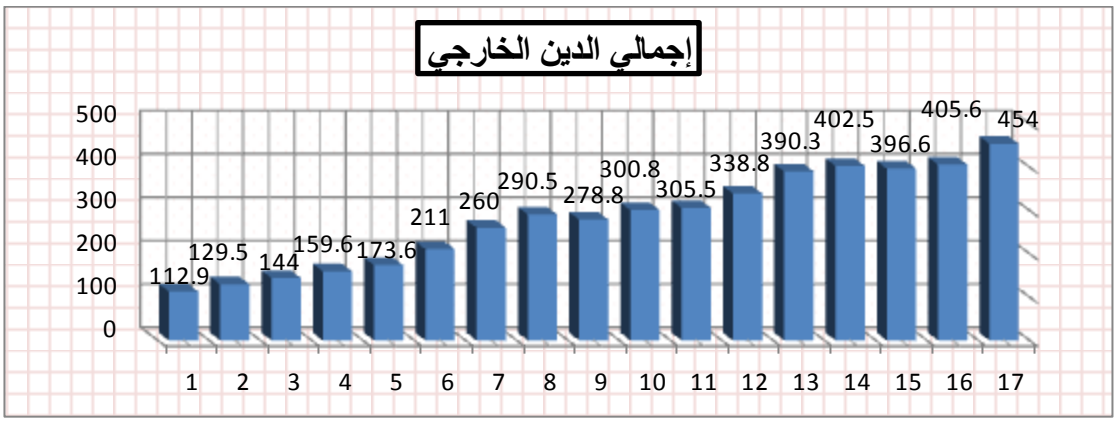
2009-2013، كما هو مبيَّن بالجدول (2-14). ويعدُّ هذا مؤشِّراً إيجابيًّاً لتعامل الحكومة مع قضيَّة الديون بشكل عامٍّ، سواء من خلال مصادرِها المحليَّة أو الخارجيَّة.

كما يتبيَّن من الجدول (2-14) أنَّ الديون الخارجيَّة قصيرة الأجل بلغت عـــام 2016 تقريبـــاً 198 مليار دولار، وهي التي تشكِّل تقريباً نصف إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ التركيِّ لنفس العام، الذي بلغ 405.6 مليار دولار، وهذا يزيد من مخاوف تعرُّض تركيا إلى أزمةٍ اقتصاديَّة كبيرة قد تلحق أضراراً كبيرة مثلما حدث مع دول النُّمور الآسيويَّة.

ويلاحظ أيضاً من الجدول (2-14) أنَّ متوسِّط إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ بلغ نحو 279.647 مليار دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 109.406، وكان معامل الاختلاف 39.123%، في حين بلغ متوسِّط نسبة إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ للدَّخل القوميِّ 43.748% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 6.799، وبلغ معامل الاختلاف 15.542%.

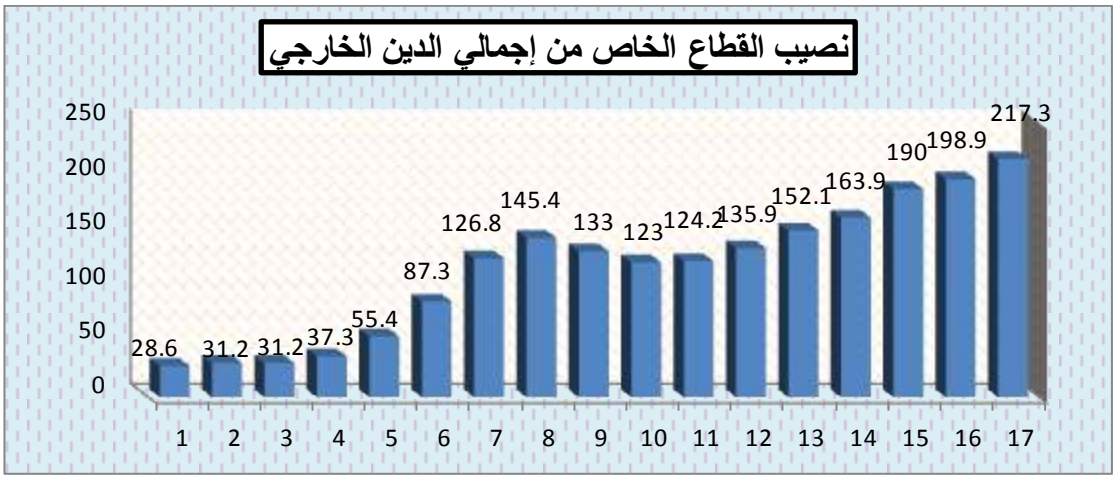
أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط نصيب القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ بلغ نحو 116.558 مليار دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 61.591، وبلغ معامل الاختلاف 52.841%، في حين بلغ متوسِّط الديون الخارجيَّة قصيرة الأجل 73.529 مليار دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 50.357، وكان معامل الاختلاف 68.485%.

الشَّكل (2-8) إجماليَّ الدَّين الخارجيِّ خلال الفترة (2001-2017)



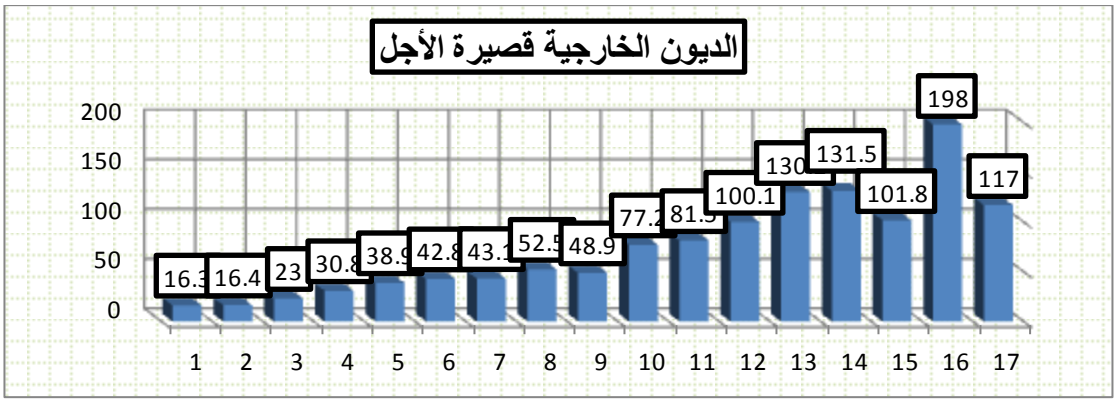
بينما يبيِّن الشَّكل (2-9) نصيب القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ لتركيا خلال الفترة (2001-2017)، حيث بلغت قيمة نصيب القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ ذروتَها في 2017 بقيمة 217.3 مليار دولار، كما هو مبيَّن في الشَّكل أدناه.

الشكل (2-9) نصيب القطاع الخاص من إجمالي الدين الخارجي



في حين بيَّن الشَّكل (2-10) الديون الخارجيَّة قصيرة الأجل لتركيا خلال فترة الدِّراسة، لتبلغ هذه الديون ذروتَها في عام 2016 بقيمة بلغت 198 مليار دولار.

الشكل (2-10) الديون الخارجية قصيرة الأجل



2-2-9 أسواق المال التُّركيَّة:

2-2-9-1 بورصة اسطنبول: تأسَّست سوق الأوراق الماليَّة التركيَّة في النِّصف الثَّاني من القرن التاسع عشر عام 1866، ثمَّ أُعيد تأسيسُها مرَّة أخرى بعد قيام الجمهوريَّة التركيَّة في عام 1929. وينظِّم شأنَ أسواق رأس المال في تركيا الآن القانونُ رقم 6362، وتضمُّ بورصة اسطنبول الآن

إلى جانب الأوراق المالية، الأسواق الخاصَّة بالسِّلع والأحجار الكريمة، والنَّقد الأجنبيِّ، تحت مظلَّة واحدة، وذلك منذ عام 2013[1].

وتعدُّ البورصة التركيَّة واحدةً من المؤسَّسات المؤثِّرة بشكلٍ رئيسٍ في مقدَّرات الاقتصاد التركيِّ، حيث يتمُّ التَّنسيق مع الحكومة التُّركيَّة والبرلمان مع مؤسَّسات اقتصاديَّة أخرى، بشأن التَّرتيب لإصدار التَّشريعات الاقتصاديَّة، وكذلك ما يتعلَّق بمستقبل السِّياسات الاقتصاديَّة. وتعتَبر بورصة اسطنبول هي الجهة النظاميَّة الوحيدة داخل تركيا لتنظيم التَّداول بالأسهم والسَّندات والصُّكوك وشهادات الإيداع وسندات القطاع الخاصِّ وشهادات الأوراق الماليَّة الأجنبيَّة وشهادات العقارات إلى جانب الأسهم العالميَّة. وتأسَّست بورصة اسطنبول في 26 كانون الأول 1985 لغرض ضمان تداول الأوراق الماليَّة في بيئة آمنة ومستقرَّة، وبدأت العمل في3 كانون الثَّاني 1986. وساهمت بورصة اسطنبول (ISE) في تطوير أسواق رأس المال التركيَّة الحديثة والاقتصاد التركيِّ منذ تاريخ إنشائِها.

تمَّ تصميم مؤشِّرات سوق الأسهم في بورصة اسطنبول لتقييم أسعار وعوائد الأسهم المتداولةِ في البورصة على أساس إجماليٍّ وقطاعيٍّ[2].

تتميَّز بورصة اسطنبول بتقلُّبات عالية في عائدات السُّوق منذ تأسيسها، ويجذب هذا التقلُّب العديد من المستثمرين المحليِّين والأجانب، وبالإضافة إلى الأزمات الماليَّة المحقَّقة منذ إنشاء السُّوق[3].

2-2-9-2 مؤشِّرات سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة:

يبيِّن الجدول (2-15) القيمة السُّوقية، وعدد الشَّركات والمؤشِّر العامِّ لسوق اسطنبول خلال فترة الدِّراسة (2001-2017)، حيث بلغت القيمة السُّوقية 47.68 مليار دولار في عام 2001، ثمَّ انخفضت في عام 2002 متأثِّرة بأزمة عام 2001 التي تعرَّض لها الاقتصاد التركيُّ، ثمَّ أخذت بالتَّزايد في الأعوام التَّالية لتصل 289.985 مليار دولار في عام 2007، مقارنةً مع

[1] الصاوي، عبد الحافظ، مرجع سبق ذكره، ص ص 1- 38.

[2] http://www.my.mec.biz/t57395.html.

[3] Cinko, M & Avci, E., Examining The Day Of The Week Effect in Istanbul Stock Exchange, (ISE), *International Business & Economics Research Journal – November*, Vol. 8, No. 11, 2009, pp.45-50.

عام 2008 حيث بلغت القيمة السُّوقية 119.697 مليار دولار، فكذلك انخفضت القيمة السُّوقية بعد عام 2012 متأثِّراً بالأزمة الأوربيَّة التي أثَّرت على الاقتصاد التركيِّ، لتعاود الارتفاع في عام 2017 لتبلغ 233.37 مليار دولار.

أمَّا بالنِّسبة للمؤشِّر العامِّ فقد كان على نفس الوتيرة، انخفض في عام 2002 متأثِّراً بأزمة 2001، وكذلك انخفض في عام 2008 متأثِّراً بالأزمة الماليَّة العالميَّة، ليبلغ ذروتَه في عام 2017، فقد أُغلق عند مستوى (115333) نقطة. نتيجة لعودة الثقة بالاقتصاد التركي بعد محاولة الانقلاب الفاشلة في عام 2016.

جدول (2-15) مؤشرات سوق اسطنبول المالي(عدد الشركات، القيمة السوقيّة والمؤشر العام)

السنة	عدد الشركات	القيمة السوقية مليار$	المؤشر العام
2001	279	47.688	13782
2002	262	34.401	10369
2003	285	69.002	18625
2004	297	98.073	24971
2005	304	162.814	39777
2006	322	163.774	39117
2007	327	289.985	55538
2008	326	119.697	26864
2009	325	235.996	52825
2010	350	307.551	66004
2011	375	201.982	51267
2012	422	311.246	78208
2013	438	237.641	67801
2014	437	269.799	85721
2015	428	190.152	71727
2016	414	174.491	78139
2017	413	233.37	115333
المتوسط الحسابي	353.176	171442.67	52709.882
الانحراف المعياري	61.006	98022.437	28878.834
معامل الاختلاف	17.273	57.175	54.788

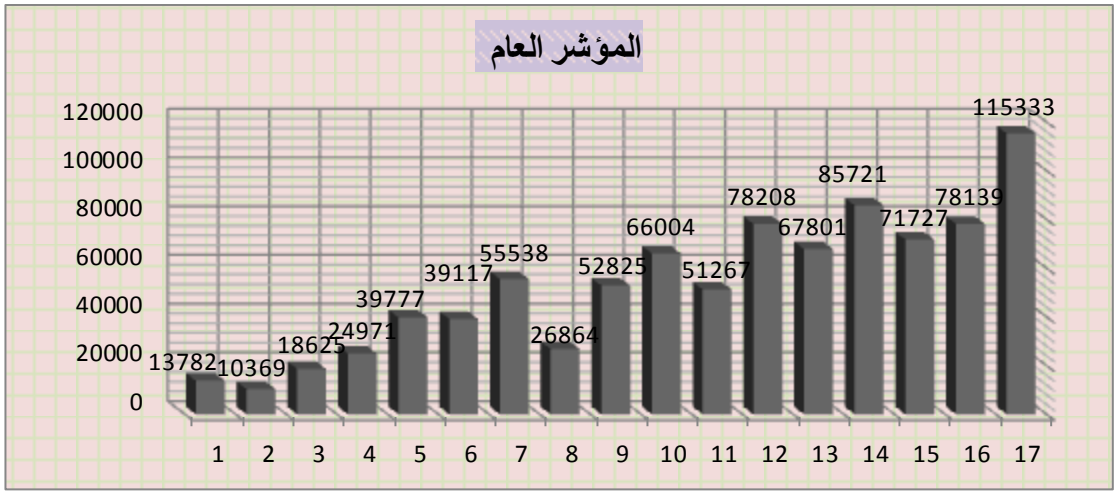
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير بورصة اسطنبول.

ويُلاحظ أيضاً من الجدول (2-15) أنَّ متوسِّط عدد الشَّركات 353.176 شركة خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 61.006، وكان معامل الاختلاف 17.273%.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط القيمة السُّوقيَّة فقد بلغ نحو 171442.67 مليون دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 98022.437، وكان معامل الاختلاف 57.175%، في حين بلغ متوسِّط المؤشِّر العام 52709.882 نقطة خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 28878.834، وكان معامل الاختلاف 54.788%.

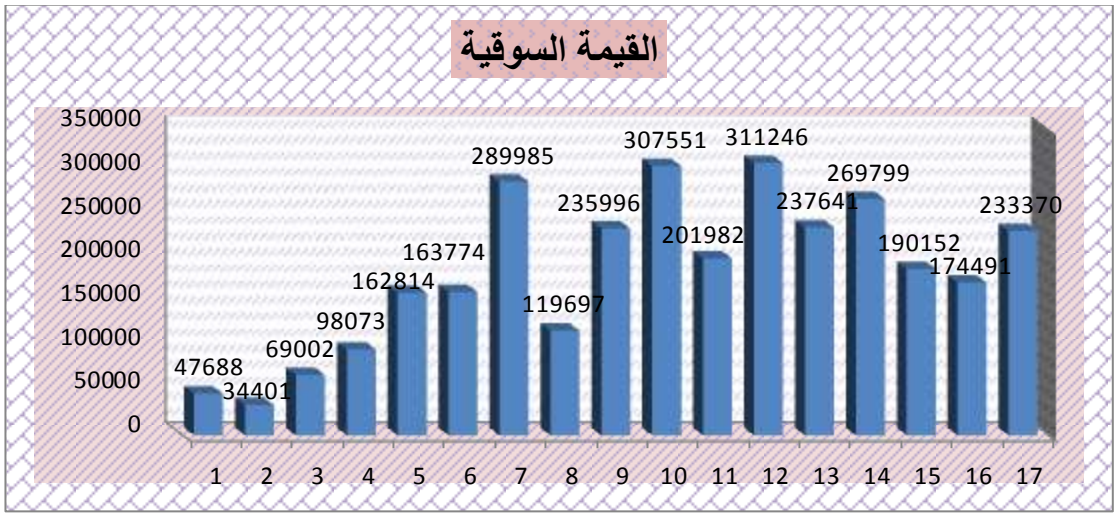
ويبيِّن الشَّكل (2-11) المؤشِّر العامَّ لسوق اسطنبول للأوراق الماليَّة خلال فترة الدراسة 2001-2017، الذي كان بشكلٍ عامٍّ في تزايد خلال فترة الدِّراسة مع انخفاضات في سنوات الأزمات.

الشكل (2-11) المؤشِّر العامَّ لسوق اسطنبول للأوراق الماليَّة



في حين يبيِّن الشَّكل (2-12)، القيمة السُّوقيَّة لسوق اسطنبول للأوراق الماليَّة خلال فترة الدِّراسة 2001-2017، حيث كانت القيمة السُّوقية متذبذبةً خلال سنوات الدِّراسة كما هو مبيَّن بالشَّكل أدناه.

الشكل (2-12) القيمة السُّوقيَّة لسوق اسطنبول للأوراق الماليَّة



أمَّا فيما يتعلَّق بعدد الشَّركات المسجَّلة في سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة فقد بلغت 279 شركة في عام 2001، ثمَّ انخفض عددُها في عام 2002، لتأخذ أعدادها بالتَّزايد حتَّى عام 2007، وذلك بسبب السِّياسة التي اتَّبعتها الحكومة التركيَّة في تشجيع تأسيس الشَّركات وتقديم المزايا والإعفاءات للشَّركات المساهمة، ثمَّ انخفضت في عام 2008 متأثِّرة بالأزمة الماليَّة العالميَّة، ثمَّ أخذت بالارتفاع في الأعوام التَّالية، وبشكلٍ عامٍّ كان عدد الشَّركات في تزايد خلال سنوات الدِّراسة ما عدا سنوات الأزمات.

2-2-9-3 تعاملاتُ الأجانب في بورصة اسطنبول خلالَ فترةِ الدِّراسة:

انخفضت مشترياتُ الأجانب بشكلٍ ملحوظٍ في عام 2001 بسبب الأزمات الماليَّة في تشرين الثَّاني لعام 2000، وشباط 2001، وفي عام 2002 كانت مشترياتُ الأجانب مشابهةً لعام 2001، ثمَّ أخذت بالتَّزايد حتَّى عام 2008، وذلك بسبب انفتاح السُّوق، أمَّام الاستثمارات الأجنبيَّة وتقديم مزايا وإعفاءات للمستثمرين الأجانب، الأمر الذي زاد من حجم هذه الاستثماراتِ لتصل إلى 74 مليار دولار عام 2007، ثمَّ انخفضت مشتريات الأجانب في عام 2009، متأثِّرة بالأزمةِ الماليَّة العالميَّة لعام 2008، حيث بلغت مشترياتُ الأجانب 46,246 مليار دولار في عام 2009، بعد أن كانت 69,568 مليار دولار في عام 2008، أمَّا فيما يتعلَّق بمبيعات الأجانب في عام 2009 فقد بلغت 43,991 مليار دولار، بعد أن كانت 72,557 مليار دولار في عام 2008، أمَّا صافي التَّعامل فقد بلغ 2,255 مليار دولار في عام 2009، بعد أن كان (2,989) مليار دولار في عام 2008. ثمَّ أخذت تعاملاتُ الأجانب بالتَّزايد بعد عام 2009، لتعاود الانخفاض في عام 2014 متأثِّرة بالأزمة الأوربيَّة. ثمَّ عاودت الارتفاع في عام 2015، لتنخفض في عام 2016 متأثِّرة بالأحداث التي مرَّت بها تركيا في ذلك العام.

جدول (2-16) تعاملات الأجانب في سوق اسطنبول للأوراق المالية

السنة	مشتريات الأجانب	مبيعات الأجانب	إجمالي تعاملات الأجانب	صافي التعامل مليون دولار	نسبة مساهمة المستثمرين الأجانب في القيمة السوقية (%)
2001	6,324	5,815	12,139	509	49.2
2002	6,427	6,442	12,869	(15)	43.0
2003	9,173	8,163	17,336	1010	51.5
2004	19,399	17,969	37,368	1430	54.7
2005	42,594	38,508	81,102	4086	66.3
2006	44,833	43,688	88,521	1145	65.3
2007	74,332	69,800	144,132	4532	72.3
2008	69,568	72,557	142,125	(2989)	67.5
2009	46,246	43,991	90,237	2255	67.3
2010	67,638	65,535	133,173	2103	66.8
2011	65,058	67,068	132,126	(2010)	62.2
2012	64,122	58,733	122,855	5389	65.8
2013	61,277	61,849	123126	(572)	62.30
2014	61,051	58,993	120,044	2058	63.83
2015	64,115	66,854	130,969	(2739)	62.36
2016	62,251	61,543	123,794	708	63.43
2017	67,478	65,670	133,148	1,808	65
المتوسط الحسابي	48,934	47,834	96,768	1,100	62
الانحراف المعياري	23851.264	23911.41	47704.682	2353.722	7.635
معامل الاختلاف	48.741	49.988	49.297	213.883	12.375

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير بورصة اسطنبول.

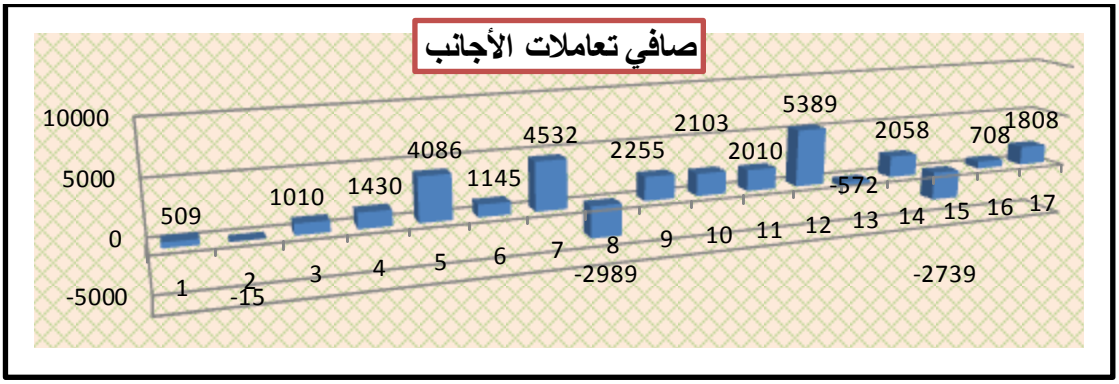
ويُلاحظ أيضاً من الجدول (2-16) أنَّ متوسِّط مشتريات الأجانب بلغ نحو 48934 مليون دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 23851.264، وكان معامل الاختلاف 48.741%. في حين بلغ متوسِّط مبيعات الأجانب 47834 مليون دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 23911.41، وكان معامل الاختلاف 49.988%.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط إجماليِّ حجم تداول المستثمرين الأجانب فقد بلغ نحو 96768 مليون دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 47704.682، وكان معامل الاختلاف 49.297%، في حين بلغ متوسِّط صافي التَّعامل 1100 مليون دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 2353.722، وكان معامل الاختلاف 213.883%.

وقد بلغ متوسِّط نسبة استحواذ المستثمرين الأجانب من القيّمة السوقيّة 62% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 7.635، وكان معامل الاختلاف 12.375%.

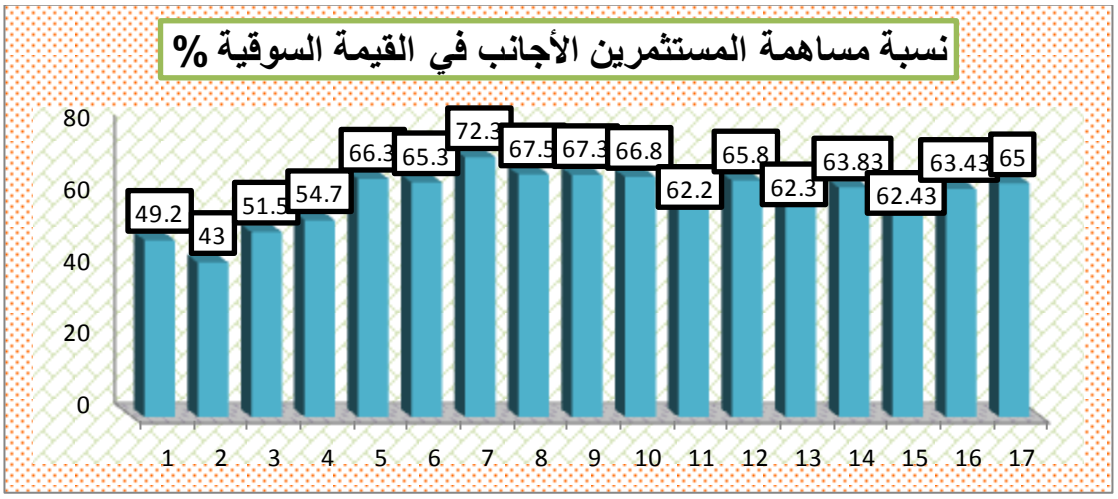
ويبيِّن الشَّكل (2-13) صافي تعاملاتِ الأجانب ببورصة اسطنبول خلال فترة الدِّراسة (2001-2017)، حيثُ بلغ صافي تعاملات الأجانب ذروتَه في عام 2012، بقيمة بلغت 5389 مليار دولار.

الشكل (2-13) صافي تعاملات الأجانب



في حين يبيِّن الشَّكل (2-14) مساهمةَ الأجانب في القيمة السُّوقيَّة لبورصة اسطنبول خلال الفترة 2001-2017، حيث بلغت نسبةُ مساهمة الأجانب 49.2% في 2001، ثمَّ انخفضت هذه النِّسبة في عام 2002 متأثِّرة بالأزمة الماليَّة التي أصابت الاقتصاد التركيَّ في عام 2001، ثمَّ أخذت بالتَّزايد بعد عام 2002 حتَّى عام 2007، لتبلغ ذروتَها في عام 2007 بنسبة بلغَت 72.3%، ثمَّ انخفضت في الأعوام التَّالية متأثِّرةً بالأزمة الماليَّة العالميَّة، وكذلك انخفضت في عام 2013 متأثِّرةً بالأزمة الأوربيَّة التي تركت أثرها على الاقتصاد التركيِّ، نتيجةً لارتباط الاقتصاد التركيِّ باقتصاد الدُّول الأوربيَّة.

الشَّكل (2-14) نسبة مساهمة المستثمرين الأجانب في القيمة السُّوقية %



حقَّقت تركيا تحوُّلات اقتصاديَّة في كافَّة القطاعات الاقتصاديَّة، وتحدَّدت ملامح هذه التَّحوُّلات في تزايد أنشطة الاقتصادِ التركيِّ بعد عام 2002. فقد استمرَّ ارتفاع معدَّل نسبة النموِّ الاقتصاديِّ إلى أكثرَ من (5%) مع انخفاضاتٍ دون ذلك في سنوات الأزمات. واستمرار تفوُّق تركيا بارتفاع قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ السَّنوي (GDP) على كافة دول الشَّرق الأوسط الذي بلغ في عام 2013 نحو (950) مليار دولار بالأسعارِ الجاريةِ.

ومع أنَّ الاقتصاد التُّركيَّ يعاني من بعض المشاكلِ الاقتصاديَّة المزمنة، ومنها ارتفاع قيمة الدَّين الخارجيِّ الذي بلغ (454) مليار دولار عام 2017، واستمرَّ العجزُ في الميزان التِّجاريِّ الذي وصل إلى (76.1) مليار دولار في عام 2017، إلَّا أنَّ استمراريَّة تطوُّر الأنشطةِ الأخرى كارتفاعِ معدَّل نسبة النموِّ السَّنويِّ وارتفاع النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، وتطوُّر القطاعات الاقتصاديَّة الأخرى الصِّناعيَّة والزراعيَّة وازدياد دور السِّياحة، ممَّا أدَّى إلى زيادة حجم السيَّاح وزيادة إيرادات القطع الأجنبيِّ، الأمرُ الذي أدَّى لتحسين المؤشِّرات الاقتصاديَّة تدريجياً، رغم الأزمات التي تمرُّ بها المنطقة منذ عام 2011، وغيرها من الأنشطة التي تمَّ استعراضُها في هذا الفصل عكست تطوُّراً إيجابيَّاً ناجحاً في تركيا التي نالت بموجبِها شهرةً عالميَّة، وقُبلت عضواً في مجموعة العشرين (G20) التي تضمُّ أفضل عشرين اقتصاداً على المستوى الدُّولي بالوقت الحاضر، ممَّا يدفع لترسيخ القناعة باستمرارِ نجاح التَّجربة الاقتصاديَّة التُّركيَّة المعاصرة. وسوف يتمُّ التطرُّق للأمر ذاتِه فيما يتعلَّق بالاقتصادِ المصريِّ في الفصل القادم من خلال دراسةٍ تحليليَّةٍ لأهمِّ المؤشِّرات الاقتصاديَّة المصريَّة.

الفصل الثَّالث

الاستثمارُ في الاقتصادِ المصريِّ

المبحث الأوَّل: المؤشِّرات الرئيسيَّة للاقتصادِ المصريِّ

المبحث الثَّاني: أهميَّة الاستثمار وأسواق رأس المال في مصر

تمهيد:

تسعى الدُّول المتقدِّمة والنامية على حدٍّ سواء إلى تحقيق معدَّل مرتفع للنموِّ الاقتصاديِّ، وتعتبر سوق الأوراق الماليَّة من أهمِّ آليَّات تحقيق النموِّ الاقتصاديِّ، حيث يزداد العمق الماليُّ بتحريك أكبر قدر من المدَّخرات عن طريق سوق الأوراق الماليَّة، كما يزيد الاستثمار وتتحسَّن إنتاجيَّته، ويزيد دور القطاع الخاصِّ في تحقيق التنمية الاقتصاديَّة.

برزَ الدَّور الهامُّ الذي تقوم به سوقُ المال في مصر مع بداية الثَّمانينات، والتي تميَّزت بسياسات متعدِّدة، الهدف منها توفير الاستقرار اللازم لتحقيق مزيد من الاستثمار والإنتاج.

وقد بدأ الاهتمام بسوق المال بهدف تحقيق التَّوازن بين الطَّلب على الأموال- ممثَّلاً في مختلف الاحتياجات الاستثماريَّة المطلوبة- والعرضِ من الأموال ممثَّلاً أساساً في الفوائض المتاحة على المستوى المحلِّي والإقليميِّ.

وقد شهدت مصرُ العديد من الأنشطة، سواءٌ على المستوى المحليِّ أو الإقليميِّ أو العالميِّ، التي يدور محورُها الأساسيُّ حول تطوير سوق المال وتنشيطِه، وقد تمَّ ذلك من خلال إصدار بعض التَّشريعات المشجِّعة للاستثمار بهدف تحفيز الاستثمار، وجذب المزيد من المدَّخرات لسوق المال وزيادة عدد الشَّركات. فقد شهدت مصر بعد حرب تشرين انفتاحاً اقتصادياً خارجياً، حيث قام الرئيس السَّادات بإجراء صلحٍ منفردٍ مع الكيان الصُّهيوني عام 1978، واتَّبع سياسة الانفتاح الاقتصاديِّ وإلغاء كافَّة القوانين والإجراءات الاشتراكيَّة التي قامت بها ثورة تموز 1952.

وبدأ الاقتصاد المصريُّ منذ عام 1974 بالانفتاح وجذب الاستثمارات الأجنبيَّة بهدف تنمية الاقتصاد المصريِّ وتطويره، وإقامة مشاريع البنية التَّحتيَّة وتشجيع القطاع الخاص على تأسيس شركاتٍ جديدةٍ، تسهم في زيادة الإنتاج وتشغيل العمالة المصريَّة المتزايدة في الوطن العربي.

واستناداً لذلك بدأت بإجراءات تشجيع الاستثمار الأجنبي وإعادة تأسيس البورصة المصريَّة (بورصة القاهرة) لتكون أداة جاذبة للاستثمار بمصر.

حيث حرصت مصرُ بصفتها أحدَ الأسواق النَّاشئة منذ بداية التسعينيات على تنمية سوق الأوراق الماليَّة، وإتمام السِّياسات والإجراءات التي تساعد على التحرُّر الماليِّ وإتاحة الفرص لتدفُّق الاستثمارات الأجنبيَّة إليها.

فقد قامت الحكومة المصريَّة باتباع برنامج للإصلاح الاقتصاديِّ والماليِّ يستهدف تحسين البيئة المنظِّمة لعمل سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة وإزالة كلِّ القيود على معاملات النَّقد الأجنبيِّ للمستثمرين الأجانب في البورصة المصريَّة، بحيث سمح هذا البرنامج بحريَّة حركة دخول وخروج الأموال من دون قيود.

وجاء هذا الفصل للتعرُّف على الاستثمار في الاقتصاد المصريِّ من خلال التطرُّق لمبحثَين رئيسَين هما:

المبحث الأوَّل: المؤشِّرات الرئيسيَّة للاقتصاد المصريِّ.

المبحث الثاني: أهميَّة الاستثمار وأسواق رأس المال في مصر.

المبحث الأوَّل

المؤشِّرات الرئيسيَّة للاقتصاد المصريِّ

يتطرَّق هذا المبحث إلى أهمِّ المؤشِّرات الاقتصاديَّة لمصر متمثِّلةً بـِ: الناتج المحلِّي الإجماليِّ، ومساهمة القطاعات الاقتصاديَّة في النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ المصريِّ، وأداء المدخَّرات والاستثمارات في النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ المصريِّ، والتِّجارة الخارجيَّة المصريَّة، والتضخُّم، والاستثمار الأجنبيِّ، والديون الخارجيَّة المصريَّة.

3-1-1 النَّاتج المحلِّي الإجماليُّ (Gross Domestic Product):

يبيِّن الجدول (3-1) أداء الناتج المحلِّي الإجماليِّ المصريِّ ونصيب الفرد من (GDP) ومعدَّل نموِّ الناتج ومعدَّل الزيادة السكانيَّة خلال فترة الدراسة (2001-2017)، ورصده من خلال قراءة تحليليَّة، والإشارة إلى ما تعكسه هذه الأرقام من دلالات اقتصاديَّة واجتماعيَّة.

جدول (3-1) الناتج المحليُّ الإجماليُّ المصريُّ خلال الفترة 2001-2017 (مليار دولار)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي بالقيمة الحالية[1]	معدل نمو الناتج[2]	معدل الزيادة السكانية[3]	نصيب الفرد من (GDP) دولار
2001	97	3.5	1.87	1370
2002	87	2.4	1.89	1210
2003	82	3.2	1.89	1210
2004	78	4.1	1.87	1045
2005	89	4.5	1.83	1168
2006	107	6.9	1.78	1375
2007	130	7.1	1.74	1640
2008	162	7.2	1.76	2011
2009	188	4.7	1.84	2291
2010	218	5.1	1.97	2602
2011	236	1.8	2.10	2747
2012	279	2.2	2.20	3181
2013	288	2.2	2.24	3213
2014	305	2.9	2.20	3327
2015	332	4.4	2.11	3547
2016	332	4.3	2.01	3477
2017	235	2.2	1.9	2412
المتوسط الحسابي	190.882	4.041	1.952	2225.058
الانحراف المعياري	93.852	1.761	0.161	911.223
معامل الاختلاف	49.167	43.595	8.287	40.952

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البنك الدولي (مؤشرات التنمية العالمية) خلال الفترة (2001-2017)

[1] http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD
[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/SP.POP.GROW

واستناداً لإحصاءاتِ البنك الدوليِّ الواردة في الجدول أعلاه، يتَّضح لنا أنَّ قيمة الناتج المحليِّ الإجماليِّ (GDP)، في مصر شهدت خلال الفترة (2001-2017)، تطوُّراً إيجابياً من حيث قيمتُهُ. وكما هو مبيَّن بالجدول (3-1)، فقد كانت قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ 97 مليار دولار في عام 2001، في حين بلغت 162 مليار دولار عام 2008، ثمَّ واصل ارتفاعه ليصل في عام 2017 إلى 235 مليار دولار، ممَّا يعكس من الناحية الاقتصاديَّة مؤشِّراً إيجابياً للاقتصاد المصريِّ، وإذا ما تمَّ حساب نسبة هذا التطوُّر بين عامي 2001 و2017، نجد أنَّ هذه النسبة تصل إلى 142.26%.

ويمكن إرجاعُ الانخفاض في قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال الفترة 2001-2006 إلى سياسة الخصخصة التي اتبعتها مصر.

كما يتَّضح من الجدول (3-1) أنَّ معدَّل نموِّ النَّاتج المحليِّ كان طردياً خلال سنوات الدراسة، فقد بلغ معدَّل نموِّ الناتج المحليِّ الإجماليِّ 3.5% في عام 2001، ثمَّ انخفض في عام 2002، ليعاود الارتفاع في السَّنوات التالية، ليبلغ ذروته بنسبة بلغت 7.2% في عام 2008، ثمَّ انخفض في عام 2009، متأثِّراً بالأزمة الماليَّة العالميَّة لعام 2008، ثمَّ انخفض في عام 2011 بسبب الأحداث التي مرَّت بها مصر، ليبلغ أدنى مستوى نموٍّ له، بنسبة بلغت 1.8%، ثمَّ أخذ يتعافى في السنوات التالية ليبلغ 2.2% في عام 2017.

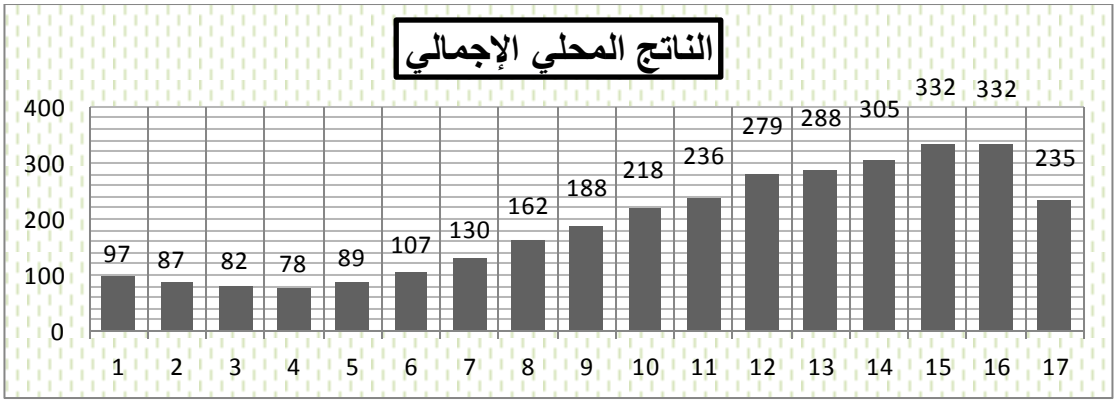
كان معدَّل النموِّ في مصر مستقرَّاً من عام 2000-2008، بسبب الاستقرار السياسي واستقرار سياسة الاستثمار المحليِّ والأجنبيِّ، لكنَّ سياسة الخصخصة التي اتَّبعتها مصر في بيع مؤسَّسات القطاع العامِّ أثَّرت على النَّاتج، ممَّا أدَّى إلى انخفاض النَّاتج وتسريح العمَّال، وظهور فوضى اقتصاديَّة في مصر خلال الفترة من عام 2000-2006.

ويلاحظ أيضاً من الجدول (3-1) أنَّ متوسِّط النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بلغ نحو 190.882 مليار دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 93.852، وكان معامل الاختلاف 49.167%. في حين بلغ متوسِّط نصيب من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ 2225.058 دولاراً خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 911.223، وكان معامل الاختلاف 40.952%.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط معدَّل نموِّ الـ (GDP) فقد بلغ 4.041%، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 1.761، وكان معامل الاختلاف 43.595%. في حين بلغ متوسِّط معدَّل الزيادة السكَّانية 1.952% خلال فترة الدراسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 0.161%، وكان معامل الاختلاف 8.287%.

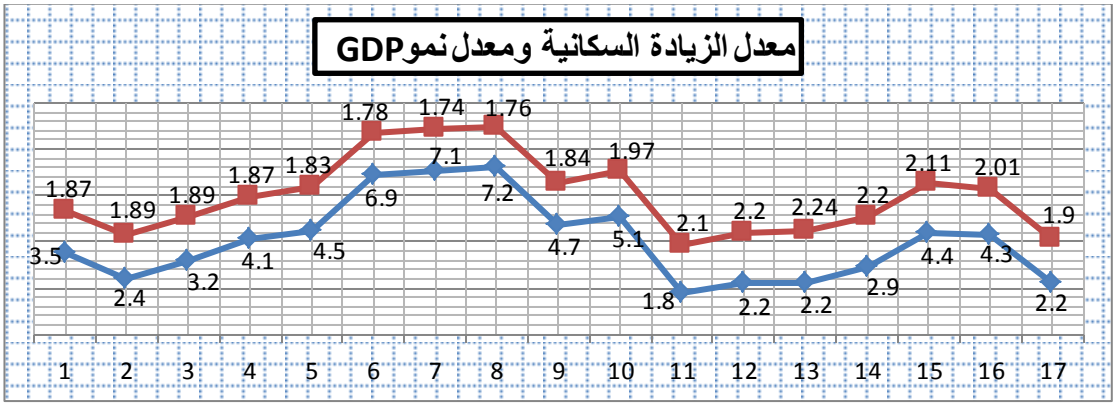
ويبيِّن الشكل (3-1) تطوُّر النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال فترة الدراسة (2001-2017)، حيث انخفض خلال فترة عامي 2002–2005، ثمَّ أخذ بالتزايد خلال الأعوام التَّالية ليبلغ 235 مليار دولار في نهاية عام 2017.

الشكل (3-1) النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ



أمَّا فيما يتعلَّق بالزِّيادة السكَّانيَّة خلال فترة الدراسة فقد كانت النسب نوعاً ما متقاربة، فقد كانت نسبة الزيادة السكَّانيَّة 1.87% في عام 2001، في حين بلغت 1.9% في عام 2017.

الشَّكل (3-2) معدَّل نموِّ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ومعدَّل نموِّ الزيادة السكَّانيَّة خلال فترة الدِّراسة

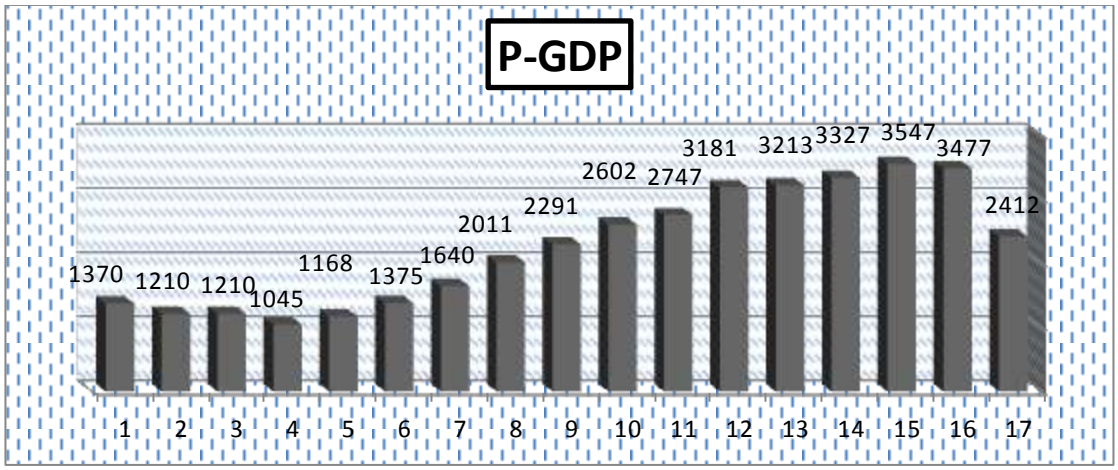


وفي ضوء هذه النَّتائج يُلاحظ تحسُّنُ نصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ في مصر، حيث تبيِّن الأرقام أنَّ نصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بالأسعار الجارية قفز من (1370) دولاراً عام 2001 إلى (2412) دولاراً عام 2017، بنسبة زيادةٍ بلغت 76.058%.

ويبيِّن الشَّكل (3-3) نصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بالأسعار الجارية (بالدولار الأمريكي)، خلال فترة الدراسة. وكما يتَّضح من الشَّكل (3-3) فقد كان نصيب الفرد من النَّاتج

المحليِّ الإجماليِّ في زيادةٍ مستمرَّةٍ، خلال سنوات الدراسة مع انخفاضات في الأعوام (2002-2003-2004-2005).

الشكل (3-3) نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي المصري



3-1-2 مساهمة القطاعات الاقتصاديَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ:

إنَّ معرفة مدى مساهمة القطاعات الاقتصاديَّة المختلفة في تحقيق قيمة النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، يعتَبرُ من المؤشِّرات المهمَّة في تقويم أداء النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، والتعرُّف على أيِّ القطاعات تساهم بنسبٍ أكبرَ، ومن أين تأتي القيمة المضافة؟.

وفيما يلي يبيِّن الجدول (3-2) أداء مساهمة القطاعات الاقتصاديَّة في النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ المصريِّ، وبيان أوجه القوَّة والضَّعف في هذا الأداء.

جدول (3-2) مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2001-2017 (%)

السنة	الزراعة[1]	الصناعة[2]	الخدمات[3]
2001	16.55	33.32	50.11
2002	16.46	34.81	48.71
2003	16.33	35.66	47.99
2004	15.17	36.86	47.95
2005	14.87	36.33	48.79
2006	14.06	38.42	47.50
2007	14.07	36.76	49.16
2008	13.22	37.91	48.86
2009	13.62	37.55	48.82
2010	13.99	37.52	48.48
2011	14.51	37.63	47.85

[1] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.AGR.TOTL.ZS
[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.IND.TOTL.ZS
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.SRV.TETC.ZS

2012	11.01	38.37	50.60
2013	10.89	38.55	50.55
2014	10.94	38.52	50.52
2015	11.25	36.19	52.54
2016	11.92	32.89	55.17
2017	11.5	33.8	51.3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البنك الدولي (مؤشرات التنمية العالمية) خلال الفترة (2001-2017)

توضِّح البيانات في الجدول أعلاه مساهمة القطاعات الاقتصاديَّة (الزراعة، الصناعة والخدمات) في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ خلال الفترة 2001-2017. حيثُ إنَّ مساهمة قطاع الزراعة بلغت 16.55% في عام 2001، ثمَّ أخذت بالانخفاض في السَّنوات التالية، لتبلغ أدنى مستوى لها في عام 2013، بنسبة بلغت 10.89%، ثمَّ أخذت بالارتفاع في الأعوام الثلاثة الأخيرة من فترة الدراسة، بسبب إعادة الثِّقة بالاقتصاد المصريِّ، وزيادة حجم الصادرات الزراعيَّة إلى أوربا.

أمَّا قطاع الصناعة فحافظ على حصَّة شبه ثابتةٍ من المساهمة بالنَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال فترة الدراسة، ويُعدُّ عام 2013 هو الأفضل بالنِّسبة لقطاع الصِّناعة؛ حيث بلغت نسبته 38.55%، بينما بلغت نسبة مساهمة قطاع الصناعة 33.80%، في عام 2017، حيث تُعد مساهمة عام 2016، أقلُّ نسبةٍ مساهمة خلال فترة الدِّراسة.

ويمكن تفسير ذلك بأنَّه لم تدخل صناعات خارجيَّة أو رؤوس أموال أجنبيَّة لدعم القطاع الصِّناعيِّ بسبب سيطرة رأس المال المحليِّ على قرارات الحكومة، ومنع استقبال الشَّركات الأجنبيَّة، الأمر الذي خفض دور الصِّناعة في النَّاتج المصريِّ لصالح قطاع الخدمات.

في حين يُلاحظ أنَّ قطاع تجارة السِّلع والخدمات كان الأفضلَ، حيث زادت مساهمة القطاع لتبلغ ذروتها في عام 2016، لتصل إلى 55.17%، في حين كان عام 2006 الأقلَّ مساهمةً، بنسبة بلغت 47.50%. ويرجع ذلك للدَّور الذي قام به القطاعُ الخاصُّ المصريُّ في توزيع السِّلع للشِّركات الأجنبيَّة ووكيلها في الخدمات الماليَّة والمصرفيَّة وأسواق المال، لذلك كانت تنمو الخدمات بشكل مستمرٍّ في الاقتصاد المصريِّ.

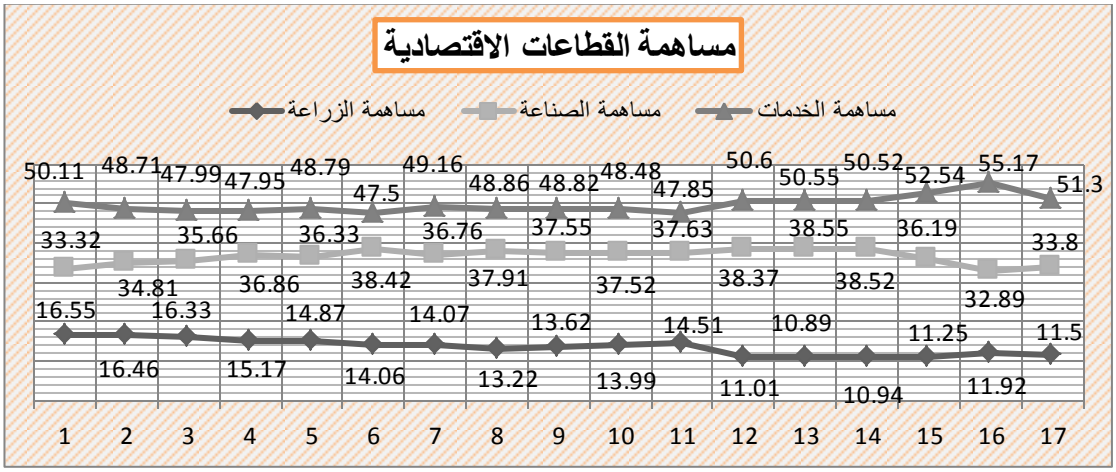
ويتَّضحُ أيضاً من الجدول (3-2) أنَّ قطاع الخدمات كان له النَّصيبُ الأكبرُ من المساهمة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ويرجع ذلك وبنسبة كبيرة إلى مساهمة قطاعي السِّياحة والتجارة السلعيَّة والخدمات الماليَّة، فمنذ عام 2001 لم تقل مساهمة قطاع الخدمات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ عن

47.50%، ووصلت في عام 2016 إلى أعلى مستوياتها بنسبة 55.17%، ويعود ذلك لما ترتَّـب على الأزمة الماليَّة العالميَّة من تراجعٍ في النموِّ الاقتصاديِّ وركود حركة الصناعة والإنتاج بشكلٍ عامٍّ.

وكذلك يمكن إرجاعُ زيادة نسبة مساهمةِ قطاع الخدماتِ في الناتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ، إلى استمرار وجود عجزٍ تجاريٍّ لمصر خلال فترة الدراسة، وزيادة نصيب الواردات عن الصَّادرات السِّلعيَّة، ولذلك ينبغي أن تسعى السِّياسات الاقتصاديَّة المصريَّة إلى تغيير هيكلِ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ لتحسين نسبة مساهمةِ القطاعاتِ الإنتاجيَّة الأخرى كالزراعة والصناعة.

ولكنَّ استمرار سيطرة رأس المال المحليِّ على مقاليد الأمور يمنع الحكومة من إدخال شركات ومستثمرين أجانب للعمل الصِّناعيِّ، لذلك سوف يستمرُّ رأس المالِ المحليِّ بعملِهِ ونشاطِهِ الخدميِّ الأمر الذي زاد من أهميَّة قطاع الخدمات، وأدَّى لتراجع مساهمة قطاعَي الزراعة والصناعة.

الشَّكل (3-4) مساهمة الزراعة، والصناعة والخدمات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ



3-1-3 أداء المدخَّرات والاستثمارات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ:

يقيس هذا المؤشِّر دور المدخَّرات والاستثمارات في تحقيق النَّاتج المحليِّ الإجمـــاليِّ، ويبـــيِّن الجدول (3-3)نسبة مساهمة المدخَّرات والاستثمارات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ خلال فترة الدراسة، وكذلك رصد مدى التطوُّر في دور الاستثمارات الأجنبيَّة في هذا الجانب.

الجدول (3-3) المدخَّرات والاستثمارات كنسبة من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ خلال الفترة 2001-2017

السنة	المدخرات[1]	الاستثمارات	
	%	المحلية[2] %	الأجنبية[3] %
2001	18.56	18.26	0.52
2002	18.26	17.99	0.73
2003	18.50	16.88	0.28
2004	21.09	16.93	1.58
2005	21.83	17.97	5.99
2006	22.97	18.73	9.34
2007	23.55	20.85	8.87
2008	23.62	22.38	5.83
2009	16.84	19.19	3.55
2010	17.95	19.50	2.91
2011	16.86	17.10	-0.20
2012	12.87	16.02	1
2013	13.68	14.21	1.45
2014	11.88	13.64	1.56
2015	9.56	14.28	2.06
2016	9.33	15.04	2.43
2017	11	15	3.1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي خلال الفترة (2001-2017)

بلغ مؤشِّر المدخَّرات بوصفِهِ نسبةً من الناتج المحليِّ الإجماليِّ 18.56% في عام 2001، ثمَّ حافظ على نسبٍ متقاربةٍ خلال عامَي 2002-2003، ليأخذ بالارتفاع بعد عام 2004، ليبلغ ذروته في عام 2008، بنسبة بلغت 23.62%، ثمَّ انخفض في عام 2009؛ متأثِّراً بأحداث الأزمة الماليَّة العالميَّة لعام 2008، وكذلك أخذ هذا المؤشِّر بالانخفاض في عام 2011 والأعوام التَّالية لهذا العام؛ متأثِّراً بالأحداث التي مرَّت بها مصر، ليبلغ هذا المؤشِّر أدنى مستوى له في عام 2016، بنسبةٍ بلغت 9.33%. ويعود ارتفاع حجم الادِّخار للنَّاتج لعدَّة عواملَ:

1- تركِّز الأرباح لدى فئةٍ قليلةٍ من الأفراد وانخفاض الدُّخول للنِّسبة العظمى من السكَّان ممَّا يؤدِّي لزيادة الادِّخار.

2- الرُّكود الذي يمرُّ به الاقتصاد المصريُّ، حيث الأجور منخفضة والأسعار منخفضة، لذلك يزداد الادِّخار، وينخفض الاستثمارُ.

3- الخصخصةُ وبيع مؤسَّسات القطاع العامِّ لبعض المستثمرين والمتنفِّذين، والفساد الذي وصل إلى أعلى أشكاله.

[1] http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS
[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS/ Countries?Display=Default

4- ارتباط رأس المال المحليِّ بشركات ومستثمرين أجانبَ، والعمل كوكلاء لهم في مصر، الأمر الذي يزيد الادِّخار ويخفض الاستثمار.

أمَّا فيما يتعلَّق بأداء الاستثمارات المحليَّة كنسبة من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، فقد بلغت نسبتها 18.26% في عام 2001، ثمَّ انخفضت في الأعوام التالية لتعاود الارتفاع في عام 2006، لتبلغ ذروتها في عام 2008 بنسبة 22.38%. في حين كانت أقلُّ نسبةٍ عام 2014 بنسبةٍ بلغت 13.64%، وبشكلٍ عامٍّ كانت نسبة مساهمة الاستثمارات المحليَّة في النَّاتج متذبذبةً خلال سنوات الدراسة. كما يُلاحظ من الإحصائيَّات الواردة في الجدول أعلاه انخفاضُ أداء الاستثمارات المحليَّة في النَّاتج إلى ما دون 20%، ويمكن إرجاعُ ذلك إلى:

1- ادِّخار الأموال والاستثمار في الخدماتِ والمصارفِ والبورصة.

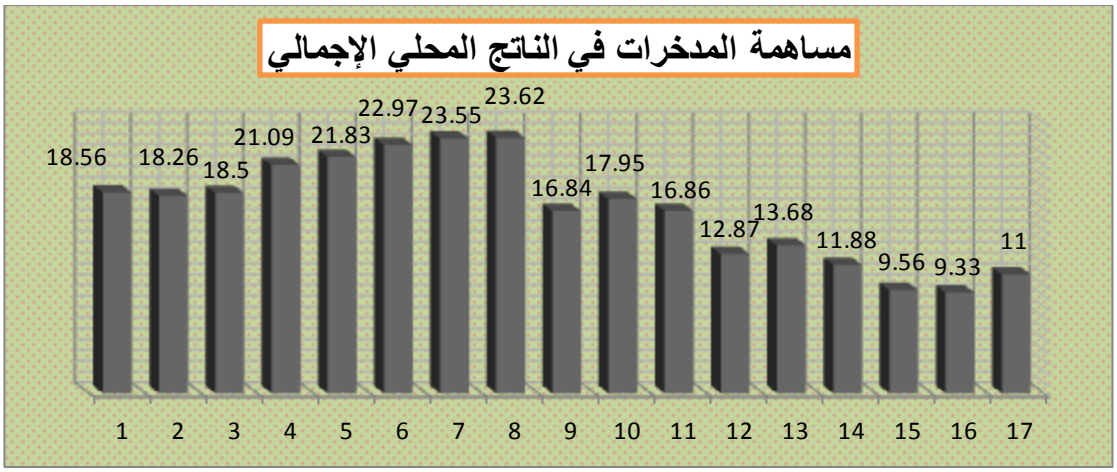
2- انخفاض القدرةِ الشرائيَّة للمواطنين.

ويتَّضح أيضاً من الجدول (3-3) وجود دورٍ ملموسٍ للاستثمارات الأجنبيَّة في تحقيق النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ، فقد بلغت نسبة مساهمة الاستثمارات الأجنبيَّة في النَّاتج 0.52% في عام 2001، ثمَّ أخذت بالارتفاع لتبلغَ ذروتها في عام 2006، بنسبةٍ بلغت 9.34%، ثمَّ أخذت بالانخفاضِ في الأعوام التالية، لتبلغ أدنى مستوى لها في عام 2011، بنسبةٍ سالبة بلغت 0.2%، ويمكن إرجاع ذلك إلى بداية الأحداث في مصر في ذلك العام، الأمرُ الذي أدَّى إلى زعزعةِ الثِّقة بالاقتصاد المصريِّ وحالة عدم الاستقرار التي سادت البلاد آنذاك، ممَّا دفع المستثمرين الأجانب إلى الامتناع عن الاستثمار في ذلك العام 2011-2012، في حين عادت الثِّقة إلى الاقتصاد المصري في الأعوام التَّالية، حيث أخذت مساهمة هذا المؤشِّر بالارتفاع التَّدريجي بعد عام 2011، لتبلغ في عام 2017 نسبة 3.1%.

كما يتَّضحُ من الجدول أعلاه أنَّ أداء الاستثمار الأجنبيِّ في النَّاتج كان منخفضاً نظراً لسيطرة رأس المال المحليِّ ومجموعة مستثمرين على الإنتاج والتوزيع، الأمرُ الذي يمنع الشَّركات الأجنبيَّة من الدخول، ويضع القيود والعراقيل في وجهها. لذلك يُلاحظ انخفاض حجم الاستثمار الأجنبيِّ إلى نسبةٍ متدنِّية مقارنةً بالاقتصاد التركي.

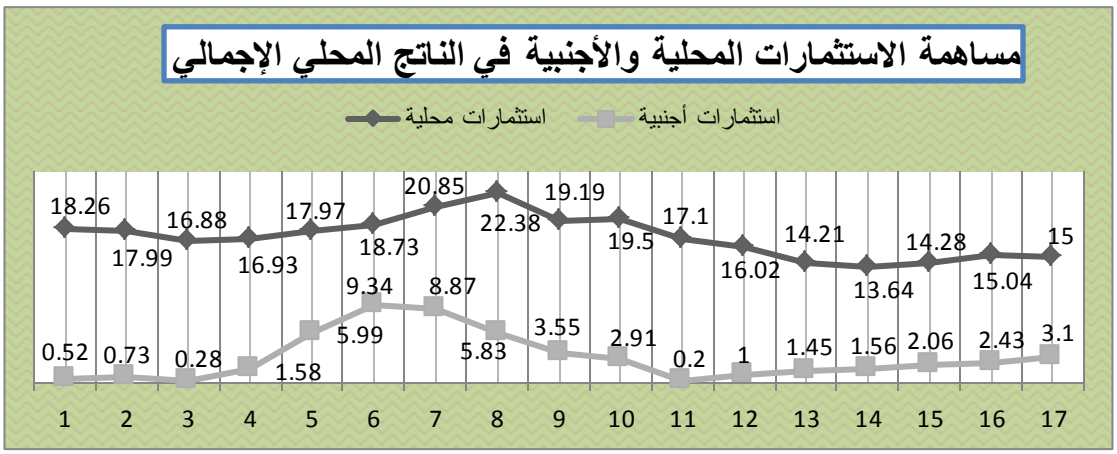
يبيِّن الشَّكل (3-5) مساهمة المدَّخرات في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ خلال فترة الدراسة. حيثُ تبيَّن من الشَّكل أنَّ مساهمة المدَّخرات في النَّاتج بلغت ذروتَها في عام 2008 بنسبةٍ بلغت 23.62%.

الشكل (3-5) مساهمة المدخرات في الناتج المحلي الإجمالي المصري



في حين يبيِّن الشَّكل (3-6) مساهمة الاستثماراتِ المحليَّة والأجنبيَّة في النَّاتج المحليِّ المصريِّ خلال الفترة 2001-2017.

الشكل (3-6) مساهمة الاستثمارات المحلية والأجنبية في الناتج المحلي الإجمالي المصري



4-1-3 التِّجارة الخارجيَّة المصريَّة:

تُعدُّ التجارة الخارجيَّة لأيَّةِ دولةٍ انعكاساً صادقاً لمستوى الدولة الاقتصاديِّ، وقـوَّة علاقاتهـا الدوليَّة، كما أنَّها من الأنشطة المهمَّة في نموِّ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، وفي دفع عجلـة التنميـة الشَّاملة للبلد[1].

ويقيس الميزان التِّجاري حجم التَّعامل التجاريِّ لاقتصادٍ ما مع العالم الخارجيِّ، مـن خـلال الفرق بين الصَّادرات والواردات، وكلَّما كان عجز الميزان التجاريِّ أكبرَ دلَّ ذلك على تباطؤِ نموِّ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ[2]. ويُظهرُ الجدول (3-4) تطوُّرَ التِّجارة الخارجيَّة المصريَّة خلال الفترة 2001-2017.

جدول (3-4) الصادرات والواردات السلعيَّة خلال الفترة (2001-2017) القيمة بالمليار دولار

السنة	الصادرات	الواردات	الإجمالي	رصيد الميزان التجاري	الصادرات كنسبة من GDP	الواردات كنسبة من GDP
2001	17	20	37	3-	17.47	22.33
2002	16	19	35	3-	18.31	22.67
2003	18	19	37	1-	21.79	24.38
2004	22	26	48	4-	28.22	29.58
2005	27	34	61	7-	30.34	32.60
2006	32	40	72	8-	29.94	31.56
2007	39	53	92	14-	30.24	34.82
2008	53	67	120	14-	33.04	38.63
2009	47	53	100	6-	24.95	31.59
2010	46	59	105	13-	21.34	26.58
2011	48	61	109	13-	20.56	24.68
2012	45	68	113	23-	16.39	24.31
2013	49	65	114	16-	17.01	23.35
2014	43	73	116	30-	14.24	22.67
2015	43	67	110	24-	13.18	21.66
2016	34	66	100	32-	10.34	19.68
2017	38	67	105	29-	16.17	28.51
المتوسط الحسابي	36.294	50.411	86.705	-14.117	21.298	28.072
الانحراف المعياري	12.236	19.640	31.108	10.160	6.903	7.373
معامل الاختلاف	33.713	38.960	35.877	-71.970	32.412	26.264

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البنك الدولي خلال الفترة (2001-2017).

[1] جمعه، مرفت سيف الدين، المحددات الجغرافية للتجارة الخارجية السورية مع دول الجوار وفق نموذج الجاذبية، مجلة جامعة البعث، المجلد 39، العدد 49، 2017، ص ص11-38.

[2] الشهاب، أيمن، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة، دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا، رسالة دكتوراه منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2015، ص135.

يتَّضحُ من البيانات الواردة بالجدول أعلاه، أنَّ إجماليَّ التِّجارة السلعيَّة لمصر، قفزت من 37 مليار دولار في عام 2001، لتبلغ ذروتها في عام 2008، بقيمةٍ بلغت 120 مليارَ دولار، ثمَّ انخفضت في الأعوام التَّالية، ثمَّ أخذت بالتَّعافي في عام 2014، حيث بلغت 116 مليار دولار، لتستقرَّ في عام 2017 عند قيمة 105 مليار دولار، بزيادةٍ قدرُها 183.78%.

أمَّا فيما يتعلَّق بحجم الصَّادرات السلعيَّة لمصر فقد بلغت 17 مليار دولار في عام 2001، ثمَّ انخفضت في عام 2002، لتعاود الارتفاع في الأعوام التَّالية، لتبلغ ذروتها في عام 2008، بقيمةٍ بلغت 53 مليار دولار، ثمَّ انخفضت في عام 2009 بسبب أثار الأزمة الماليَّة العالميَّة لعام 2008 التي أصاب تأثيرُها جميع دول العالم، وكذلك انخفضت قيمة الصَّادرات في الأعوام الثَّلاثة الأخيرة من سنوات الدراسة، لتبلغ 38 مليار دولار في عام 2017.

إنَّ نسبة الصَّادرات من النَّاتج تُعدُّ نسبةً مقبولة بين (17%-23%) وسطياً، وهي مقبولة عالمياً. أمَّا سبب استقرار هذه النِّسبة فيمكن إرجاعُهُ إلى الأسباب التَّالية:

1- أعطت أوربا مصرَ ميزةً نسبيَّة في تصدير العديد من المواد الغذائيَّة والزراعيَّة كونها تنتجُ حسب المواصفات الأوربيَّة.

2- انخفاض حجم الدُّخول المصريَّة، الأمر الذي يدفع لزيادة حجم الصَّادرات، بدلاً من استهلاكها محلياً.

3- تراجع الصَّادرات بسبب الاضطراباتِ السياسيَّة الأخيرة من عام 2011، ثمَّ مرحلة الأخوان ومن ثمَّ مرحلة الحكومة الجديدة، وما تبعها من تذبذباتٍ سياسيَّة تنعكس على الاقتصاد المصريِّ.

4- تراجع دور النَّاتج الزراعيِّ والصناعيِّ في مصر مقابل ارتفاع ناتج الخدمات، أي عدم وجود سلعٍ للتَّصدير.

وعلى نفس نسق الصَّادرات، بلغت قيمةُ الواردات السلعيَّة لمصر 20 مليار دولار عام 2001، ثمَّ انخفض حجم الواردات في عامَي 2002-2003، ليعاود الارتفاع في السَّنوات التالية، حيث بلغت قيمة الواردات 67 مليار دولار في عام 2008، ثمَّ انخفضت في عام 2009، متأثِّرة بالأزمة الماليَّة العالميَّة لعام 2008، لتبلغ الواردات المصريَّة ذروتها في عام 2014، بقيمةٍ بلغت 73 مليار دولار.

إنَّ زيادة الواردات المصريَّة توضِحُ ما يلي:

1- تراجع الإنتاج المحلي، لذلك يغطَّى العجزُ بالاستيراد، وهي حالةٌ سلبيَّة.

2- الانتقال من دور المنتِجِ إلى دور الموزِّع لدى القطاع الخاصِّ المصريِّ، وبذلك تزداد الأرباح والسَّيطرة على مفاصل الاقتصادِ.

3- عدم السَّماح للشَّركات الأجنبيَّة بدخول مجالاتِ الإنتاج.

4- نموُّ قطاع الخدمات على حسابِ القطاعات الإنتاجيَّة.

بلغ العجزُ بالميزان التِّجاري 3 مليار دولار في عام 2001، ثمَّ انخفض في عام 2003، ليبلغ مليار دولار، ثمَّ أخذ بالارتفاع في الأعوام التَّالية، ليبلغ 14 مليار دولار في عام 2008، إلَّا أنَّ العجز بالميزان التِّجاري تراجعَ في عام 2009، ليبلغ 6 مليار دولار؛ بسبب أحداث الأزمةِ الماليَّة العالميَّة لعام 2008، وقد بلغ العجز ذروتَهُ في عام 2016، حيث وصلَ إلى 32 مليار دولار.

إنَّ زيادة العجز التَّجاري المصريِّ سوف تؤدِّي لزيادة المديونيَّة والقروضِ وانخفاضِ قيمة الجنيه المصريِّ. حيث يُلاحظ ما يلي:

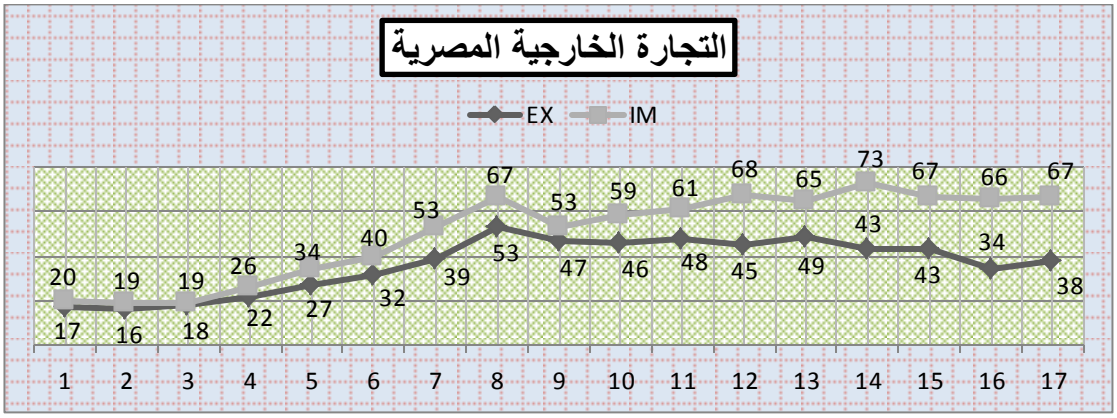
1. تراجعُ قيمة الجنيه نتيجةَ زيادة العجز التِّجاري.
2. زيادة المديونيَّة، حيث اقترضت مصر 12 مليار دولار من البنك الدولي، والمديونيَّة وصلت إلى 40 مليار دولار عام 2012 و82 مليار دولار عام 2017.
3. عدمُ وجود بيئةٍ مشجِّعة على الاستثمار لجذبِ الاستثمارات الأجنبيَّة.
4. عدم استفادةِ مصر من منطقةِ التِّجارة الحرَّة العربيَّة الكبرى، بسبب نقصِ الإنتاج من السِّلع والخدمات، الأمر الذي يزيد من نموِّ الخدمات على حساب الإنتاج الحقيقيِّ.

ويلاحظ أيضاً من الجدول (3-4) أنَّ متوسِّط الصَّادرات المصريَّة بلغ نحو 36.294 مليار دولار، خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 12.236، وكان معامل الاختلاف 33.713%. في حين بلغ متوسِّط الواردات المصريَّة 50.411 مليار دولار، خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 19.640، وكان معامل الاختلاف 38.960%.

إنَّ معامل الاختلافِ للصَّادرات المصريَّة أقلُّ من معامل الاختلافِ للواردات المصريَّة، وبالتَّالي فإنَّ الصَّادرات المصريَّة أقلُّ تشتُّتاً من الواردات المصريَّة.

أمَّا فيما يتعلق بمتوسِّط إجماليِّ التِّجارة الخارجيَّة المصريَّة خلال فترة الدِّراسة، فقد بلغ 86.705 مليار دولار، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 31.108، وكان معامل الاختلاف 35.877%.

الشَّكل (3-7) التِّجارة الخارجيَّة المصريَّة خلال فترة الدراسة 2001-2017



5-1-3 التَّضخُّم: تُعتبر ظاهرةُ التَّضخُّم من أشدِّ الظواهر تعقيداً، فهي ظاهرةٌ ذات طبيعةٍ مركَّبة نقديَّة واقتصاديَّة واجتماعيَّة، فضلاً عن كونها ذاتَ أبعادٍ اقتصاديَّة واجتماعيَّة وسياسيَّة، قد تكون نتائجها خطيرةً، خاصَّة إذا ما استشرَتْ في هيكل الاقتصاد القوميِّ. ويتَّفق معظم الاقتصاديِّين على أنَّ التَّضخُّم هو الارتفاع العامُّ والمستمرُّ في المستوى العامِّ للأسعار[1].

وفيما يتعلَّق بالتضخُّم النقديِّ في مصر فقد كانت نسبتُهُ (2.26%) عام 2001، ليبلغ مستواه 18.31%، في عام 2008، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأزمة الماليَّة العالميَّة في ذلك العام، ثمَّ أخذت نسبة التضخم بالتَّناقص في الأعوام التَّالية، لتعاود الارتفاع في عام 2014 والأعوام التَّالية لهذا العام، حتى وصلت إلى (29.5%) عام 2017.

ويمكن إرجاع التَّضخُّم في مصر إلى الأسباب التالية:

1- تراجعُ حجم النَّاتج الحقيقيِّ (الزراعة والصناعة) من السِّلع.

2- نموُّ قطاع الخدمات وخاصَّة الخدمات الماليَّة.

[1] الحوراني، أكرم محمود، وحساني، عبدالرزاق حسن، النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2017، ص232.

3- زيادة نسبة البطالة نظراً لانخفاضِ حجم الاستثمارِ الإنتاجيِّ في قطاعَي الزراعة والصناعة.

4- زيادةُ حجم الدَّيون الخارجيَّة لتصل إلى 40 مليار دولار عام 2012، وإلى 82 مليار دولار عام 2017، وهذا ما يؤثِّر على قيمة العملة الوطنيَّة والأسعار والإنتاج.

5- الإنفاقُ العامُّ على قطاع الخدمات أكثرُ من الإنفاق على القطاعات الإنتاجيَّة أو مشاريع البنيةِ التحتيَّة التي تشجِّع الإنتاجَ في قطاعَي الزراعة والصناعة.

ويبيِّن الجدول (3-5) معدَّلات التضخُّم خلال فترة الدراسة (2001-2017)

السنة	معدل التضخم %	السنة	معدل التضخم %
2001	2.26	**2010**	11.26
2002	2.73	**2011**	10.05
2003	4.50	**2012**	7.11
2004	11.27	**2013**	9.42
2005	4.86	**2014**	10.14
2006	7.64	**2015**	10.35
2007	9.31	**2016**	13.81
2008	18.31	**2017**	29.50
2009	11.76	**2018**	15.6

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي خلال الفترة (2001-2017).

3-1-6 الاستثمارُ الأجنبيُّ:

يُعدُّ جذبُ الاستثمار الأجنبيِّ المباشر أحد أهمِّ مجالات المنافسة بين دول العالم المتقدِّمة والنَّامية على حدٍّ سواء، ولا سيَّما بعد الأزمة الماليَّة والاقتصاديَّة العالميَّة والتطوُّرات السياسيَّة الأخيرة في المنطقة العربيَّة، وأزمة منطقة اليورو والانكماش الذي عرفته الأسواق العالميَّة للاستثمار، هذا إلى جانب التطوُّرات الحديثةِ، التي طرأت على اتِّجاهات رؤوس الأموال الأجنبيَّة، والتي أبرزت بالخصوص الاتِّجاه التصاعديَّ لتدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ إلى الدُّول النامية والانتقاليَّة[1]. حيث شهدت تدفُّقات الاستثمارِ الأجنبيِّ المباشر الوافدِ إلى الدُّول العربيَّة ارتفاعاً من 43 مليار دولار عام 2010 بمعدَّل 9.5% إلى 47.1 مليار دولار عام 2012، إلَّا أنَّ قيمة التدفُّقات ضعيفةٌ، مقارنةً مع 76.3 مليار دولار عام 2009، و96.3 مليار دولار عام 2008، ومتوسِّط بلغ 66.2 مليار دولار خلالَ الفترة بين عامَي 2005 و2007[2]، ومثَّلت الاستثماراتُ الوافدةُ إلى الدُّول العربيَّة لعام 2015 ما نسبتُه 2.3% من إجماليِّ الاستثمار الأجنبيِّ العالميِّ

[1] تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار واتتمان الصادرات، 2014، ص8.

[2] تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار واتتمان الصادرات، 2012-2013، ص13.

البالغ 1.76 تريليون دولار، و5.2%، من إجماليِّ الدُّول النامية البالغ 765 مليار دولار[1]، فقد تراجعت التدفُّقات الواردة إلى الدُّول العربيَّة لعام 2015 بمعدَّل 10% إلى نحو 40 مليار دولار.

أمَّا فيما يتعلَّق بالاستثمارات الأجنبيَّة المباشرة الصَّادرة من الدُّول العربيَّة في عام 2016، فقد سجَّلت تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الصَّادرة من الدول العربية تراجعاً بنسبة 14% إلى 31.3 مليار دولار عام 2016 وبحصَّةٍ بلغت 2.2% من الإجماليِّ العالميِّ البالغ 1473 مليار دولار، و8.2% من إجماليِّ الدُّول النَّامية البالغ 383 مليار دولار لعام 2016[2]. أمَّا فيما يتعلَّق بتدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الواردة في العالم لعام 2017، فقد تراجعت وبشكلٍ كبيرٍ، بنسبةٍ بلغت 23.4%، لتبلغ 1430 مليار دولار. ويرجعُ السَّبب في ذلك إلى انخفاض صفقات التملُّك والاندماج عبر الحدود. في حين استقرَّت تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الواردةُ إلى الاقتصادات النَّامية حول 670 مليار دولار. في المقابل تراجعت هذه التدفُّقات إلى الدُّول النَّامية بنسبة 37.1%، لتبلغ 712 مليار دولار لعام 2017، لتمثِّل 49.8% من إجماليِّ التدفُّقات العالميَّة.

أمَّا فيما يتعلَّق بتدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشَر الواردةِ إلى الدُّول العربيَّة فقد شهدت تراجعاً بنسبة 11.5%، لتنخفض من 32.4 مليار دولار لعام 2016، لتبلغ 28.7 مليار لعام 2017. وقد تركَّز الاستثمار الأجنبيُّ المباشر الوارد إلى الدُّول العربيَّة في عددٍ محدود من هذه الدُّول، حيث استحوذت كلٌّ من الإمارات ومصر على 61.8% من الإجماليِّ، بقيَمٍ بلغت 10.4 و7.4 مليارات دولار على التوالي. وهذا دليلٌ على استقرار الاقتصاد المصريِّ وعودة ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد المصريِّ بعد الأحداث التي شهدتها مصر في عام 2011، حيث سجَّلت التدفُّقات الواردة في ذلك العام تدفُّقاً سلبياً[3].

ووفق قاعدة بيانات "أسواق الاستثمار الأجنبيِّ المباشر" التي أعدَّتها مؤسَّسة الفايننشال تايمز يقدَّرُ عدد الشَّركات الأجنبيَّة العاملة في الدُّول العربيَّة بنحو 7423 شركةً، بنسبة تصل إلى 10% من إجماليِّ عدد الشَّركات المستثمرة خارجَ حدودها في العالم، كما تستثمر تلك الشَّركات في ما يزيد عن 10 ألاف مشروعٍ في المنطقة العربيَّة، وبنسبة تبلغ نحو 6% من إجماليِّ المشروعات

[1] تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2016، ص7.

[2] تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2017، ص7.

[3] تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، ملامح الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية لعام 2017، العدد الثاني، 2018، ص6-7.

الأجنبيَّة القائمة في العالم، والمقدَّرة بنحو 167 ألفَ مشروعٍ، وذلك منذ عام 2003 وحتَّى شهر نيسان من عام 2014[1]. أمَّا فيما يتعلَّق بعام 2016 فقد شهد قيام 616 شركةً بإنشاء 773 مشروعاً استثمارياً أجنبياً جديداً في الدُّول العربيَّة بتكلفة استثماريَّة 94 مليار دولار، حيث وفَّرت تلك المشروعات ما يزيد عن 115 ألفَ فرصةِ عملٍ.

وقد حلَّت مصر في مقدِّمة الدُّول المستقبلة للمشروعات بقيمة 40.9 مليار دولار تمثِّل 44.3% من الإجماليِّ، تلتها السُّعوديَّة بحصَّة 12.8% ثمَّ الإمارات بحصَّة 10.6%. وتصدَّرت الصِّين أهمَّ المستثمرين في المنطقةِ بقيمة 29.5 مليار دولار، وبنسبة 31.9% من الإجماليِّ، تلتها الإمارات بقيمة 15.2 مليار دولار، وبحصَّةٍ بلغت 16.4%، ثمَّ الولايات المتَّحدة بنحو 7 مليارات، وبحصَّة بلغت 7.6%[2].

وقد بلغ عدد المشاريع العربيَّة المستثمَرةِ في الدُّول العربيَّة 2552 ما بين عامي 2003-2016 بقيمةٍ بلغت 324129 مليون دولار، حيثُ وفَّرت 564054 فرصةَ عملٍ، في حين بلغَ عدد الشَّركات 1036 شركةً.

وقد بلغ عدد المشاريع الاستثماريَّة الأجنبيَّة الجديدة الواردةِ إلى مصر 877 مشروعاً، ما بين عامي 2003-2016، بقيمة بلغت 185,730 مليون دولار، حيثُ وفَّرت 241,218 فرصة عملٍ، في حين بلغ عدد الشَّركات 633 شركةً. بلغ نصيب مصر من تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر والتِّجارة الدُّوليَّة من إجماليِّ الدُّول النامية ومرحلة التحوُّل كان على التوالي 7.5% للاستثمار و0.8% للتِّجارة في عام 1980. وصلت تلك النِّسَبُ في عام 2012 إلى 0.9% للاستثمار 0.4% للتِّجارة. الأمرُ الذي يظهر تراجعاً في الأهميَّة النسبيَّة للاقتصاد المصريِّ على التَّوازي بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشَر والتِّجارة الدوليَّة[3].

ويبيِّن الجدول (3-6) تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشَر الدَّاخلة والخارجة إلى مصر، خلال الفترة (2001-2017).

---

[1] تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2014، ص14.

[2] تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2017، ص7.

[3] شاكر، صابر عدلي، العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية: حالة مصر، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد 29، العدد 2، الجزء الأول، 2015، ص ص1-23.

الجدول (3-6) تدفُّقات الاستثمار الأجنبي المباشَر الدَّاخلة والخارجة إلى مصر خلال الفترة (2001-2017)، مليون دولار أمريكي

السنة	تدفقات FDI الواردة	تدفقات FDI الصادرة	صافي تدفقات FDI
2001	510	12	498
2002	647	28	619
2003	237	21	216
2004	2157	159	1998
2005	5376	92	5284
2006	10043	148	9895
2007	11578	665	10913
2008	9495	1920	7575
2009	6712	571	6141
2010	6386	1176	5210
2011	(483)	626	(1109)
2012	6881	211	6670
2013	5553	301	5252
2014	4612	253	4359
2015	6925	182	6743
2016	8107	207	7900
2017	7392	199	7193
المتوسط الحسابي	5296	410.75	5284.867
الانحراف المعياري	3739.811	507.424	3293.237
معامل الاختلاف	70.615	123.536	62.314

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير الاستثمار العالميِّ، وتقارير المؤسَّسة العربيَّة لضمان الاستثمار وائتمان الصَّادرات.

يبيِّن الجدول أعلاه تطوُّرَ تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشَر الدَّاخلة والخارجة، وكذلك صافي التدفُّقات إلى مصر. حيثُ بلغت التدفُّقات الدَّاخلة في عام 2001، ما قيمتُهُ 510 مليون دولار، ثمَّ ارتفعت في عام 2002، لتعاود الانخفاض في عام 2003، حيثُ بلغت 237 مليون دولار، ثمَّ عاودت الارتفاع في الأعوامِ التَّالية، لتبلغ ذروتَها في عام 2007، بقيمةٍ بلغت 11.478 مليار دولار، ثمَّ انخفضت في عام 2008 والأعوام التي تلتها؛ متأثِّرةً بالأزمة الماليَّة العالميَّة، لتصبح هذه التدفُّقات سالبةً في عام 2011، متأثِّرة بالأحداث التي مرَّت بها مصر بقيمةٍ سالبةٍ بلغت (483) مليون دولار، ثمَّ عاودت الارتفاعَ في السَّنوات التَّالية لتبلغ 7392 مليون دولار في عام 2017، وذلك بسبب الاستقرار وإعادةِ الثِّقة بالاقتصاد المصريِّ.

أمَّا فيما يتعلَّق بالتدفُّقات الخارجةِ فقد بلغت 12 مليون دولار في عام 2001، وكذلك انخفضت في عام 2003 لتبلغ 21 مليون دولار، بعد أن كانت 28 مليون دولار في عام 2002، وكذلك انخفضت في عام 2005 لتبلغ 92 مليون دولار، بعد أن كانت 159 مليون دولار في عام 2004،

بفارقٍ بلغ 67 مليون دولار، ثمَّ أخذت هذه التدفُّقات بالارتفاعِ لتبلغَ ذروتَها في عام 2008، بقيمة 1920 مليون دولار، ثمَّ انخفضت في عام 2009 متأثِّرةً بالأزمة الماليَّة العالميَّة لعام 2008، وكذلك انخفضت في عام 2011؛ متأثِّرة بالأحداث التي مرَّت بها مصر. وبشكلٍ عامٍّ كانت تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ الخارجة من مصر خلالَ سنوات الدِّراسة متذبذبةً.

وبشكلٍ عامٍّ فإنَّ الاستثمارات الأجنبيَّة التي تدخل إلى مصر كانت على شكلِ استثماراتٍ لشركات أجنبيَّة، وتدخل بشكلٍ نظاميٍّ بهدف إعادةِ تحويل أرباحِها وأموالها في نهاية الاستثمار، أمَّا الاستثمارات الصَّادرة من مصر إلى دولٍ أخرى فكثيراً ما تخرجُ هذه الأموالُ بالطُّرق غير النِّظاميَّة (تهريب)، لذلك تكون الأموالُ الهاربة أكبرَ بكثيرٍ في مصر من الاستثمارات الدَّاخلة، لأنَّ سوء توزيعِ الدَّخل القوميِّ وحصولَ أقليَّةٍ في مصر على حصَّةٍ كبيرةٍ من الدَّخل القوميِّ، لا يمكن تفسيرُهُ إلَّا من خلال تهريبِ هذه التَّراكمات إلى بنوك أجنبيَّة بهدفِ الاستثمار، وسرعان ما تصبح هذه الأموال ملكاً لتلك المصارف ويفقد أصحابُها سلطةَ تحريكِها، وهكذا حال أكثر الأموال التي تُهرَّب من الدُّول النَّامية، وهي في حقيقتِها أكبرُ بكثيرٍ من الاستثمارات الدَّاخلة إليها.

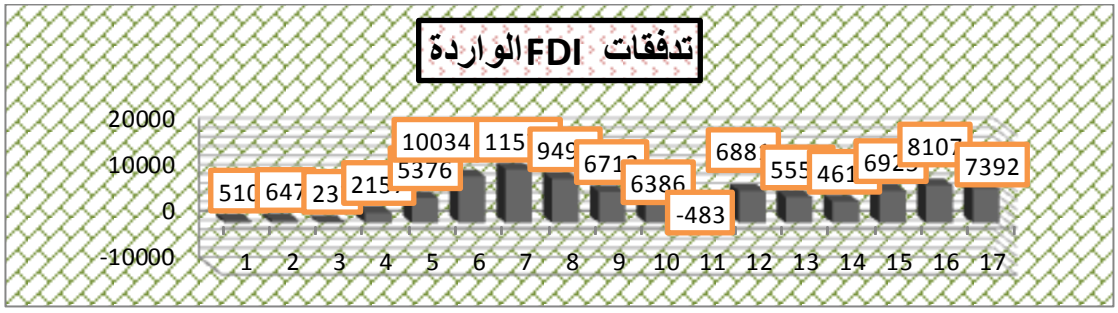
ويُلاحظ أيضاً من الجدول (3-6) أنَّ متوسِّط تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الواردة بلغ نحو 5296 مليون دولار خلالَ الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 3739.811، وكان معامل الاختلاف 70.615%. في حين بلغ متوسِّط تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الصَّادرة 410.75 مليون دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 507.424، وكان معامل الاختلاف 123.536%.

إنَّ معامل الاختلاف لتدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الواردة أقلُّ من معامل الاختلاف لتدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشَر الصَّادرة، وبالتَّالي فإنَّ تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الواردة أقلُّ تشتُّتاً من تدفُّقات الاستثمارِ الأجنبيِّ المباشر الصَّادرة.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط صافي تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشَر خلالَ فترة الدِّراسة، فقد بلغ 5284.867، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 3293.237، وكان معامل الاختلاف 62.314%.

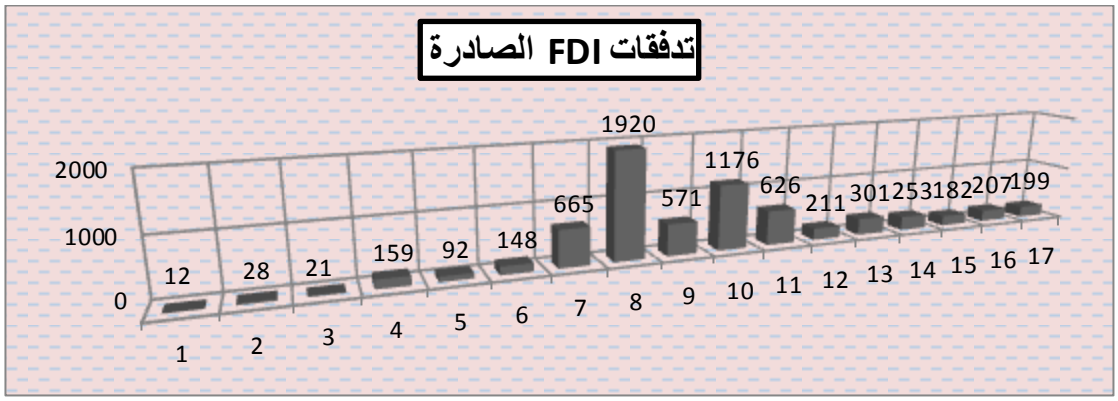
ويبيِّن الشَّكل (3-8) تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشَر الوافدة إلى مصر خلالَ سنوات الدِّراسة 2001-2017، حيث كانت 510 مليون دولار في عام 2001، لتبلغ 7392 مليون دولار في عام 2017، لتمثِّل ما نسبتُهُ 1349.41%.

الشكل (3-8) تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة



في حين بيَّن الشَّكل (3-9) تدفُّقات الاستثمار الأجنبيِّ المباشر الخارجة من مصر خلال سنواتِ الدِّراسة، حيثُ كانت 12 مليون دولار في عام 2001، لتبلغ 199 مليون دولار في عام 2017، لتمثِّل ما نسبتُهُ 1558%.

الشكل (3-9) تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة



ويبيِّن الجدول (3-7) متوسط توزيع تكلفةِ الاستثمارات الواردةِ إلى مصر حسبَ الأقاليم المستثمرةِ خلال الفترة من 2013-2017، القيمة بالمليون دولار.

جدول (3-7) توزيع تكلفةِ الاستثمارات الواردةِ إلى مصر حسبَ الأقاليم المستثمرةِ

الأقاليم المستثمرة	متوسط التكلفة (مليون دولار)	النسبة %
الدول الأوربية الناشئة	30,829	26.7
الشرق الأوسط	29,041	25.2
أوربا الغربية	27,317	23.7
آسيا والمحيط الهادئ	25,094	21.8
أمريكا الشمالية	1,977	1.7
أفريقيا	827	0.7

أمريكيا اللاتينية والبحر الكاريبي	190	0.2

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير المؤسَّسة العربيَّة لضمان الاستثمار وائتمان الصَّادرات، 2018.

تُعدُّ الدُّول الأوربيَّة النَّاشئة الرافدَ الأوَّل لتدفُّق الاستثمار الأجنبيِّ لمصر خلال الفترة 2013-2017، بقيمةٍ بلغت 30,829 مليون دولار، وبنسبةٍ بلغت 26.7%، تليها دولُ الشَّرق الأوسط بقيمةٍ بلغت 29,041 مليون دولار، وبنسبة 25.2%، ثمَّ جاءت دول أوربا الغربيَّة في المرتبة الثَّالثة، وبقيمة استثمارٍ بلغت 27,317 مليون دولار، وبنسبة 23.7%، أمَّا في المرتبة الرَّابعة فقد كانت دول آسيا والمحيط الهادئ بقيمة 25,094 مليون دولار، وبنسبة 21.8%، ثمَّ تلتها دول أمريكا الشماليَّة بقيمة 1,977 مليون دولار وبنسبة 1.7%، وفي المرتبة السَّادسة حلَّت دول أفريقيا بقيمة 827 مليون دولار وبنسبة 0.7%، وأخيراً كانت دول أمريكيا اللاتينية والبحر الكاريبي، بقيمة بلغت 190 مليون دولار وبنسبة 0.2%.

الجدول (3-8) أهمَّ الدُّول المستثمرةِ في مصر خلال الفترة من 2013-2017، القيمة بالمليون دولار

الدولة	متوسط التكلفة (مليون دولار)	عدد المشروعات	عدد الشركات
روسيا	30,079	5	5
الصين	22,883	26	17
الإمارات	14,706	52	30
اليونان	10,012	3	2
إيطاليا	8,918	11	7
السعودية	8,803	29	20
البحرين	3,522	3	2
المملكة المتحدة	2,379	23	17
ألمانيا	1,989	19	12
لبنان	1,848	10	5
أخرى	10,137	163	129
الإجمالي	115,275	344	246

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير المؤسَّسة العربيَّة لضمان الاستثمار وائتمان الصَّادرات، 2018.

يبيِّن الجدول أعلاه أهمَّ الدُّول المستثمرة في مصر خلال الفترة من 2013-2017، حيثُ جاءت روسيا في مقدِّمة الدُّول المستثمرة في مصر، وبقيمة بلغت 30,079 مليون دولار، وذلك لأنَّ روسيا يجمعها بمصر مصالحُ مشتركة سياسيَّةٌ واقتصاديَّة، حيث بلغ حجم التَّبادل بين مصر

وروسيا خلال عام 2016 نحو 4,15 مليار دولار، منها 373.4 مليون دولار صادراتٌ مصريَّة و3.7 مليار دولار واردات، ثمَّ حلَّت الصِّين بالمرتبة الثَّانية وبقيمةٍ بلغت 22,883 مليون دولار، حيثُ بلغ حجم التَّبادل التِّجاريِّ بين مصر والصِّين في عام 2016 حوالي 11 مليار دولار، أمَّا في المرتبة الثَّالثة فقد كانت الإمارات، وبقيمةٍ بلغت 14,706 مليون دولار، ثمَّ اليونان، وإيطاليا، والسُّعوديَّة، والبحرين، والمملكة المتَّحدة، وألمانيا، وأخيراً في المرتبة العاشرة حلَّت لبنان وبقيمةٍ بلغت 1,848 مليون دولار.

كما يتَّضح من الجدول أعلاه أنَّ دولتَين من دول مجموعة البريكس هما روسيا والصِّين من أهمِّ المستثمرين بمصر، حيثُ تحظى دول مجموعة البريكس بعلاقاتٍ اقتصاديَّة كبيرة مع مصر، إذ بدأت استثماراتُ هذه الدُّول في التدفُّق على مصر على مدى السَّنوات الماضية، وتعمل استثمارات هذه المجموعة في عدَّة قطاعاتٍ اقتصاديَّة حيويَّة منها قطاع الصناعة والخدمات والإنشاءات والاتِّصالات والتكنولوجيا.

3-1-7 الديون الخارجيَّة المصريَّة: تلجأ دول العالم الثَّالث إلى الاقتراض من الخارج؛ لأسبابٍ عديدة، أدَّت بها إلى الوقوع في أزمة المديونيَّة الخارجيَّة، ولكنَّ ما جعل الأمرَ أكثرَ سوءاً، أنَّها لا تقترض لغرض التَّنمية الوطنيَّة، ولكن بغرضِ تسديدِ فوائد الديون المستحقَّة عليها[1]، أو لتمويل عجز الموازنة، وأحياناً لإقامة مشاريعَ كبيرةٍ تعجز عنها الإيراداتُ المحليَّة.

يمثِّل الدَّين العامُّ مصدراً من مصادر الإيرادات العامَّة، تلجأ إليه الدَّولة لتمويل نفقاتها العامَّة، عندما تعجز عن توفير إيراداتٍ أخرى، ولا سيما من الضَّرائب، فتقترض إمَّا من الأفراد أو من هيئاتٍ محليَّة أو دوليَّة أو دول أجنبيَّة.

وتُعدُّ قضيَّة الدَّين العامِّ من أهمِّ القضايا التي لها تأثيرٌ مباشرٌ على اقتصاديَّات الدُّول، ومستوى معيشة أبنائها، ومستقبل الأجيال الحاليَّة والقادمة فيها، فهي تتطلَّب توفير الموارد الحكوميَّة

[1] فضل، حسن توكل أحمد، استخدام نموذج قياسي للكشف عن محددات ديون السودان الخارجية خلال الفترة 1980-2008، مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتطبيقية، المجلد 1، العدد 2، 2017، ص ص1-29.

اللازمة لذلك من ميزانيَّتها، ومن ثمَّ فإنَّها تشكِّل جزءاً مهماً من إدارة الدَّين الحكوميِّ، والموازنة العامَّة، وإدارة الاحتياطيِّ من النَّقد الأجنبيِّ[1].

وتعاني مصر من إفراطٍ ملحوظٍ في الاقتراض المحليِّ والخارجيِّ، في ظلِّ انهيارٍ اقتصاديٍّ ملحوظٍ، من تدنِّي المدخَّرات والاستثمارات، وانخفاضِ سعر الجنيه، وعجزٍ متنامٍ في الموازنة، وعجزٍ متنامٍ في الميزان التِّجاري بصفةٍ خاصَّة، وميزانِ المدفوعاتِ بصفةٍ عامَّة، وخاصَّة بعد الأحداثِ التي مرَّت بها مصر في عام 2011.

وقد اتَّخذت المدرسة التقليديَّة (الكلاسيكيَّة) في غالبيَّتها[2]موقفاً عدائياً من سياسة التجاءِ الدَّولة إلى الدَّين العامِّ، وطالبت بضرورةِ تعادُلِ الموازنة العامَّة للدَّولة سنوياً، حيثُ ترى أنَّ الدَّين العامَّ يؤدِّي إلى تحويلِ أموالِ القطاع الخاصِّ التي كانت معدَّة للتَّشغيل في مشروعاتٍ إنتاجيَّةٍ إلى القطاع العامِّ، حيثُ يتمُّ تبديدها في نفقاتٍ عامَّةٍ غير منتجةٍ. كما أنَّ الدَّين العامَّ يؤدِّي إلى رفع سعرِ الفائدةِ، الأمر الذي يعملُ على عرقلة النَّشاط الاقتصاديِّ وسوءِ توزيع الموارِدِ الاقتصاديَّة، ويقف عقبةً في طريق التقدُّم الاقتصاديِّ. فضلاً عن أنَّ خدمة الدَّين العامِّ تؤدِّي إلى زيادة العبءِ الضريبيِّ، وكذلك التضخُّم، فقد تعمَدُ الدَّولة أحياناً إلى تسديدِ التزاماتِها عن طريقِ الإصدار النَّقديِّ. ويبيِّن الجدول (3-9) الدَّين العامَّ الخارجيَّ لمصر ونسبةَ الدَّين للدَّخل القوميِّ، ونصيبَ القطاع الخاص من الدَّين الخارجيِّ، والديون الخارجيَّة قصيرة الأجل، خلال الفترة 2001-2017.

[1] دوابه، أشرف محمد، أزمة الدين العام المصري- رؤية تحليلية، دراسات اقتصادية، المعهد المصري للدراسات السياسية والاستراتيجية، 2016، ص ص1-46.

[2] مثل آدم سميث وريكاردو ومالتوس وباستيل.

جدول (3-9) الدَّين العامُّ الخارجيُّ لمصر خلال الفترة 2001-2017

السنة	إجمالي الدين الخارجي مليار دولار[1]	نسبة الدين للدخل القومي[2]	نصيب القطاع الخاص من الدين الخارجي مليون دولار[3]	الديون الخارجية قصيرة الأجل مليار دولار
2001	28.2	28.7	618	2.207
2002	29.6	33.7	658	2.150
2003	30.4	36.7	315	1.864
2004	31.3	39.9	852	1.718
2005	30.5	34.1	93	1.655
2006	30.9	28.7	81	1.719
2007	34.5	26.2	20	2.235
2008	33.8	20.6	80	2.842
2009	35.4	18.7	74	2.561
2010	36.8	17.2	53	3.149
2011	35.2	15.3	16	3.025
2012	40	14.4	20	6.657
2013	46.6	16.2	12	2.816
2014	41.8	13.7	21	3.320
2015	48.4	14.6	22	4.424
2016	67.2	20	156	11.945
2017	82	35	406	11.128
المتوسط الحسابي	40.152	24.335	205.705	3.847
الانحراف المعياري	14.431	9.025	267.144	3.141
معامل الاختلاف	35.941	37.087	129.867	81.653

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي خلال الفترة (2001-2017)

من خلال الإحصاءات المبيَّنة بالجدول أعلاه، نجد أنَّ الدَّين الخارجيَّ قد ارتفع من 28.2 مليار دولار في عام 2001، ليصل إلى 82 مليار دولار في عام 2017، لتصل الزِّيادة في حجم الدَّين إلى 53.8 مليار دولار، وتمثِّل هذه الزِّيادة نسبة 190.780% ممَّا كانت عليه قيمة الدَّين في 2001.

وقد بلغت أعلى قيمة للدَّين العامِّ الخارجيِّ المصريِّ في عام 2017؛ بقيمة بلغت 82 مليار دولار، ويمكن إرجاعُ ذلك إلى الأحداث التي مرَّت بها مصر في عام 2011، وتزايدِ الاقتراض من الخارجِ لسداد العجز، ممَّا أدَّى إلى تراكم الديون. كما حدثت عدَّة انخفاضات للدَّين العامِّ الخارجيِّ، كما هو مبيَّنٌ بالجدول أعلاه، ففي عام 2005 انخفضَ الدَّين العامُّ الخارجيُّ بنسبة 2.5%، عما كان عليه في عام 2004، أمَّا في عام 2008 فقد بلغت نسبة الانخفاض 2%، في حين

[1] http://data.albankaldawli.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD
[2] http://data.albankaldawli.org/indicator/DT.DOD.DECT.GN.ZS
[3] http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.SRV.TETC.ZS

بلغت نسبة الانخفاض في عام 2011 ما نسبتُهُ 4.3%، وآخر انخفاضٍ للدَّين العامِّ الخارجيِّ المصريِّ كان في عام 2014 بنسبة 10.3%.

وبالتَّالي يمكن إرجاعُ تزايدِ الدَّين الخارجيِّ المصريِّ إلى الأسباب التَّالية:

1- تمويل عجزِ الموازنة السَّنويِّ المتزايد الذي يرجع في أساسِهِ للتهرُّب الضريبيِّ للقطاع الخاصِّ.

2- إقامة مشاريع البنيةِ التحتيَّة التي يحتاجُها الاقتصاد المصريُّ، لكي يواصل تطوُّرَه ليجذبَ الاستثمارات الأجنبيَّة.

3- إقامةُ مشروع الطَّاقة النوويَّة الذي بدأت روسيا بإنشائِهِ بمحطة الضَّبعة بمبالغَ تصل إلى 30 مليار دولار.

4- استيراد الموادِّ الأوليَّة والآلات والتقانات التي يحتاجها الاقتصادُ المصريُّ.

5- خدمة الدَّين.

6- تراجع الإنتاج الحقيقيِّ، الأمر الذي يدفع الحكومةَ لاستيراد السِّلع للمواطنين، بينما يرتفع بالمقابل قطاع الخدمات، الذي يظهرُ زيادةً في النَّاتج وتراجعاً في قيمة الدَّين مقابلَ زيادة النَّاتج.

7- الأزمة التي يمرُّ بها الاقتصاد المصريُّ منذ عام 2011، حتَّى الوقت الحاضر.

أمَّا فيما يتعلَّق بنسبة الدَّين الخارجيِّ كنسبةٍ من الدَّخل القوميِّ، خلالَ فترة الدِّراسة 2001-2017، تراجعت من 28.7% في عام 2001 إلى 20% في عام 2016، لتعاود الارتفاع في عام 2017 لتبلغ 35%، ويدلُّ ذلك على قوَّة بنيةِ النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ، الذي انعكس على زيادةِ قيمة الدَّخل القوميِّ خلال الفترة 2001-2015، كما يُلاحظ أيضاً في ضوءِ هذا المؤشِّر أنَّ الدَّين الخارجيَّ بوصفه نسبةً من الدَّخل القوميِّ أخذ في التَّراجُع بعدَ عام 2005، ليبلغ أدنى مستوى له في عام 2014، بنسبةٍ بلغت 13.7%، ثمَّ بدأ في التَّزايد مرَّةً أخرى في عامي 2016-2017.

ووفقاً لبياناتٍ في الجدول (3-9) فإنَّ نصيب القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ المصريِّ في عام 2017، بلغ 406 مليون دولار، في حين كانت هذه القيمة 618 مليون دولار في

عام 2001. ويُعدُّ هذا مؤشِّراً إيجابياً لتعاملِ الحكومة مع قضيَّة الديون بشكل عامٍّ، سواء من خلال مصادرها المحليَّة أو الخارجيَّة.

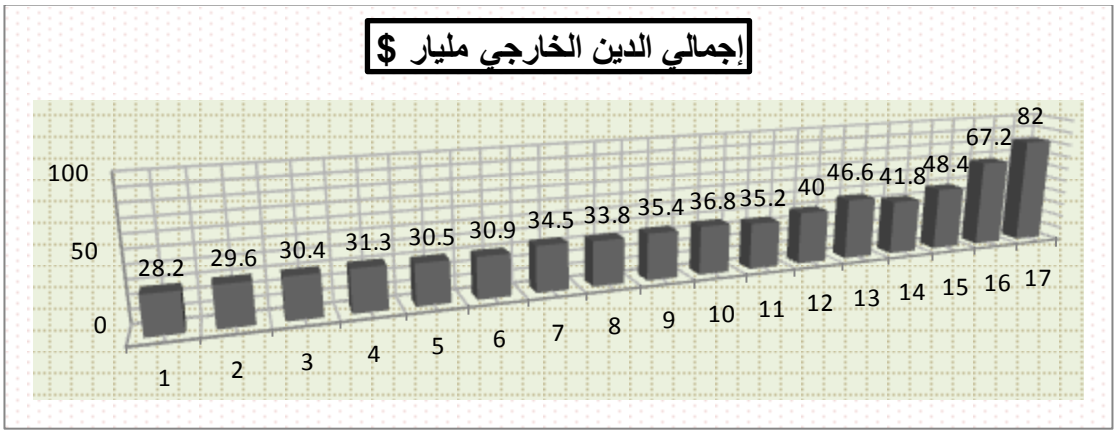
كما يتبيَّن من الجدول (3-9) أنَّ الديون الخارجيَّة قصيرةَ الأجلِ بلغت عام 2017 تقريباً 11.128 مليار دولار، بعد أن كانت 2.20 مليار دولار في عام 2001، أي بزيادة قدرُها 8.921 مليار دولار، بنسبةٍ بلغت 404.21%. وهذا يزيد من مخاوف تعرُّضِ مصر إلى أزمةٍ اقتصاديَّةٍ كبيرة قد تُلحق أضراراً كبيرة.

ويلاحظ أيضاً من الجدول (3-9) أنَّ متوسِّط إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ بلغ نحو 40.152 مليار دولار، خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 14.431، وكان معامل الاختلاف 35.941%. في حين بلغ متوسِّط نسبةِ إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ للدَّخل القوميِّ 24.335 % خلالَ الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 9.025، وكان معامل الاختلاف 37.087%.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط نصيب القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ فقد بلغ نحو 205.705 مليون دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 267.144، وكان معامل الاختلاف 129.867%، في حين بلغ متوسِّط الديون الخارجيَّة قصيرةِ الأجل 3.847 مليار دولار خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 3.141، وكان معامل الاختلاف 81.653%.

يبيِّن الشَّكل (3-10) إجماليَّ الدَّين الخارجيِّ لمصر خلال الفترة (2001-2017)، حيثُ أخذت قيمةُ الدَّين الخارجيِّ في التَّزايد خلال فترة الدِّراسة كما هو مبيَّن في الشَّكل أدناه.

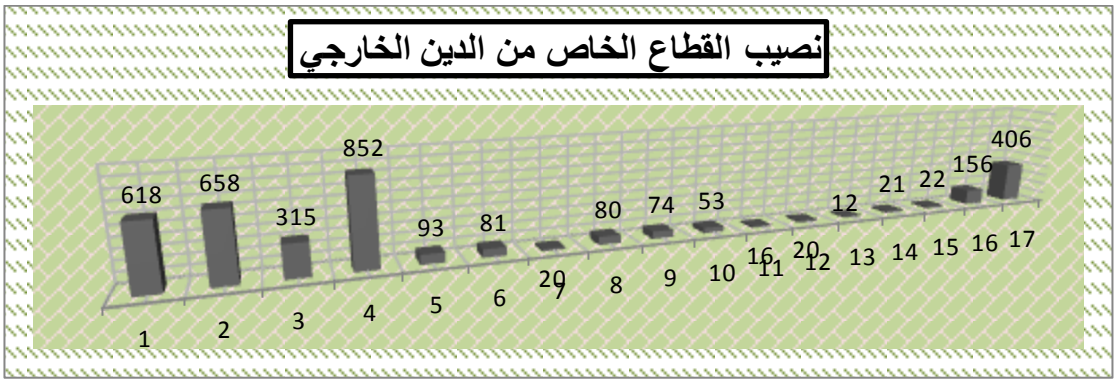
الشكل (3-10) إجمالي الدين الخارجي



في حين يبيِّن الشَّكل (3-11) نصيبَ القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ لمصر خلال الفترة (2001-2017)، حيثُ بلغت قيمةُ نصيب القطاع الخاصِّ من إجماليِّ الدَّين الخارجيِّ ذروتَها

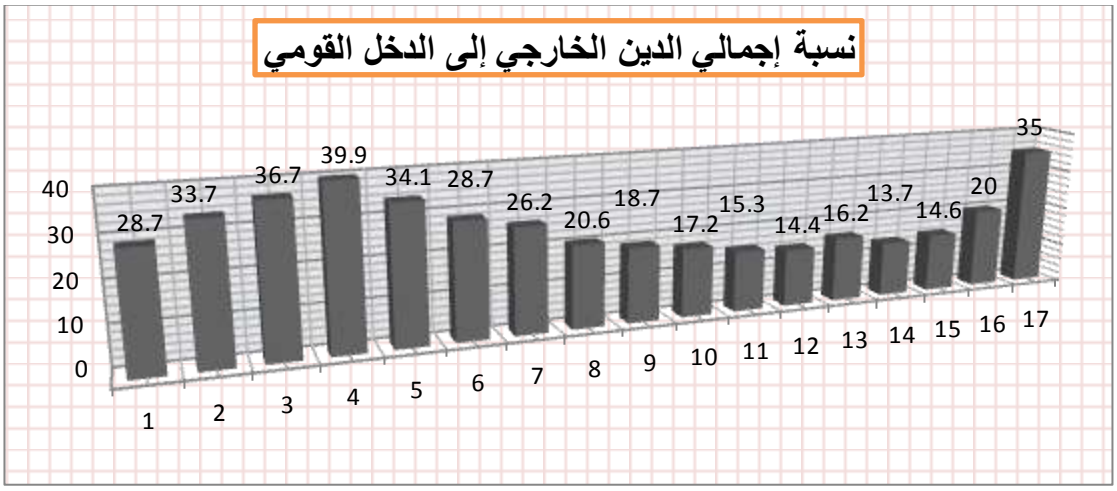
في 2004، بقيمة 852 مليون دولار، في حين كانت أقلَّ قيمةً في عام 2013 بقيمة 12 مليون دولار، كما هو مبيَّن في الشَّكل (3-11).

الشكل (3-11) نصيب القطاع الخاص من الدين الخارجي



أمَّا فيما يتعلَّق بنسبة الدَّين للدَّخل القوميِّ لمصر خلال فترة الدِّراسة، فقد تمَّ إيضاحُهُ من خلال الشَّكل (3-12)، لتبلغ هذه النِّسبة ذروتَها في عام 2004 بنسبة 39.9%. في حينِ كانت أقلَّ نسبةَ في عام 2014، بنسبةٍ بلغت 13.7%.

الشكل (3-12) نسبة إجمالي الدين الخارجي إلى الدخل لقومي



المبحث الثَّاني

أهميَّة الاستثمار وأسواق رأس المال في مصر

3-2-1 نظرة عامَّة على الاقتصاد المصريِّ:

شهدت مصر خلال حقبة التسعينات إلى عام 2002 تغيُّراتٍ جوهريَّةً في مختلف الجوانب الاقتصاديَّة والسياسيَّة والاجتماعيَّة، وذلك نتيجة لتبنِّي برنامج للإصلاح الاقتصاديِّ لمواجهة الظُّروف الاقتصاديَّة الصَّعبة آنذاك. حيث يتمثّل الهدف الرئيسيُّ لهذا البرنامج في إصلاح الخلل الماليِّ والهيكليِّ للاقتصاد المصريِّ وتحسين مناخ الاستثمار بما يساعد على جذب رؤوس الأموال الوطنيَّة والأجنبيَّة، وذلك لزيادة معدَّلات النموِّ الاقتصاديِّ وتحسين دخول الأفرادِ، ورفع مستوى معيشتهم.

وقد شرعت الحكومة المصريَّة في منتصف ثمانينيات القرن الماضي بالاتِّفاق مع صندوق النَّقد الدَّولي بالعمل على تبنِّي سياسة التَّحوُّل من الاقتصاد المخطَّط أو المركزيِّ إلى اقتصاد السُّوق، لكنَّ هذا الاتِّفاق تمَّ إلغاؤه بعد ثلاثة أشهر فقط؛ نظراً لعدم تمكُّن الحكومة المصريَّة من الوفاء بمتطلَّبات صندوق النَّقد الدوليِّ، المتمثِّلة في التزامِ الحكومةِ بإجراءِ إصلاحاتٍ في نظام سعر الصَّرف وأسعارِ الفائدة، وكذلك تعديل أسعار الطاقة والمشتريات الزراعية.

وحصلت مصر على قرضٍ من صندوق النَّقد الدوليِّ لمدة 36 شهراً، في الحادي عشر من شهر تشرين الثاني لعام 2016، بقيمةٍ بلغت 12 مليار دولار[1].

3-2-2 مزايا وحوافز الاستثمار في مصر:

إنَّ قوانين الاستثمارِ في مصر بدأت مع بداياتِ فترة السَّبعينات من القرن العشرين، فقد كان أوَّل قانون لها هو القانون رقم 65 لسنة 1971، الذي اقتصرت الإعفاءاتُ الضَّريبيَّة الواردة فيهِ على مشروعات المناطق الحرَّة، غيرَ أنَّ قيام حرب 1973 حال دون تنفيذ القانون على أرض الواقعِ. ثمَّ صدر القانون رقم 43 لسنة 1974 في شأن استثمارِ المال العربيِّ والأجنبيِّ والمناطق الحرَّة المعدَّل بالقانون 32 لسنة 1977، ثمَّ صدر القانون رقم 230 لسنة 1989 الذي ألغى ما

[1] التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي، 2017، ص47.

سبقَهُ من قوانينَ، وهو القانون المسمَّى بقانون الاستثمار، وكذلك صدر القانون رقم 8 لسنة 1997 المسمَّى بقانون ضمانات وحوافز الاستثمار[1].

وصدر أخيراً قانون الاستثمار رقم (72) لعام 2017، الذي تسري أحكامُهُ على الاستثمار المحليِّ والأجنبيِّ أياً كان حجمُهُ، ويكون الاستثمار وفقاً لأحكام هذا القانون إمَّا بنظام الاستثمار الداخليِّ أو بنظام المناطق الاستثماريَّة، أو بنظام المناطق الحرَّة.

بموجب قانون الاستثمار رقم 72 لعام 2017، فإنَّ أحكام هذا القانون والقانون المرافق له لا تخلُّ بالمزايا والإعفاءاتِ الضريبيَّة وغيرِها من الضَّمانات والحوافزِ المقرَّرة للشَّركات والمنشآت القائمةِ وقتَ العمل بهِ، وتظلُّ هذه الشَّركات والمنشآت محتفظةً بتلك المزايا والإعفاءاتِ والضَّمانات والحوافز إلى أن تنتهيَ المددُ الخاصَّة بها، وذلك طبقاً للتَّشريعات والاتفاقيَّات المستمدَّة منها.

3-2-3 أهداف الاستثمار ومبادئه في مصر:

يهدفُ الاستثمار في مصر إلي رفع معدَّلات النموِّ الاقتصاديِّ للبلاد وزيادةِ معدَّلات الإنتاجِ المحليِّ، وتوفير فرصِ العمل وتشجيع التَّصدير وزيادة التَّنافسيَّة، بما يسهم في تحقيق التَّنمية الشَّاملة والمستدامة. حيث تعمل جميع أجهزة الدَّولة المختصَّة على جذب وتحفيز الاستثماراتِ المحليَّة والأجنبيَّة[2].

ومن الحوافز التَّشجيعيَّة الممنوحة في الإطار التَّنظيميِّ للاستثمار في مصر وفقاً للقانون رقم (72)، تكفل الدَّولة للمستثمر الأجنبيِّ معاملة مماثلةً لتلك التي تمنحها للمستثمر الوطنيِّ. ولا تخضع الأموالُ المستثمرة لأيِّ إجراءاتٍ تعسُّفيَّة أو قرارات تتَّسمُ بالتَّمييز[3].

ومن الحوافز المشجِّعة للاستثمار وفقاً لقانون الاستثمار رقم (72) لعام 2017 أيضاً: للمستثمر الحقُّ في إنشاء وإقامةِ المشروعِ الاستثماريِّ وتوسيعه، وتمويلِه من الخارج دون قيودٍ وبالعملةِ الأجنبيَّة، كما يكون من حقِّه تملُّكُهُ وإدارته واستخدامُه والتصرُّف فيه، وجنيُ أرباحه وتحويلُها إلى الخارجِ وتصفية المشروعِ وتحويل ناتجِ هذه التَّصفية كلِّه أو بعضِهِ إلى الخارجِ، وذلك دون الإخلال

[1] حنا، نعيم فهيم، تقييم سياسة الحوافز الضريبية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، بحث مقدم إلى المؤتمر الثالث لكلية التجارة – الإسكندرية، الاستثمار والتنمية وتحديات القرن الحادي والعشرين 11-13 أيلول، الإسكندرية، 2003، ص 6-10.

[2] قانون الاستثمار في مصر رقم (72)، الباب الأول، الفصل الثاني، المادة الثانية، 2017.

[3] قانون الاستثمار في مصر رقم (72)، الباب الثاني، الفصل الأول، المادة الثالثة، ضمانات الاستثمار، 2017.

بحقوق الغير. كما تسمحُ الدَّولة بإتاحة جميع عمليَّات التَّحويل النقديِّ المتَّصل بالاستثمار الأجنبيِّ بحريَّة وبدون إبطاءٍ إلى أراضيها وخارجِها، بعملةٍ قابلةٍ للتَّحويل الحرِّ، كما تسمح الدَّولة بتحويل العملةِ المحليَّة إلي عملةٍ قابلةٍ للاستخدام بحريَّة دون تأخيرٍ.

ونستنتج أنَّ الدَّولة المصريَّة عملت بموجب قانون الاستثمار رقم (72) على تقديمِ العديد من المزايا والحوافزِ المشجِّعة لجذبِ الاستثمار الأجنبيِّ، ورفعِ مستوى الإنتاجيَّة ورفع مستويات الاقتصاد المصريِّ، وتحسين مستوى المعيشة للمواطن، بعد أن شهدت أحداثاً أثقلت كاهلَ الحكومة بالديون الخارجيَّة والداخليَّة.

إنَّ هذه الإجراءاتِ تهدفُ لجذب الاستثمارات المصريَّة العاملة في الخارج من جهةٍ، وجذبِ الاستثمارات الأجنبيَّة للعمل والإنتاج في الاقتصاد المصريِّ، وذلك لزيادةِ الإنتاج وتشغيل العمالة المصريَّة وزيادة الدُّخول، لأنَّ مصر تعاني من زيادة معدَّل البطالة وزيادةِ معدَّل التضخُّم، لذلك تسعى من خلال الاستثمار الأجنبيِّ إلى تحقيق ما يلي:

- زيادة الإنتاجِ وتصنيع الموادِّ الأوليَّة الوطنيَّة.
- تشغيل العمالةِ الفائضةِ.
- زيادة التَّصدير وجلب القطعِ الأجنبيِّ، بهدفِ سداد الديون الخارجيَّة.

3-2-4 أسواقُ المال المصريَّة:

3-2-4-1 لمحة عن البورصة المصرية: تعتبر بورصات الأوراق الماليَّة في مصر من أقدمِ البورصات على المستوى العالميِّ. فمنذ أن تكوَّنت أولى الشَّركات المساهمة المصريَّة عام 1750 بدأ التَّفكير في مزاولة نشاط سوق الأوراق المالية، ولكن لم يكن هناك مكانٌ مخصَّصٌ لذلك، فكان رجالُ الأعمال يجتمعون في المقاهي أو الطُّرقات لبيع الأسهم وشرائها[1].

تعود نشأة البورصة المصريَّة إلى نهاية القرن التاسعَ عشرَ، حيث بدأ النَّشاط الرَّسميُّ للبورصة المصريَّة سنة 1888 في الإسكندريَّة، وسنة 1903 في القاهرة، وظلَّت حركة التَّطوُّر في بورصتَي القاهرة والإسكندريَّة، حتَّى أصبحتا مجتمعتَين من أفضل 5 بورصات في العالم في

[1] حنفي، عبدالغفار، وقرياقص، رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، 2008، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، ص293.

الأربعينيات[1]، ومع قيام ثورة 1952، وبدء حركة تأميم القطاع الخاصِّ والاتِّجاه إلى الاشتراكيَّة فقد تراجع دورُها بشكلٍ كبيرٍ، إذ تضاءل دور البورصة المصريَّة بصورة كبيرةٍ، ودخل الاقتصاد المصريُّ في نفق الاشتراكيَّة والقطاع العامِّ، وتراجع دور القطاع الخاصِّ، وذلك حتَّى التسعينات من القرن العشرين[2]. وفي بداية التسعينات بدأت مصر بتطبيق برنامج الإصلاح الاقتصاديِّ الذي تضمَّن تفعيل دور القطاع الخاصِّ، ممَّا أعاد إحياء سوق المال المصريِّ مرَّةً أخرى، خاصَّة مع وضعِ قانونِ سوق المال رقم 95 لسنة 1992، وبدأت البورصة بمزاولة نشاطِها من جديدٍ، وقامت الحكومةُ بتشجيع تأسيس الشَّركات المساهمةِ، لكي يتمَّ تنشيط البورصة. وفي النِّصف الثَّاني من التسعينات بدأت الحكومةُ بتطبيق برنامج الخصخصة الذي طرح عدداً كبيراً من الشَّركات من خلال البورصة، ممَّا ساهم في إنعاش السُّوق بشكلٍ كبيرٍ، وجذبِ شريحةٍ كبيرةٍ من المستثمرين إلى السُّوق المصريِّ، حيثُ تمثِّل تلك الفترةُ البداية الحقيقيَّة لازدهار البورصة المصريَّة مرَّةً أخرى في العهد الحديث. وفي عام 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولةِ عملِها، ثمَّ تلا ذلك خطَّةٌ شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتيَّة والتشريعيَّة لمواكبة التطوُّرات السَّريعة على السَّاحة الدوليَّة، حيث أصبح للبورصتَين مجلسُ إدارة واحدٌ، وتمَّ توحيد نظام التَّداول والمقاصة والتَّسوية بين البورصتَين[3].

وفي عام 1999 تمَّ إنشاء إدارة للإفصاحِ لضمان تحقيق الكفاءة والشَّفافية بين المتعاملين، تلاها في عام 2000 إنشاءُ صندوق ضمان التَّسوياتِ لتوفير الضَّمان لتسوية العمليَّات. ولكنَّ الرُّكود الاقتصاديَّ في ذلك الوقت سرعان ما أثَّر على أداء البورصة، ودفع حركة التَّداول إلى الرُّكود، وكان الرُّكود هو الاتِّجاه السَّائد ليس في مصر فقط، بل في غالبيَّة الأسواق العالميَّة. وفي عام 2001 تمَّ إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID، وتلاها في العام نفسهِ استبدال النظام الإلكترونيِّ المحليِّ الصُّنع بنظامٍ آخرَ مصمَّمٍ من قبل EFA العالميَّة، الذي تمَّ تحديثه مرَّةً أخرى في عام 2008 بالنظام الأكثرِ تطوُّراً X-Stream المصمَّم من قبل Nasdaq OMX. وفى عام

[1] Azab, Bassam: The Performance of the Egyptian Stock Market. The University of Birmingham, 2002. P27.

[2] إسماعيل، السيدة عبدالفتاح عبدالسلام، محددات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، مجلة التجارة والتمويل، المجلد 2، العدد 2، 2005، ص16-17.

[3] www.egx.com.eg

2002 تمَّ لأوَّل مرَّة إلغاء الحدود السعريَّة على الشَّركات الأكثر نشاطاً، كما تمَّ إعادة تنظيمِ سوقِ خارج المقصورة، ليضمَّ سوقاً للأوامر وآخرَ للصَّفقات.

وفي عام 2003 اعتمدت هيئةُ سوق المال الأمريكيَّة البورصة المصريَّة كبورصة أوراقٍ ماليَّةٍ مسجَّلةٍ بالخارج، كما تمَّ في نفس العام إطلاقُ مؤشِّر CASE30، ليحلَّ محلَّ مؤشِّر CASE50. وفي عام 2005 تمَّ إتمام الرَّبط الآليِّ بين البورصة وشركة مصر للمقاصة، كما بدأ العمل بنظام البيع والشِّراء في ذات الجلسةِ، وفى العام نفسهِ تمَّ قبول البورصة المصريَّة في الاتِّحاد العالميِّ للبورصات WFE. وفي عام 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التَّداول عبر الإنترنت، كما شهد العام قيامَ شراكة استراتيجيَّة بين البورصة المصريَّة وناسداك OMX من خلال التَّشارك في شركة مصر لنشر المعلومات. وفى عام 2007 تمَّ تخفيض زمنِ التَّسوية للبورصة المصريَّة، ليصبح T+2 بدلاً من T+3، وتمَّ إنشاء بورصة النِّيل للشَّركات المتوسِّطة والصَّغيرة في العام نفسهِ. بينما في عام 2008 تمَّ إعادة تسمية بورصتَي القاهرة والإسكندريَّة لتصبحَ البورصة المصريَّة. ومثَّلت تلك الفترةُ فترة ازدهارٍ حقيقيَّةً للبورصة المصريَّة، حيث كانت في أوج نشاطها وسطَ صعودٍ قويٍّ للمؤشِّرات تأثُّراً بالنُّموِّ الاقتصاديِّ المحليِّ والعالميِّ في تلك المرحلة.

ولكنَّ ظهور الأزمة الماليَّة العالميَّة 2008 وقيامَ أحداث عام 2011 في مصر أثَّر بشكلٍ كبيرٍ على أداء البورصة المصريَّة، حيث تراجعت أحجامُ التَّعاملات في السُّوق المصريِّ بشكلٍ ملحوظٍ خلالَ عامي (2011-2012)، وواجهت البورصة المصريَّة تحدِّياتٍ جديدة، نتيجةَ الحراك السياسيِّ في تلك الفترة. ولكنَّ هذا لم يثنِ البورصة المصريَّة عن خطط التَّطوير والتَّحديث التي تقوم بها من أجل مواكبة التطوُّرات السَّريعة والمتلاحقة في عالم سوق المال، فأطلقت في تموز 2013 استراتيجيَّةً جديدةً ومتكاملة، تستهدف إعادة هيكلةِ السُّوق المصريِّ، وإعادته لمكانته الرَّائدة وسطَ الأسواق النَّاشئة. وتضمَّنت الاستراتيجيَّة انفتاحاً كبيراً للسُّوق المصريِّ على الأسواق العالميَّة، حيث تمَّ قيد مجموعة من الشَّركات الإقليميَّة في السُّوق المصريِّ للمرَّة الأولى تقريباً في تاريخ البورصة المصريَّة. كما بدأ تركيزُ البورصة على زيادة مساهمتِها في عمليَّة التَّنمية الاقتصاديَّة والاجتماعيَّة، من خلال المشاركة في تأسيسِ شركاتٍ بنظام الاكتتاب العامِّ، لتحقيق أهداف مجتمعيَّةٍ كبناء المدارس والمستشفيات وغيرها، ممَّا أسهم في خلق المزيدِ من فرص العملِ، لتستمرَّ البورصة المصريَّة في رحلة خدمةِ الاقتصاد المصريِّ لأكثرَ من 130 عاماً.

3-2-4-2 أهمُّ مؤشِّرات سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة خلال الفترة 2001-2017:

يبيِّن الجدول (3-10)، حجم التَّداول، والقيمة السُّوقيَّة، والقيمة السُّوقيَّة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وعددَ الشَّركات والمؤشِّر العامِّ لسوق الأوراق الماليَّة المصريَّة، خلال فترة الدِّراسة (2001-2017)، حيثُ بلغ حجم التَّداول في عام 2001 ما قيمتُهُ 31.8 مليار جنيه، ثمَّ انخفض في عام 2003 ليبلغ 27.8 مليار جنيه، ثمَّ أخذ بالتَّزايد بعد عام 2003 ليبلغَ ذروتَهُ في عام 2008 ليصل إلى 529.6 مليار جنيه، بعد ما كان 363 مليار جنيه في عام 2007، ثمَّ أخذ بالانخفاض في الأعوام التَّالية، ليبلغ 148 مليار جنيه في عام 2011، متأثِّراً بالأحداث التي مرَّت بها مصر، ثمَّ أخذ بالارتفاع في الأعوام التَّالية ليبلغ 332 مليار جنيه في عام 2017.

أمَّا فيما يتعلَّق بالقيمة السُّوقيَّة فقد بلغت 112 مليار جنيه في عام 2001، ثمَّ أخذت بالارتفاعِ في الأعوام التَّالية، لتبلغ 768 مليار جنيه في عام 2007، ثمَّ أخذت بالتَّراجع في عام 2011 لتبلغ 294 مليار جنيه، لتعاودَ الارتفاع في الأعوام التَّالية، لتبلغ 825 مليار جنيه في عام 2017؛ وهو أعلى مستوى تبلغه خلال فترة الدراسة، وذلك نتيجة إعادةِ الثِّقة بالاقتصاد المصريِّ، بعد الأحداث التي مرَّت بها مصر.

إنَّ زيادة حجم التَّداول وعدد الشَّركات من عام 2001 ولغاية 2008، يمكن إرجاعُهُ إلى:

1- معدَّل التَّضخُّم المتزايد الذي تعيشهُ مصر.

2- تراجع الإنتاجِ وتزايد اقتصادِ الخدماتِ.

3- تزايد عجزِ الميزان التِّجاريِّ، ممَّا يؤدِّي لزيادة المديونيَّة.

4- اندماج الشَّركاتِ المساهمةِ، وحلُّ بعض الشَّركات أو تصفيتُها بسببِ تراجعِ إنتاجِها وأرباحِها.

بعد عام 2008 بدأ الرُّكودُ وحصلت الأزمةُ السياسيَّة في مصر عام 2011، واستمرَّت آثار الأزمةِ، الأمر الذي زاد من تراجع الإنتاج وزيادةِ الاستيراد وزيادةِ العجز التِّجاريِّ والعجز الماليِّ، الأمرُ الذي خفضَ حجم التَّداول، وعدد الشَّركات، وحجمَ العلاقات الاستثماريَّة في البورصة (المضاربة).

أمَّا بالنِّسبة للقيمةِ السُّوقيَّة كنسبة من النَّاتج فقد تراجعت من 30% عام 2001 إلى 21% عام 2013، لتعاود الارتفاع إلى 30% عام 2017، وهذا يُرجعُ إلى نموِّ قطاع الخدمات بمعدَّلاتٍ كبيرةٍ، مقارنةً مع انخفاض حجم النَّاتج الحقيقيِّ وزيادة المديونيَّة التي أثَّرت على أداء الاقتصاد المصريِّ.

أمَّا بالنِّسبة للمؤشِّر العامِّ فقد كان عند 627 نقطةً في عام 2001، ثمَّ أخذ بالارتفاع في الأعوام التَّالية ليبلغ 10549 نقطة في عام 2007، لينخفض في عام 2008؛ متأثِّراً بالأزمةِ الماليَّة العالميَّة التي أصاب تأثيرُها جميعَ دول العالم، ليسجل 4596 نقطةً، بفارق 5953 نقطة، بانخفاضٍ بلغ 56.43%، ليعاود الارتفاع في عامي 2009-2010، لينخفضَ مرَّة أخرى في عام 2011؛ متأثِّراً بالأحداث التي مرَّت بها مصر التي زعزعت الثِّقة بالاقتصاد المصريِّ، ليسجل 3622 نقطة في ذلك العام، ثمَّ أخذ بالارتفاع في الأعوام التَّالية.

وحقَّق المؤشِّر الرئيسيُّ للبورصة المصريَّة EGX30، خلال عام 2017 أعلى مستوى في تاريخِهِ، ليتجاوز حاجز 15000 نقطة. ويعود السَّبب في ذلك إلى قراراتِ الإصلاح الاقتصاديِّ التي اتَّخذتها الحكومةُ، وفي مقدِّمتها تحرير سعرِ الصَّرف الذي كان له أثرٌ كبير على استعادة المستثمرين الأجانب، ليسجِّل المؤشِّر العامُّ أعلى مستوى له في تاريخِهِ[1]. ووفقاً لمؤشِّر مؤسَّسة مورغان ستانلي، فقد تصدَّرت البورصة المصريَّة كافَّة الأسواق العربية بارتفاع قدره 22% خلال عام 2017[2].

جدول (3-10) أهمُّ مؤشِّرات سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة

السنة	حجم التداول مليار جنيه	القيمة السوقية مليار جنيه	القيمة السوقية كنسبة من الـ GDP	عدد الشركات	المؤشر العام
2001	31.8	112	30	1110	627
2002	34.2	122	29	1151	631
2003	27.8	172	35	978	1131
2004	42.3	234	43	795	2532
2005	160.6	456	74	744	6325
2006	287	534	72	595	6973
2007	363	768	86	435	10549
2008	529.6	474	45	373	4596
2009	448.2	500	41	306	6209
2010	321	488	40	212	7142

[1] التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2017، ص27.

[2] التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2017، ص6.

2011	148	294	19	213	3622
2012	185	376	24	213	5462
2013	162	427	21	212	6782
2014	292	500	25	214	8926
2015	248	430	22	221	7006
2016	285	602	25	222	12334
2017	332	825	30	222	15019
المتوسط الحسابي	229.264	430.235	26.558	483.294	6228
الانحراف المعياري	149.186	201.375	5.071	342.604	3994.751
معامل الاختلاف	65.071	46.805	19.093	70.889	64.141

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البورصة المصريَّة.

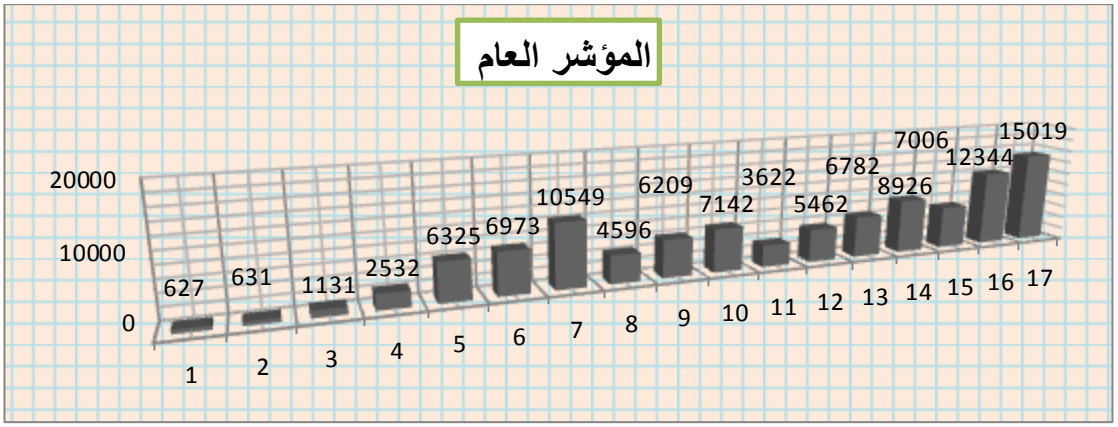
ويلاحظ أيضاً من الجدول (3-10) أنَّ متوسِّط حجم التَّداول بلغ نحو 229.264 مليار جنيه خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 149.186، وكان معامل الاختلاف 65.071%.

أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط القيمة السوقيَّة فقد بلغ نحو 430.235 مليار جنيه خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 201.375، وكان معامل الاختلاف 46.805%، في حين بلغ متوسِّط عدد الشَّركات 483.294 شركةً، خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 342.604، وكان معامل الاختلاف 70.889%.

وقد بلغ متوسِّط المؤشِّر العامِّ 6228 نقطة خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 3394.751، وكان معامل الاختلاف 64.141%.

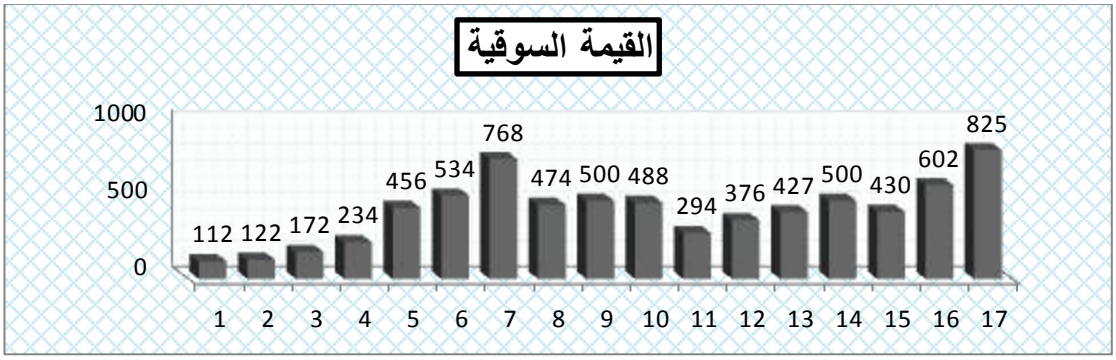
ويبيِّن الشَّكل (3-13) المؤشِّر العامَّ لسوق الأوراق الماليَّة المصريَّة، خلال فترة الدراسة، الذي كان بشكلٍ عامٍّ في تزايدٍ خلال فترة الدراسة، مع انخفاضاتٍ في سنوات الأزمات.

الشكل (3-13) المؤشر العام لسوق الأوراق المالية المصرية



في حين يبيِّن الشَّكل (3-14)، القيمةَ السُّوقيَّة لسوق الأوراق الماليَّة المصريَّة، خلال فترة الدِّراسة، حيث كانت القيمةُ السُّوقيَّة متذبذبةً، خلال سنوات الدِّراسة، كما هو مبيَّن بالشَّكل أدناه.

الشكل (3-14) القيمة السُّوقيّة



أمَّا فيما يتعلَّق بعدد الشَّركات المسجَّلة في سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة فقد بلغت 1110 شركةً في عام 2001، ثمَّ ارتفع عددها في عام 2002، لتأخذَ أعدادها في الأعوام التَّالية بالانخفاض، وبشكلٍ عامٍّ كان عدد الشَّركات في انخفاضٍ خلال سنواتِ الدِّراسة.

3-2-4-3 تعاملاتُ الأجانب في سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة خلال فترةِ الدِّراسة:

انخفضت تعاملاتُ الأجانب بشكلٍ ملحوظٍ في عام 2003، فقد بلغت 647.9 مليون جنيه، بعد أن كانت 1392.9 مليون جنيه في عام 2002. ثمَّ أخذت بالتَّزايد في عامَي 2004-2005، لتسجِّل 142014.7 مليون جنيه في عام 2005، ثمَّ انخفضت تعاملاتُ الأجانب في عامي 2008-2009، لتبلغَ 58677 مليون جنيه في نهاية عام 2008، مقابل 55948 مليون جنيه في نهاية عام 2009؛ متأثِّرةً بالأزمة الماليَّة العالميَّة. ثمَّ ارتفعت تعاملاتُ الأجانب بشكلٍ كبيرٍ في عام 2010، لتسجِّل 123838 مليون جنيه، لتعاودَ الانخفاض في عام 2011؛ متأثِّرةً بالأحداث التي مرَّت بها مصر في ذلك العامِ، الأمرُ الذي أدَّى إلى فقدان المستثمرين الأجانبِ الثِّقةَ في الاقتصاد المصريِّ، وتخوُّفِهم من الاستثمار في سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة. ثمَّ عاودت الارتفاعَ في الأعوام التَّالية، لتسجِّل 108652 مليون جنيه في عام 2014، لتنخفضَ في الأعوام التالية.

يُلاحظ بأنَّ دور الأجانبِ كان كبيراً في البورصة المصريَّة؛ نظراً لتشجيع الاستثمار الأجنبيِّ في البورصة وقطاع المال، وهذا النَّشاط لا يعكس تطوُّر الاقتصاد المصريِّ، ولا يعكس زيادة الإنتاج أو زيادة الصَّادرات، بل رتَّب على الاقتصاد المصريِّ تحويلاتٍ للخارجِ، دون تحقيق زيادة حقيقيَّةٍ في الاستثمار أو النَّاتج الصِّناعيِّ أو الزراعيِّ. وبالتَّالي فإنَّ زيادة الاستثمارات الأجنبيَّة في البورصة تعكسُ ما يلي:

1- زيادة أرباحِ المضاربات في البورصة بسببِ ارتفاع الأسعار.

2- استقرار قيمةِ الجنيه من خلالِ دعمِهِ من قبل الحكومةِ، قبل الأزمة السياسيَّة، الأمر الذي أعطى مزايا للأجانبِ بزيادةِ الأرباح من جهةٍ، وتحويل الأرباحِ بأسعارٍ مستقرَّة من جهةٍ أخرى.

وبالتَّالي فإنَّ إدارة البورصة شجَّعت الأجانب للاستثمارِ والمضاربة فقط بدافع المضاربة، ومن ثمَّ لم تحقِّق هذه الاستثماراتُ زيادةً في النَّاتج الحقيقيِّ المصريِّ، بل زادت ناتج الخدمات، لذلك ظهرت المديونيَّة، والتضخُّم، وانخفاضُ معدَّل النموِّ، وانخفاضُ قيمة الجنيه التي تعيشُها مصر حالياً.

جدول (3-11) تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية

السنة	مشتريات الأجانب	مبيعات الأجانب	إجمالي تعاملات الأجانب	صافي التعامل	نسبة استحواذ المستثمرين الأجانب من التعاملات
2001	2054	1913.8	3967.8	140.2	16.2
2002	724.1	668.8	1392.9	55.3	19.1
2003	417.8	230.1	647.9	187.7	20.5
2004	1201.2	1069.2	2270.4	132	27.5
2005	73384.7	68630	142014.7	4754.7	30.3
2006	39677	26514	66191	13163	30.2
2007	49056	53658	102714	(4602)	31.7
2008	28643	30034	58677	(1391)	30
2009	29339	26609	55948	2730	22
2010	64421	59417	123838	5004	29
2011	12825	11679	24504	1146	35
2012	15263	15468	30731	(205)	28
2013	21861	19633	41494	2228	27
2014	56474	52178	108652	4296	21
2015	34844	33397	68241	1447	28
2016	14887	15828	30715	(941)	26
2017	7500	13000	20500	(5500)	56
المتوسط الحسابي	22736.812	25289.818	48026.629	-2553.01	28.088
الانحراف المعياري	20372.323	21771.232	39143.812	15677.95	8.755
معامل الاختلاف	89.600	86.086	81.504	-614.098	31.172

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البورصة المصرية.

ويُلاحظ أيضاً من الجدول (3-11) أنَّ متوسِّط مشترياتِ الأجانب بلغ نحو 22736.812 مليون جنيه خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 20372.323، وكان معامل الاختلاف 89.600%. في حين بلغ متوسِّط مبيعات الأجانب 25289.818 مليون جنيه خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 21771.232، وكان معامل الاختلاف 86.086%.

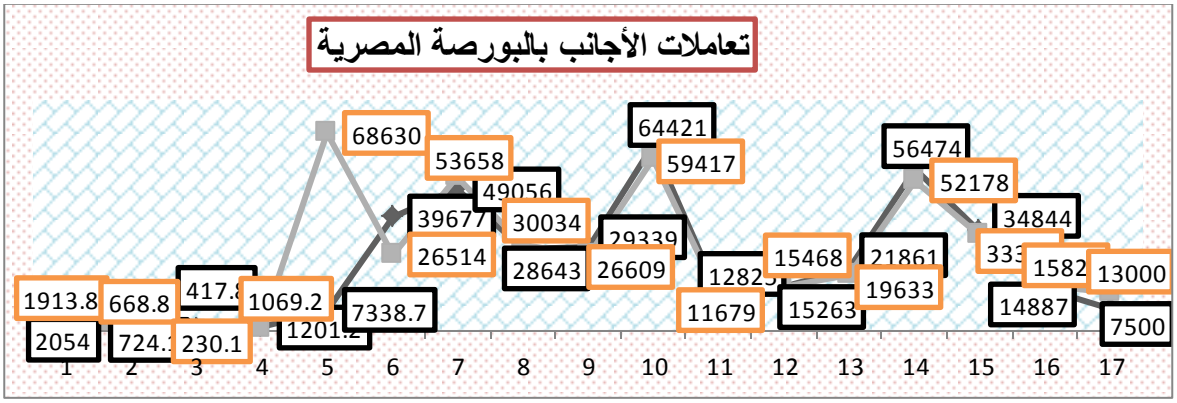
أمَّا فيما يتعلَّق بمتوسِّط إجماليِّ حجمِ تداولِ المستثمرين الأجانب، فقد بلغ نحو 48026.629 مليون جنيه خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 39143.812، وكان معامل الاختلاف

81.504%، في حين بلغ متوسِّط صافي التَّعامل (-2553.01) خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرُهُ 15677.95، وكان معامل الاختلاف (-614.098)%.

وقد بلغ متوسِّط نسبةِ استحواذ المستثمرين الأجانبِ من التَّعاملات 28.088% خلال الفترة المدروسة، بانحرافٍ معياريٍّ قدرهُ 8.755، وكان معامل الاختلاف 31.172%.

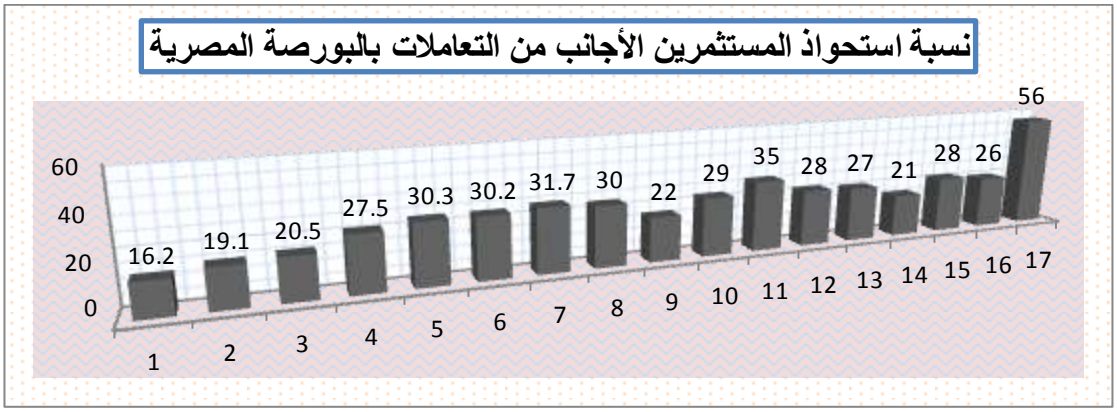
ويبيِّن الشَّكل (3-15) تعاملاتِ الأجانب بالبورصة المصريَّة خلال فترة الدراسة، حيثُ بلغت مشترياتُ الأجانب ذروتَها في عام 2010 بقيمةٍ بلغت 64421 مليون جنيه، في حين بلغت مبيعاتُ الأجانب ذروتَها في عام 2005، بقيمةٍ بلغت 68630 مليون جنيه.

الشكل (3-15) تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية



في حين يبيِّن الشَّكل (3-16) مساهمةَ الأجانب في القيمة السُّوقيَّة للبورصة المصريَّة خلال الفترة 2001-2017، حيثُ بلغت نسبة مساهمة الأجانب 16.2% في 2001، ثمَّ ارتفعت هذهِ النِّسبةُ في الأعوام التَّالية، لتعاود الانخفاض في عام 2009 عند مستوى 22%؛ متأثِّرة بأحداث الأزمة الماليَّة العالميَّة في عام 2008. ثمَّ أخذت بالارتفاعِ في عامَي 2010-2011، لتعاود الانخفاض في الأعوام التَّالية، لتسجِّل 21% في عام 2014 ، في حين بلغت 56% في عام 2017.

الشكل (3-16) نسبة استحواذ المستثمرين الأجانب من التعاملات في سوق الأوراق المالية المصرية



تعيشُ مصر في دائرةٍ مغلقةٍ من المشكلات الاقتصاديَّة، فنقصُ المدَّخرات يؤدِّي إلى نقص الاستثمار، ونقصُ الاستثمار يؤدِّي إلى زيادة البطالةِ وتراجعِ الدُّخول، ممَّا يؤثِّر على تراجع الإيراداتِ العامَّة للدَّولة، وزيادة العجز والفجوةِ التمويليَّة، والاتِّجاه للاستدانةِ، سواء من الدَّاخل أو الخارج، ويفاقم من حجمِ المشكلةِ سوءُ توظيف الموارد المتاحةِ، سواءٌ بسوء القرارات الاقتصاديَّة غير المدروسة، أو توجيهها خارجَ نطاق المجالات الإنتاجيَّة، أو مشروعات خدميَّة تمثِّل عبئاً على الموازنة العامَّة، حيثُ لا يتناسبُ العائد منها مع التَّكلفة، أو لا تساهمُ في دعم مشروعاتٍ بمجالاتٍ اقتصاديَّة أخرى.

لقد تمَّ التطرُّق من خلال هذا الفصل إلى أهمِّ المتغيِّرات الاقتصاديَّةِ الكليَّة المصريَّة، متمثِّلة بـــ: النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ونصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، ومعدَّل نموِّ (GDP)، ومعدَّل الزِّيادة السُّكانيَّة، كما تمَّ التطرُّق للتِّجارة الخارجيَّة المصريَّة، وكذلك نسبةُ مساهمة المدَّخرات المحليَّة والأجنبيَّة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ، وتمَّ التطرُّق أيضاً إلى التضخُّم والديون المصريَّة، وما تمثِّله هذه الديونُ من عبءٍ على الاقتصاد المصريِّ من خلالِ خدمة هذه الديون، وأخيراً تمَّ استعراضُ أسواق المال المصريَّة من خلال التطرُّق لأهمِ مؤشِّرات أسواق المالِ ومساهمة المستثمرين الأجانب في سوق المال المصريِّ. وهذا ما تمَّ التطرُّق إليه أيضاً في الفصل السَّابق من خلال دراسةٍ تحليليَّةٍ مفصَّلةٍ للاقتصاد التُّركيِّ الذي سوف تتمُّ دراستُهُ بشكلٍ قياسيٍّ في الفصل القادم من خلالِ استخدامِ أهمِّ أدوات الاقتصاد القياسيِّ الحديثِ.

الفصل الرَّابع

قياس أثر الاستثمار في أسعارِ الأسهم في الاقتصاد التّركيِّ

المبحث الأوَّل: الخصائصُ الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدروسة.

المبحث الثَّاني: علاقة الاستثمار بعوائد الأسهم في الاقتصاد التُّركيِّ.

المبحث الثَّالث: علاقة الاستثمار بمؤشِّر القيمة السُّوقيَّة في الاقتصاد التُّركيِّ.

تمهيد:

دخل موضوع السَّلاسل الزَّمنيَّة مجالاتٍ واسعة في حياتنا، وعلى وجه الخصوص المجالات الاقتصاديَّة وبالتَّحديد الماليَّة منها، تحت عنوان السَّلاسل الزَّمنيَّة الماليَّة. إذ شُهد أواخر العقد الأخير من القرن الماضي تطوُّر سريعٌ في مجال سوق الأوراق الماليَّة Stock Exchange، وهنا بدأ الاهتمام بدراسة السَّلاسل الزَّمنيَّة الماليَّة Financial Time Series التّي تمتاز بنوعٍ من عدم الثَّبات، أي إنَّ هناك فترات زمنيَّة من التَّقلُّبات تليها فترات الهدوء النِّسبيِّ، الأمر الذي يجعلها تشهد تقلُّبات شديدة، وهذا بدورهِ يتطلَّب استخدام نماذجَ تحليليَّة كميَّة، يمكنها صياغة تلك التَّقلُّبات بنماذج رياضيَّة تسمح بإجراء التّخطيط المستقبليِّ، فمن المعروف أنَّ معظم الأسواق الماليَّة وأسواق الصَّرف الأجنبيَّة والمحلِّية وحتَّى بعض المتغيِّرات الاقتصاديَّة مثل: النَّاتجِ المحلِّي الإجماليّ، والتّضخُّم، والاستثمار، وسعر الصَّرف، والبطالة، وأسعار الأسهم،... وغيرها، تتميَّز بخاصيَّة التّقلُّبات Volatility، وهذه الخاصيَّة تعني حصول تقلُّبات كبيرة خارجةٍ عن المألوف، مثلاً في أسعار الأسهم أو عدد الأسهم المتداولة.

وبطبيعة الحال هذه التَّقلُّبات تكون غيرَ مرغوبة من قبل المستثمرين أو حتَّى صنَّاع القرار والسِّياسيِّين؛ لأنَّها تخلق نوعاً من عدمِ التّأكُّد في التَّعاملات الماليَّة والاقتصاديَّة، وقد تحصل نتيجة ذلك خسائرُ غير متوقَّعةٍ.

وبعد أن تمَّ في الفصل الثَّاني القيامُ بدراسة تحليليَّة للاقتصاد التُّركيِّ، سيتمُّ التّطرُّق في هذا الفصل إلى عدَّة نقاطٍ: تتمثَّل في تحليل البياناتِ، حيث سيتمُّ أوَّلاً دراسة متغيِّرات البحث، وذلك من خلال توصيف متغيِّرات البحث. وثانياً سيتمُّ تحليل السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات وفق منهج التّكامل، وذلك من خلال اختبارات جذر الوحدة للتَّحقُّق من استقراريَّة السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات وتحديد المتغيِّرات الواجب إدخالها في النَّموذج، ثمَّ تحلّيل التَّكامل المشترك بين المتغيِّرات، واختبار الفرضيات. وذلك وفق المباحث الثلاث التّالية:

المبحث الأوَّل: الخصائصُ الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدروسة.

المبحث الثَّاني: علاقة الاستثمارِ بعوائد الأسهم في الاقتصاد التُّركيِّ.

المبحث الثَّالث: علاقة الاستثمارِ بمؤشِّر القيمة السُّوقيَّة في الاقتصاد التُّركيِّ.

المبحث الأوَّل

الخصائصُ الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدروسة

4-1-1 فترةُ الدِّراسة ومصادرُ بيانات متغيِّراتها:

سيتمُّ استخدام الأساليب القياسيَّة الحديثة في اختبار العلاقةِ بين الاستثمار وأسعار الأسهم في الاقتصاد التُّركيِّ، وذلك من خلال تحليل السَّلاسل الزَّمنيَّة السَّاكنة، بهدف الوصول إلى نتائج واقعيَّة وتحليل سليمٍ ومنطقيٍّ للعلاقات الاقتصاديَّة، وبالتَّالي تجنُّب النَّتائج المضلِّلة التي يتمُّ الحصول عليها في الغالب بطرق الانحدار التّقليدية في حالة عدم سكون السَّلاسل الزَّمنيَّة.

حيث يَستهدِف هذا المبحثُ الخصائص الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدروسة، من خلال استخدام سلسلةٍ زمنيَّة سنويَّة تضمُّ (17) مشاهدةً، خلال الفترة 2001-2017. وقد تمثَّلت المتغيِّرات التي تضمَّنتها هذه الدِّراسة في أربعة متغيِّرات رئيسيَّة مستقلَّة هي: الاستثمار المحليُّ معبَّراً عنه بإجماليِّ تكوين رأس المالِ الثَّابت بالأسعار الجارية بالدُّولار الأمريكي (INV)، والاستثمار الأجنبيِّ المباشر (FDI)، وتعاملات الأجانبِ في سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة بيعاً (FS) وشراءً (FB). كذلك تمَّت إضافة سبع متغيِّرات تفسيريَّة على النَّحو التَّالي: النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ بالأسعار الجارية مقدَّراً بالدولار الأمريكي (GDP)، ونصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بالدُّولار الأمريكي (PGDP)، والتضخُّم مُقاساً بالرَّقم القياسيِّ لأسعار المستهلك (INF)، وسعر الصرف (EX)، والعرض النقدي بمفهومه الواسع (M2)، وإجماليِّ الدَّين الخارجيِّ (TED)، وأخيراً سعر الفائدة (R). وتمَّ اختيار المتغيِّرات التفسيريَّة استناداً لمعطيات النظريَّة الاقتصاديَّة والمعلومات المُتاحة من الدِّراسات السَّابقة، في حين تمثَّلت المتغيِّرات التابعة في هذه الدِّراسة بـــ: عوائد الأسهم (RE)، والقيمة السُّوقيَّة للأسهم (MC).

حيث تمَّ الحصول على هذه البيانات من قاعدة البنك الدوليِّ (مؤشِّرات التّنمية العالميَّة)، والموقع الرَّسمي لسوق اسطنبول للأوراق الماليَّة، وتقارير معهد الإحصاء التُّركي.

وبهدف تحقيق بعض التَّجانس في أحجامِ الأرقام الإحصائيَّة المستخدمة في الدِّراسة، ولأجـــل استبعاد تأثير الاتِّجاه العامِّ (Trend) من التَّقلُّبات الدَّورية للمتغيِّرات. حُوِّلت البيانات الأصليَّة إلى

اللوغاريتمات الطبيعيَّة باستثناء سعر الفائدة (R)، والتضخم (INF) وعوائد الأسهم (RE)، وذلك كون سعر الفائدة والتضخم معدلات فلا يجوز أخذ اللوغاريتم، وكذلك لأنَّ عوائد الأسهم تحتوي على قيم سالبة كما هو مبيَّنٌ بالمعادلات التَّالية:

$$RE = \beta_0 + \beta_1 LINV + \beta_2 LFDI + \beta_3 LFS + \beta_4 LFB + \beta_5 LGDP + \beta_6 LPGDP + \beta_7 INF + \beta_8 LEX + \beta_9 LM2 + \beta_{10} LTED + \beta_{11} R + \varepsilon \quad \ldots\ldots 1$$

$$LMC = \beta_0 + \beta_1 LINV + \beta_2 LFDI + \beta_3 LFS + \beta_4 LFB + \beta_5 LGDP + \beta_6 LPGDP + \beta_7 INF + \beta_8 LEX + \beta_9 LM2 + \beta_{10} LTED + \beta_{11} R + \varepsilon \quad \ldots\ldots 2$$

حيث أن:

LINV: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي تكوين رأس المال الثَّابت بالأسعار الجارية بالدُّولار الأمريكي.

LFDI: اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار الأجنبي المباشر.

LFS: اللوغاريتم الطبيعي لمبيعات الأجانب من الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة.

LFB: اللوغاريتم الطبيعي لمشترياتُ الأجانب من الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق الماليَّة.

LGDP: اللوغاريتم الطبيعي للنَّاتج المحلِّي الإجماليّ بالأسعار الجارية بالدُّولار الأمريكي.

LPGDP: اللوغاريتم الطبيعي لنصيب الفرد من النَّاتج المحلِّي الإجماليّ بالدولار الأمريكي.

INF: معدَّل التّضخُّم.

LEX: اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف، حيث تم الاعتماد على سعر صرف العملة المحلية (الليرة التركية) مقابل الدولار الأمريكي على اعتبار أن الدولار من العملات المتداولة على نحو واسع في معظم دول العالم.

LM2: اللوغاريتم الطبيعي للعرض النقدي، حيث تم الاعتماد على التعريف الواسع للنقود (M2) في هذه الدراسة.

LTED: اللوغاريتم الطبيعي لإجماليُّ الدَّين الخارجيِّ.

R: سعر الفائدة.

RE: عوائد الأسهم وتم حسابها وفق العلاقة التاليّة: $RE = R_t - R_{t-1} / R_{t-1}$، حيث أنَّ:

R_t: سعر السهم في الفترة (t) وR_{t-1}: سعر السهم في الفترة (t-1)

LMC: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السُّوقيَّة لأسهم الشركات لمدرجة في سوق اسطنبول للأوراق المالية.

(β0, β1, β2 , β3 , β4 , β5 , β6 , β7 , β8 , β9 , β10 , β11): معاملات النَّموذج.

ε: الخطأ العشوائيُّ.

إنَّ هذه النَّماذج الموسَّعة تشمل جميع متغيِّرات الدراسة التي سيتمُّ اختبارُها، وذلك باستخدام أساليب إحصائيَّة متعدِّدة، لتحديد المتغيِّرات التي ستشملها النَّماذج والمتغيِّرات التي سيتمُّ استبعادُها، ثمَّ نقوم بتقدير النَّموذج الأمثل الذي يحقِّق الهدف المرتقبَ من هذه الدراسة.

إنَّ الخطوة الأولى في عمليَّة تحليل السَّلاسل الزَّمنيَّة هو رسم مشاهدات المتغيِّرات لمعرفةِ الاتِّجاه العامِّ لها[1]. حيث تعتَبر استقراريَّة المتغيِّرات المدروسة، كلٌّ منها على حدةٍ، شرطاً لازماً من أجل إجراء الدِّراسة القياسيَّة، حيث إنَّ استخدام سلاسل زمنيَّة غير مستقرَّة في معادلاتِ الانحدار تعطينا نتائجَ مضلِّلةً وغير حقيقيَّة. والرَّسم البيانيُّ المبين في المحلق رقم (1) يبيِّن الخصائص المهمَّةَ للسَّلاسل الزَّمنيَّة المدروسة، حيث يُلاحظ من المحلق رقم (1) أنَّها غير مستقرَّة، فهي تعاني من مشكلة الاتِّجاه العامِّ. ممَّا يدلُّ على عدم سكون السَّلاسل الزَّمنيَّة المدروسة، ولتأكيدِ ذلك أو نفيهِ يتطلَّب الأمر إجراء الاختبارات الخاصَّة باستقرار السَّلاسل الزَّمنيَّة.

2-1-4 تحليلٌ وصفيٌّ للمتغيِّرات المدروسة:

تمَّ استخدام إحصائيَّة (Jarque-Bear)، لاختبار توزُّع البيانات فيما إذا كانت هذهِ البيانات تتبعُ التّوزيع الطبيعيَّ أم لا. وذلك من خلال البرنامج الإحصائيِّ Eviews10، حيثُ إنَّ القيمة المعياريَّة لهذا الاختبار هي (5.99)، وبالتّالي تتبع البياناتُ التّوزيع الطبيعيَّ، إذا كانت إحصائيَّة (Jarque-Bear) ≤ 5.99 وكذلك Probability > 0.05[2]، وكما هو موضَّحٌ بالجدول (4-1) فإنَّ قيمة (Jarque-Bear) لجميع المتغيِّرات المدروسة ما عدا متغيِّر التَّضخُّم (LINF)، ومتغير سعر الفائدة (LR) هي أصغرُ من (5.99) وكذلك قيمة الاحتماليَّة هي أكبرُ من (0.05)، وبالتّالي تتبعُ هذه المتغيِّرات التَّوزيع الطَّبيعي، في حين أنَّ قيمة Jarque-Bear لمتغيِّر التَّضخُّم (INF) وسعر

[1] رشاد، ندوى خزعل، استخدام اختبار غرانجر في تحليل السلاسل الزَّمنيَّة المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 19، 2011، ص ص 267-288.

[2] عبد الكريم، سماح غانم، ظاهرة التّضخم الركودي في الاقتصاد السوري، دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2015، ص 118-121.

الفائدة (R) ≤ 5.99، وكذلك Probability < 0.05، وبالتَّالي فإنَّ متغيِّري التّضخُّم وسعر الفائدة لا يتبعان التَّوزيع الطَّبيعيِّ.

الجدول (4-1) اختبار التّوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

variables	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis	J-B	Prb.
LINV	5.040	5.252	5.602	3.583	0.633	-1.186	3.170	4.008	0.134
LFDI	2.168	2.509	3.092	0.076	0.903	-1.150	3.092	3.756	0.152
LFB	10.56	11.023	11.216	8.752	0.863	-1.342	3.150	5.124	0.077
LFS	10.52	10.98	11.192	8.668	0.884	-1.302	3.046	4.805	0.090
LGDP	6.397	6.638	6.856	5.298	0.491	-1.107	2.933	3.475	0.175
LPGDP	9.033	9.262	9.436	8.045	0.430	-1.208	3.159	4.157	0.125
INF	0.133	0.078	0.529	0.054	0.129	2.190	6.617	22.86	0.000
LEX	0.545	0.405	1.291	0.198	0.319	1.122	3.107	3.578	0.167
LM2	5.625	5.873	6.215	4.492	0.621	-0.805	2.110	2.398	0.301
R	0.244	0.176	0.746	0.142	0.160	2.194	6.956	24.72	0.000
LTED	5.548	5.671	6.118	4.726	0.443	-0.508	1.933	1.537	0.463
RE	0.228	0.264	0.966	-0.516	0.403	-0.040	2.206	0.450	0.798
LMC	11.96	12.155	12.648	10.445	0.656	-1.078	3.100	3.300	0.192

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

3-1-4 اختبارُ الارتباط الذَّاتيِّ للسَّلاسل الزَّمنيَّة المدروسة:

للكشف عمَّا إذا كانت السَّلاسل محل الدِّراسة مستقرَّة أم لا نستخدم دوالَّ الارتباط الذَّاتيِّ Autocorrelation ودوالَّ الارتباط الجزئي Partial correlation، وبعد أن تمَّ استخراج هذه القيم لكلِّ السَّلاسل، كما هو موضَّحٌ في المحلق رقم (2)، تبيَّن أنَّ دوالَّ المتغيِّرات المدروسة وعند مجموعة كبيرةٍ من الفجوات تقعُ خارج مجال الثِّقة، وبالتّالي يوجد ارتباطٌ ذاتيٌّ بين المتغيِّرات والسَّلاسل غير مستقرَّة، حيث نلاحظ أنَّ قيمة احتماليَّة Q-Stat أقلُّ من 0.05، وبعد أخذِ الفروق الأولى تبيَّن أنَّ السَّلاسل المدروسة قد استقرَّت.

4-1-4 اختبارُ جذر الوحدةِ (Unit Root Test): إنَّ السَّلاسل الزَّمنيَّة المتعلِّقة بالمتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليَّة تتَّسم بعدم الاستقرار ناتجاً عنها مشكلة الانحدار الزَّائف[1]. لذلك لا بدَّ من تحليل السَّلاسل الزَّمنيَّة السَّاكنة، بهدف الوصولِ إلى نتائج واقعيَّةٍ وتحليلٍ سليم ومنطقيٍّ للعلاقات الاقتصاديَّة، وبالتّالي تجنُّب النَّتائج المزيَّفة والمضلِّلة التي يتمُّ الحصول عليها في الغالبِ بطرق الانحدار التَّقليديَّة في حال عدمِ سكون السَّلاسل الزَّمنيَّة، حتَّى وإن تمَّ الحصول على قيمٍ ذات دلالةٍ إحصائيَّة لاختباراتِ (T) و(F) و(R^2) ولكنَّها لا تعطي تفسيراً اقتصاديَّاً ذا أهميَّة، وهو ما يعرف

[1] آل طعمة، حيدر حسين، أثر تقلبات أسعار الصَّرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التّركي، جامعة كربلاء، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد19، العدد73، د.ت، ص363-381.

بالانحدارِ الزَّائف. وذلك بسبب عدم ثبات التّباين أو لأنَّ السَّلاسل الزَّمنيَّة تعاني من صفةِ الموسميَّة (الدوريَّة) أو عاملِ الاتِّجاه عبر الزَّمنِ الذي يعكس ظروفاً معيَّنة تؤثِّرُ على جميع المتغيِّرات، إمَّا بنفس الاتِّجاه أو بعكسه[1]. وعليه لا بدَّ من التَّأكُّد من استقرار متغيِّرات الدِّراسة بالاعتماد على اختبار جذرِ الوحدة (Unit Root Test) عن طريق استخدامِ العديد منَ الاختباراتِ التي يُمكِن استعمالُها لدراسة استقرار السَّلاسل الزَّمنيَّة، مثل اختبار Dickey-Fuller(DF)، أوAugmented Dickey-Fuller(ADF)، أو اختبار Phillips-Perron (PP)، أو اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)[2]. وسنكتفي باختبار (ADF) لاختبار فرضيَّةِ العدم القائلة بوجود جذر الوحدة (السِّلسلة الزَّمنية غير مستقرَّة)، وذلك عند المستوى (Level) وعند الفروق الأولى (First Difference) باستخدام الحدِّ الثَّابت والاتِّجاه العامِّ (Trend and Intercept)، كما هو موضَّحٌ بالجدول (4-2).

الجدول (4-2) اختبار جذر الوحدة بواسطة اختبار ADF

الفروق الأولى			المستوى			المتغيرات
Prob.	T-Statistic		Prob.	T-Statistic		
	القيمة الحرجة 5 %	ADF t-Statistic		القيمة الحرجة 5 %	ADF t-Statistic	
0.012	-3.7597	-4.7452	0.682	-3.7332	-1.7461	**LINV**
0.026	-3.7597	-4.1368	0.167	-3.7597	-2.9847	**LFDI**
0.047	-3.7597	-3.7860	0.842	-3.7332	-1.3254	**LFB**
0.007	-3.7597	-5.0814	0.845	-3.7332	-1.3161	**LFS**
0.0127	-3.7597	-4.5858	0.868	-3.7332	-1.2273	**LGDP**
0.211	-3.7597	-2.6282	0.876	-3.7332	-1.1945	**LPGDP**
0.171	-3.7597	-2.9687	0.007	-3.7332	-4.8512	**INF**
0.007	-3.7911	-4.9907	0.995	-3.7911	0.2799	**LEX**
0.7021	-3.8753	-1.6672	0.162	-3.8289	-3.0287	**LM2**
0.1186	-3.8289	-3.2483	0.647	-3.7597	-1.8135	**LTED**
0.006	-3.8289	-5.1460	0.223	-3.8289	-2.7925	**R**
0.013	-3.7911	-4.6096	0.066	-3.7332	-3.6089	**RE**
0.018	-3.7911	-4.4015	0.493	-3.7332	-2.1275	**LMC**

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

تمَّت دراسةُ جميع المتغيِّرات التي تضمَّنتها الدِّراسة، ولكنْ بعد إجراء اختبارِها وفقَ النَّماذج تمَّ استبعاد متغير التضخم لكونه مستقر عند المستوى وكذلك لا يخضع للتوزيع الطبيعي، وذلك لأن الباحث سوف يستخدم اختبار التكامل المشترك جوهانسن جيسليوس (Johansen and

[1] سلمان، محمد صالح، تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النَّفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 75، 2014، ص ص332-353.

[2] Franke, J., Härdle, W., and Hafner, C., Statistics of Financial Markets, 3th, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2011, p248.

Juselius test)، ومن شروطه أن تكون السَّلاسل مستقرَّة (Stationary)، ولها درجةُ تكاملٍ من الدَّرجة الأولى I~(1). وكذلك تم استبعاد المتغيِّرات التالية: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، العرض النقدي وإجمالي الديون الخارجية، كونها غير مستقرة والإبقاءُ على المتغيِّرات التي كانت مستقرة عند الفروق الأولى وأكثر معنويَّةً لتفسير العلاقة التّكامليَّة في النَّماذج وأعطت نتائجَ صحيحةً ومتوافقةً مع المنطق الاقتصاديِّ.

إنَّ المتغيرات LINV, LFDI, LFB, LFS, LGDP, LEX, R, RE, LMC مستقرة عند الفروق الأولى، وهذه النتائج تنسجم مع النظرية القياسيَّة والتي تفترض أنَّ أغلب المتغيرات الاقتصادية غير مستقرة في المستوى وتستقر عند الفروق الأولى[1]. وسيتم إدخال هذه المتغيرات في النَّموذجين النظريين المقترحين في المعادلتين رقم (1) و(2)، وبالتالي تأخذ المعادلتين الشكل التالي:

$$RE = \beta_0 + \beta 1*LINV + \beta 2*LFDI + \beta_3*LFS + \beta_4*LFB + \beta_5*LGDP + \beta_{6*}LEX + \beta_7*R + \varepsilon \quad \ldots\ldots(3)$$

$$LMC = \beta_0 + \beta 1*LINV + \beta 2*LFDI + \beta_3*LFS + \beta_4*LFB + \beta_5*LGDP + \beta_{6*}LEX + \beta_7*R + \varepsilon \quad \ldots\ldots(4)$$

[1] العبدلي، عابد، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح عبدالله كامل للاقتصاد الإسلامي _ مصر، المجلد 11، العدد 32، 2007، ص21.

المبحث الثَّاني

علاقة الاستثمارِ بعوائد الأسهمِ في الاقتصاد التُّركيِّ

سيتمُّ اختبار وجود تكاملٍ مشتركٍ بين الاستثمار وعوائد الأسهمِ خلال الفترة 2001-2017، وذلك بالتَّطبيق على النَّموذج الذي يتضمَّن المتغيِّرات التَّالية: الاستثمار المحلِّي (LINV)، والاستثمار الأجنبيُّ المباشر (LFDI)، ومشتريات الأجانب (LFB)، ومبيعات الأجانب (LFS)، والنَّاتج المحلِّي الإجماليُّ (LGDP)، وسعر الصرف (LEX)، وسعر الفائدة (R)، وعوائد الأسهم (RE).

1-2-4 تحديد فترةِ الإبطاء المُثلى للمتغيِّرات المدروسة:

تُعدُّ مرحلة اختيارِ عدد فتراتِ الإبطاء من أهمِّ المراحل؛ لأنَّها تؤثِّر بالدَّرجة الأولى على نتائجِ التَّقديرات. هذا من جهةٍ، ومن جهةٍ أخرى يستَحسَن تحديدُ عدد فتراتِ الإبطاءِ بأقلِّ ما يمكن في حالة العيناتِ الصَّغيرة. ولأجل تحديد فترةِ الإبطاءِ المثلى فقد استُخدمَت ثلاثةُ اختباراتٍ ذاتِ معاييرَ معيَّنة، وهي: اختبار اكايك AIC (Akaike Information Criterion)، واختبار هانان – كيونن HQ (Hannan-Quinn Information Criterion)، واختبار شوارتز SC (Schwarz Information Criterion)[1]، وتنصُّ جميع الاختبارات على أنَّ فترة الإبطاء المثلى هي تلك الفترةُ التي تُعطي أقلَّ قيمةٍ عند الاختبار. ويتبيَّن من الجدول (4-3) أنَّ أمثل فترةِ إبطاء هي فترةٌ واحدةٌ، أي إنَّ VAR (1).

جدول (4-3) اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-4.177415	NA*	0.202518	1.235483	1.296000	1.169096
1	-0.789212	1.442923	0.159975*	0.957842*	1.078876*	0.816643*
2	-0.523968	0.265243	0.195056	1.104794	1.256086	0.938826
3	0.920979	1.155957	0.194801	1.015804	1.197355	0.825068
4	1.095015	0.104422	0.266527	1.180997	1.392807	0.948643
5	2.032944	0.375172	0.350904	1.193411	1.435479	0.927863

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

[1] البدراني، ظافر رمضان مطر، والحموشي، وسن رعد ذنون، دراسة في سلوك معيار SIC باستخدام المحاكاة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21)، 2012، ص ص 1-23.

2-2-4 اختبار التّكامل المشتركِ (Co-integration Test): إنَّ التّفسير الاقتصاديَّ للتَّكامل المشترك في بيانات السَّلاسل الزَّمنيَّة يوضِّح وجودَ توازنٍ مستقرٍّ في المدى الطَّويل بين سلسلتَين زمنيَّتَين أو أكثرَ تأخذ اتِّجاهاً مشتركاً واحداً، بحيث تؤدِّي التَّقلُّبات في إحداهما إلى إلغاءِ التَّقلُّبات في السِّلسلة الأخرى، فإذا كانت خلافَ ذلك، فإنَّها لن تتمكَّن من التَّحرُّك سويَّة وباتِّجاهاتٍ منتظمةٍ خلال الزَّمن، ولهذا يجب تعديل اتجاهاتها وتصحيحها قبل البدء بعمليَّة التّقدير[1]. إذ يقوم اختبار (Cointegration Test) بتقليصِ الاختلافاتِ والتّباينات إلى حدودها الدُّنيا باتِّجاه تحقيق التّوازن في المدى الطَّويل، بحيث يمكن للمتغيِّرات المقدَّرة أن تسيرَ باتجاهاتٍ متقاربةٍ معاً، خلال الزَّمن والاختلافات بينهما تكون مستقرَّة. وبشكلٍ عامٍّ يتطلَّب اختبار العلاقة طويلةِ الأجل اتِّباع خطوتَين[2]:

1- تشخيصُ كون السَّلاسل مستقرَّة (Stationary)، ولها درجةُ تكاملٍ من الدَّرجة الأولى I(1).
2- اختبارُ استقراريَّة الأخطاء العشوائيَّة. فإذا كانت البواقي مستقرَّة ولها درجة التّكامل نفسُها فإنَّ ذلك يؤشِّر إلى أنَّ حدود الخطأ العشوائيِّ مستقرَّةٌ، أي أن تكونَ البواقي النَّاتجة من تقدير العلاقةِ الخطيَّة بين المتغيِّرات متكاملةً من الرُّتبة صفر I(0).

وبعد الحصولِ على سكون السَّلاسل الزَّمنيَّة والتّعرُّف على درجة تكاملِ هذه السَّلاسل للمتغيِّرات المستخدمةِ في الدِّراسة والتَّأكُّد من سكون هذه المتغيِّرات، يمكننا استخدام أسلوبِ التَّكامل المشترك لاختبارِ وجود علاقةٍ توازنيَّة طويلةِ الأجل بين السَّلاسل الزَّمنيَّة، لكن يشترط في ذلك أنْ تكون السَّلاسل الزَّمنيَّة متكاملةً من الدَّرجة نفسها[3].

كما تبيَّن من خلال اختبار جذرِ الوحدة (Unit Root) بواسطة اختبار (ADF) أنَّ المتغيِّرات التي تضمَّنها النَّموذج (LINV, LFDI, LFB, LFS, LGDP, LEX, R, RE) أصبحت ساكنةً بعد أخذ الفروق الأولى، بمعنى أنَّ جميع السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات التي تضمَّنها النَّموذج كانت متكاملةً من الدَّرجة الأولى I(1)~، أي إنَّها متكاملةٌ من نفس الدَّرجة. ويُعدُّ اختبار التّكامل المشتركِ، أي اختبار وجود علاقةٍ توازنيَّةٍ ومستقرَّة في الأجل الطَّويل؛ دليلاً على صحَّة توصيف النَّموذج.

---

[1] كاظم، أحمد صالح حسن، تحليل العلاقة بين الإيرادات النَّفطية والاستدامة الماليَّة في العراق للمدة (1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 94، 2016، ص ص428-449.

[2] Gujarati, D, N., Econometrics By Example, The Mc Graw –Hill Companies, Inc., New York, USA, 2011, P230.

[3] سلمان، محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص ص332-353.

سيتمُّ استخدام اختبارِ جوهانسن جيسليوس (Johansen and Juselius test)، الذي يُعدُّ من أفضلِ الاختبارات وأكفأها، لأنَّه يأخذ بعين الاعتبار نموذجَ حدِّ الخطأ من خلال منهجِ الإمكان الأعظمِ، كما يقدِّم أسلوباً موحَّداً لاختبار وتقدير متَّجه التَّكامل المشترك[1].

ويقوم هذا الاختبارُ على تقدير أنموذجِ متَّجه الانحدارِ الذَّاتيِّ (Vector Autoregressive Model VAR) باستعمال دالَّة الإمكانِ الأعظمِ، وقد تمَّ استعمال هذهِ الطَّريقة، كونها الأنسب في حالِ وجود أكثرَ من متغيِّرين وإمكانيَّةِ وجودِ أكثرَ من صيغةِ تكامل مشتركٍ واحدةٍ بين المتغيِّرات[2].

إنَّ اختبار جوهانسن (Johansen) للتَّكامل المشترك يختبرُ فرضيَّة العدم (H0) التي تنصُّ على عدم وجود تكاملٍ مشتركٍ (علاقة طويلة الأجل) بين المتغيِّرات، مقابلَ الفرضيَّة البديلة (H1) التي تنصُّ على الأقلِّ على وجودِ علاقة تكاملٍ مشتركٍ واحدةٍ بين المتغيِّرات، ويكون ذلك بالاعتماد على اختبارَين هما[3]:

1-2-2-4 اختبار الأثر Trace test (Trace λ) والذي يأخذ الصيغة الآتية:

$$\lambda_{\text{Trace}} = -n \sum_{i=r+1}^{p} ln(1 - \lambda_i)$$

حيث إنَّ: n: عدد المشاهدات، λ_i: القيم الذَّاتيَّة للمصفوفة، P: عدد المتغيِّرات، r: رتبة المصفوفة.

وتنصُّ فرضيَّة العدم على وجود عددٍ من متَّجهات التَّكامل المشترك يساوي على الأكثر r، أي إنَّ عدد هذهِ المتَّجهات يقلُّ أو يساوي r حيث أن r = 0,1. إذ يتمُّ اختبار فرضيَّة العدم (r = 0)، مقابل الفرضيَّة البديلة ($r \leq 1$)، فإذا كانت قيمةُ اختبار الأثر المحسوبةِ أصغرَ من القيمةِ الحرجة تُقبَل فرضيَّة العدم التي تعني أنَّ متَّجهات التَّكامل المشتركِ تساوي الصِّفر، أمَّا إذا كانت القيمةُ المحسوبة أكبرَ من الحرجة فتُقبَل الفرضيَّة البديلة التي تعني أنَّ عدد المتَّجهات أكبرُ من صفر، ممَّا يعني وجود تكاملٍ مشتركٍ بين المتغيِّرات المدروسة.

---

[1] سلمان، محمد صالح ، مرجع سبق ذكره.

[2] خلف، عمار حمد، وعزيز، رفل جميل، تحليل العلاقة السببية بين البنية الماليَّة التّحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا للمدة من (1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 91، 2016، ص ص322-339.

[3] بركة، آلاء أكرم، محددات وطرق قياس إنتاجية العمل في سورية "دراسة قياسية"، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2014، ص67.

4-2-2-2 اختبار القيم المميَّزة العظمى (Maximum Eigenvalue test) وصيغتها:

$$\lambda_{Max} = -n \ln(1- \lambda_{r+1})$$

ويكون اختبار فرضيَّة العدم التي تعتمد على وجود r من متَّجهات التّكامل المشتركِ مقابل الفرضيَّة البديلة التي تقوم على وجود (p) من متَّجهات التّكامل المشترك.

فإذا كانَت القيمةُ المحسوبة لمعدَّل الإمكان الأعظمِ أكبرَ من الجدوليَّة (الحرجة) ترفض فرضيَّة العدم ($r = 0$) وتقبل الفرضيَّة البديلة ($r \leq 1$) التي تنصُّ على وجود متَّجه واحدٍ على الأقلِّ للتَّكامل المشترك، والعكس صحيحٌ في حالة قبول فرضيَّة العدم.

جدول (4-4) اختبار التّكامل المشترك (اختبار الأثر واختبار القيمة العظمى)

Test Trace				Maximum Eigenvalue			
Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05- Critical Value	Prob.**	Hypothesized No. of CE(s)	Max-Eigen Statistic	0.05- Critical Value	Prob.**
None *	74.51106	47.85613	0.0000	None *	33.92692	27.58434	0.0067
At most 1 *	40.58413	29.79707	0.0020	At most 1*	23.41037	21.13162	0.0235
At most 2 *	17.17377	15.49471	0.0277	At most 2*	14.34971	14.26460	0.0485
At most 3 *	35.61137	29.79707	0.0095	At most 3 *	21.13162	15.90506	0.0230
At most 4 *	19.70631	17.43573	0.0109	At most 4 *	14.26460	12.17517	0.0104
At most 5 *	34.83696	15.49982	0.0000	At most 5	21.57900	16.23548	0.0029
At most 6 *	19.26525	16.01471	0.0129	At most 6 *	19.46345	14.26460	0.0129
At most 7 *	23.93732	17.23071	0.0021	At most 7 *	15.52432	12.29875	0.0314

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

عند إجراءِ اختبار علاقاتِ التّكامل المشترك لـــ جوهانسن للمتغيِّرات المدروسة، تبيَّن وجود تكاملٍ مشتركٍ بين المتغيِّرات، حيث يتَّضح من نتائجِ اختبارَي الأثر والقيمة المميَّزة العظمى رفضُ الفرضيَّة الصفريَّة حول عدم وجود التّكامل المشترك بين المتغيِّرات عند مستوى معنويَّة 5%، حيث إنَّ القيم المحسوبة لاختبارِ الأثرِ أكبرُ من القيم الجدوليَّة، وبالتَّالي فإنَّ اختبار الأثر يبيِّن رفض الفرضيَّة الصِّفريَّة، ومنه يوجد أكثرُ من متَّجه للتَّكامل المشترك (علاقة طويلة الأجل) بين المتغيِّرات، إلَّا أنَّه لم يحدِّد طبيعة هذه العلاقة، ولتحديد ذلك لا بدَّ من تقدير نموذجِ تصحيح الخطأ VECM.

كما أكَّدت نتائجُ اختبار القيمة المميَّزة العظمى نتائجَ اختبار الأثر، وهو قبول الفرضيَّة البديلة حول وجود أكثرَ من متَّجه للتَّكامل المشترك.

وهذا يعني أنَّ عوائد الأسهم متكاملٌ تكاملاً مشتركاً مع بقيَّة المتغيِّرات المفسِّرة له، أي إنَّه هناك توليفةً خطيَّة ساكنة بين عوائد الأسهم والمتغيِّرات المفسِّرة له، ممَّا يدلُّ على وجود علاقةٍ توازنيَّةٍ طويلة الأجل بين المتغيِّرات.

بعد التَّأكُّد من أنَّ السلاسل الزَّمنيَّة لمتغيِّرات نَّموذج الدِّراسة هي متكاملةٌ تكاملاً مشتركاً، فإنَّ الخطوة التّالية هي الحصول على مقدَّراتٍ ذات خصائصَ جيِّدة.

3-2-4 إيجاد معادلة التَّكامل المُشترَك بطريقة المُربَّعات الصُّغرى المُصحَّحة كلِّيًّا:

Fully Modified Least Squares (FMOLS):

تُعدُّ طريقة (FMOLS) أفضلَ من طريقة المربَّعات الصُّغرى العاديَّة (OLS) للخروج بتقديرٍ أمثل لانحدارات التَّكامل المشترك، وتتميَّز هذه الطَّريقة بقدرتها على حلِّ مشكلة الارتباط الذَّاتيِّ وتحيُّز المعلمات. وتعمل هذه الطَّريقة على اختيار قيم المعلمات المقدَّرة من بعض القيم الزَّائفة باستعمال طريقة التّقدير (OLS)، والهدف من استعمال هذه الطَّريقة الحصول على أعلى كفاءةٍ في التَّقدير، وتتطلَّب هذه الطَّريقة في عمليَّات التّقدير تحقُّق شرط التَّكامل المشترك بين متغيِّرات الدِّراسة[1].

ويتمُّ تقييم هذه الدِّراسة وفق المعايير المتعارف عليها في أدبيَّات الاقتصاد القياسيِّ، وهي المعيار الإحصائيُّ والمعيار القياسيُّ والمعيار الاقتصاديُّ[2].

- **المعيار الإحصائيُّ:** هو التّعرُّف على معنويَّة المقدَّرات، وذلك من خلال قيمةِ معامل التّحديد المعدَّل (Adjusted R-squared). ويعدُّ هذا المعيار من المعاييرِ المهمَّة في دراسة العلاقات الاقتصاديَّة، وذلك للتَّعرُّف على معنويَّة التَّقديرات ومدى مطابقتِها مع منطق النَّظريَّة الاقتصاديَّة وتمثيلها للمجتمع الذي تمثِّله، فكلَّما كانت قيمة (Adjusted R-squared) عاليةً دلَّ ذلك على قوَّة الأثر.
- **المعيار القياسيُّ:** هو المعيار الذي يحدِّد مدى خلوِّ النَّموذج من مشاكل القياس (مشكلة الارتباط الخطِّي المتعدِّد، ومشكلة الارتباط الذَّاتيِّ للبواقي ومشكلة اختلاف التَّباين)، وتستخدم نتائج اختبارِ D-W دربن واتسون لفحص وجودِ مشكلة الارتباطِ الذَّاتيِّ، وإحصائيَّة وايت وآرش (White and ARCH) لفحص وجودِ مشكلة اختلافِ التَّباين Heteroskedasticity، ومصفوفة

[1] غانم، سماح عبدالكريم، مرجع سبق ذكره، ص125.

[2] فضل، حسن توكل أحمد، استخدام نموذج قياسي للكشف عن محددات ديون السودان الخارجية خلال الفترة 1980-2008، مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتّطبيقية، المجلد 1، العدد 2، 2017، ص ص1-29.

الارتباط Matrices Correlation لمعرفة مدى وجود مشكلة الارتباط الخطِّي بين متغيِّرات الدِّراسة.

♦ **المعيار الاقتصاديُّ:** النَّموذج هو مجموعةٌ من العلاقات التي تمثِّل واحداً أو أكثرَ من قطَّاعات الاقتصاد، ويمكن التَّعبير عنه في شكلِ كلماتٍ أو جداول، أو أشكالٍ بيانيَّة أو معادلاتٍ رياضيَّة[1]. والنَّموذج يتجرَّد من التَّفصيل ويبسِّط الواقع حتَّى يمكن فهمُه، والحكم على النَّموذج يتمُّ من خلال قدرتهِ على تفسير الأحداث أكثرَ من مدى تعبيرِها عن الحقيقة، وذلك لأنَّ النَّماذج لا يمكن أن تكون واقعيَّة تماماً. فالعلم معقَّد إلى درجةٍ يصعب معها وصفُه تفصيليَّاً، كما أنَّ أحد الأهدافِ الأساسيَّة للنَّظريَّة الاقتصاديَّة هو شرح الظَّواهر الاقتصاديَّة وتفسيرها.

وتُعدُّ المعايير المستمدَّة من النَّظريَّة الاقتصاديَّة أولى المعايير التي يجب أن تستخدَم لتقييم النَّتائج، حيث تشير النَّظريَّة الاقتصاديَّة إلى افتراضاتٍ محدَّدة عن إشارات المعلمات المراد تقديرُها، وهذه الافتراضاتُ المحدَّدة تستَخدَم للحكم على مدى سلامة التَّقديرات من النَّاحية الاقتصاديَّة، حيث تعطي النَّظريَّة الاقتصاديَّة والبحوثُ التَّطبيقيَّة وخصوصيَّة وطبيعة الظَّاهرة المدروسة فكرةً مبدئيَّةً عن إشارات المعلمات المقدَّرة.

الجدول (4-5) معادلة التّكامل المُشترَك بطريقة المُربعات الصُّغرى المُصحَّحة كلِّيَّاً للعلاقة بين المتغيِّرات التّفسيرية وعوائد الأسهم

Dependent Variable: DRE				
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINV	0.0356	0.776845	5.1948	0.0008
DLFDI	0.0201	0.098293	2.0539	0.0741
DLFB	0.0544	0.564812	13.3576	0.0000
DLFS	0.0129	0.621122	11.4780	0.0000
DLGDP	0.0497	1.523549	3.7345	0.0058
DLEX	0.0277	0.197391	5.0037	0.0010
R	0.0399	0.616840	3.2688	0.0430
C	0.5644	3.386875	4.0050	0.0039
R-squared		0.925928	Mean dependent var	0.213788
Adjusted R-squared		0.861116	S.D. dependent var	0.411959
S.E. of regression		0.153525		
Long-run variance		0.006090	Sum squared reside	0.188560

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتج من الجدول (4-5) ما يلي:

[1] فضل، حسن توكل أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص1-29.

تشير معاملات الانحدار إلى أنَّ الاستثمار المحلِّي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب، والنَّاتج المحلِّي الإجماليّ، وسعر الصرف، وسعر الفائدة على علاقة طردية مع عوائد الأسهم.

- تأخذ معادلة الانحدار الشكل التّالي:

DRE = 0.035*DLINV + 0.020*DLFDI + 0.054*DLFB + 0.012*DLFS + 0.049*DLGDP + 0.027*DLEX + 0.039*DR + 0.564

نستنتج من المعادلة السّابقة ما يلي:

- التَّغيُّر في الاستثمار المحلِّي (DLINV)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLINV) بمقدار 1% ستؤدي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.035. وتتفق هذه النتيجة مع منطق النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الطردية بين الاستثمار وعوائد الأسهم.
- التَّغيُّر في مشتريات الأجانب (DLFB)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLFB) بمقدار 1% ستؤدي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.054.
- التّغيُّر في مبيعات الأجانب (DLFS)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLFS) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.012.
- التَّغيُّر في النَّاتج المحلِّي الإجماليّ (DLGDP)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLGDP) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.049. وتتفق هذه النتيجة مع منطق النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الطردية بين معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الأسهم، فالاقتصاد النشط يولّد أرباحاً جيدة للشركات، ويزيد من العوائد المتوقعة على الاستثمار في الأسهم.
- التَّغيُّر في سعر الصرف (DLEX)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLEX) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.0277. حيث من المفترض وجود علاقة عكسية بين معدلات الصرف وعوائد الأسهم[1]، فعندما تزيد معدلات الصرف، وخصوصاً في الاقتصادات التي تعتمد على التصدير، تنخفض القوة الشرائية بشكل ملحوظ وبالتالي تتحول المدخرات إلى الاستهلاك عوضاً عن الاستثمار مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وعوائدها الرأسمالية.

[1] Issahaku, Harouna. "Macroeconomic Variables and Stock Market returns in Ghana: Any Casual link", *Asian Economic and Financial Review*, Vol. 3, No. 8, (2013), P 1050.

- التَّغيُّر في سعر الفائدة (DR)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DR) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.039. حيث من المفترض وجود علاقة سلبية بين معدل الفائدة وعوائد الأسهم لسببين رئيسيين[1]:

1- يؤثر ارتفاع معدلات الفائدة على مستوى أرباح الشركات بسبب ارتفاع تكلفة الديون، وبالتالي يتأثر السعر الذي سوف يدفعهُ المستثمرون لشراء أسهم هذه الشركات انخفاضاً بسبب انخفاض التوقعات بشأن الأرباح والتوزيعات، وعند انخفاض أسعار الفائدة يحدث العكس.

2- يشتري العديد من المستثمرين أسهمهم من خلال الاقتراض، وبالتالي فعند ارتفاع معدلات الفائدة تصبح تكلفة الاقتراض عالية، وسوف يتردد المستثمرين في الاقتراض من أجل تحقيق عائد أعلى على الاستثمار في الأسهم، لأنَّ المهمة تصبح أصعب في حالة ارتفاع معدل الفائدة والذي يترافق مع ارتفاع معدل التضخم، وبالتالي سوف ينخفض الطلب الكلي على الأسهم وتنخفض الأسعار، ومن البديهي أنَّ تقلبات سعر الأسهم انخفاضاً سوف تؤثر سلباً على الأرباح والعوائد الرأسمالية للأسهم.

كما أنَّ ارتفاع أسعار الفائدة يشير إلى ندرة النقود في الاقتصاد مما يدفع المستثمرين إلى التحول من الموجودات الأقل سيولة (الأسهم) إلى الموجودات التي تتمتع بسيولة كاملة كأذونات الخزينة، كما أنَّ ارتفاع أسعار الفائدة يجعل سوق السندات أكثر جاذبية للمستثمرين مما يخفض حجم الطلب على الأسهم[2].

في حين يؤكد بعض الباحثين أنَّ العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم ليست سلبية[3]، ويدعمون آرائهم انطلاقاً من نموذج خصم التوزيعات المستقبلية. حيث أنَّ زيادة معدلات الفائدة المتزامنة مع ارتفاع معدل التضخم سوف تؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم وانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وبالتالي تخفيض جاذبية الاستثمار فيها، ولكن الشركات بالمقابل ستزيد من أسعارها وبالتالي تحافظ على مستوى أرباحها وتوزيعاتها أو تزيد عليها. وتتضح تأثيرات أسعار الفائدة عند الزيادة الكبيرة

---

[1] Maysami et al. Relationship between Macroeconomic variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All-S Sector Indices, *Journal Pengurusan*, Vol. 24, (2004), PP 53-54.

[2] فاخر، عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002، ص ص167-168.

[3] Reilly, Frank. F. Brown Keith. C. Investment Analysis and Portfolio Management, 8th Edition, Thomson South-Western, USA, 2006., P 414.

في معدل الخصم مقارنة مع الزيادة في التوزيعات، ولكن إذا لم تحدث تلك الفجوة (أي طالما كانت الشركات قادرة على رفع أسعارها) فلا تأثير لأسعار الفائدة على عوائد الأسهم.

- بلغت قيمة معامل التّحديد المعدل (Adjusted R-squared = 0.8611)، وهذا يعني أنَّ المتغيِّرات التَّفسيريَّة تفسر حوالي 86.11% من التَّغيُّرات التي تحدث في المتغيِّر التَّابع، والباقي عبارة عن أثر المتغيِّرات الأخرى غير المضمَّنة في النَّموذج. وهذه القيمة تدلُّ على جودة توفيق النَّموذج.

كما يتضح من نتائج التحليل المبيّنة بالجدول أعلاه وجود علاقة ذات دلالة معنويّة بين الاستثمار المحلي، وتعاملات الأجانب، والناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف وسعر الفائدة وبين عوائد الأسهم وفقاً لاختبار (t) عند مستوى معنوية (5%)، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعاملات الانحدار للمتغيرات المذكورة آنفاً وعوائد الأسهم على التوالي (5.194, 13.357, 3.268, 11.478, 3.734,5.00) بمستوى دلالات بلغت على التوالي (0.00, 0.00, 0.00, 0.00, 0.00, 0.04)، وهذه القيم أصغر من مستوى الدلالة المفروض (5%).

مما يعني رفض فروض العدم وقبول الفروض البديلة والتي تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار المحلي وتعاملات الأجانب وبين عوائد الأسهم.

بينما يتضح عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعامل انحدار المتغيرين المذكورين (2.053) بمستوى دلالة (0.074)، وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة المفروض (5%).

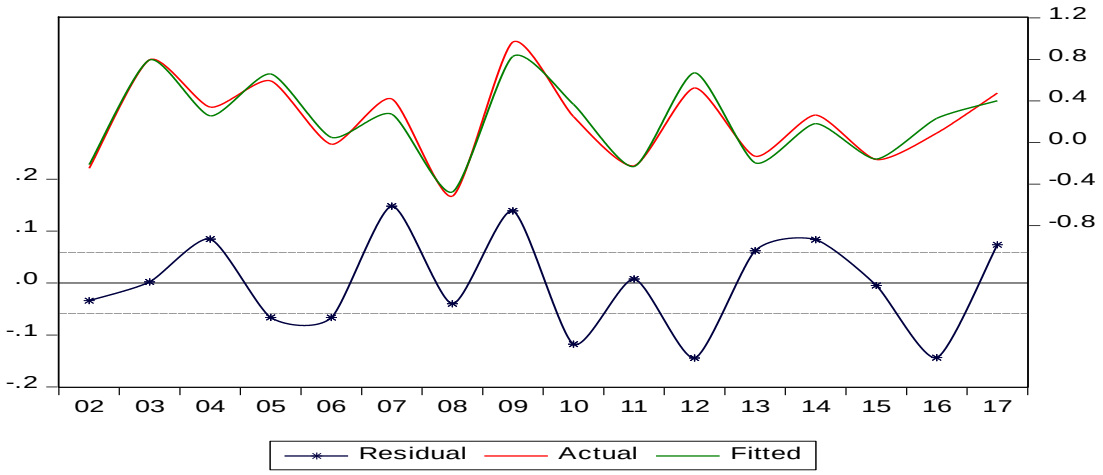
الأمر الذي يعني قبول فرض العدم الذي يشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد الأسهم.

وحتَّى يكون الانحدار السَّابق غيرَ زائفٍ، وليكون هناك علاقةٌ طويلة الأجل بين المتغيِّرات يجب أن تكون البواقي مستقرَّة، لذلك نلجأ إلى اختبار موثوقيَّة النَّموذج.

4-2-3-1 اختبار استقرار البواقي:

بهدف اختبار استقرار البواقي تمَّ رسم بياني لقيم بواقي التَّقدير، كما هو مبيَّنٌ بالشَّكل (4-1)، حيث يُلاحظ من الشَّكل أدناه تقاربُ القيم المقدَّرة من القيم الحقيقيَّة، ممَّا يشير إلى جودة النَّموذج المقدِّر.

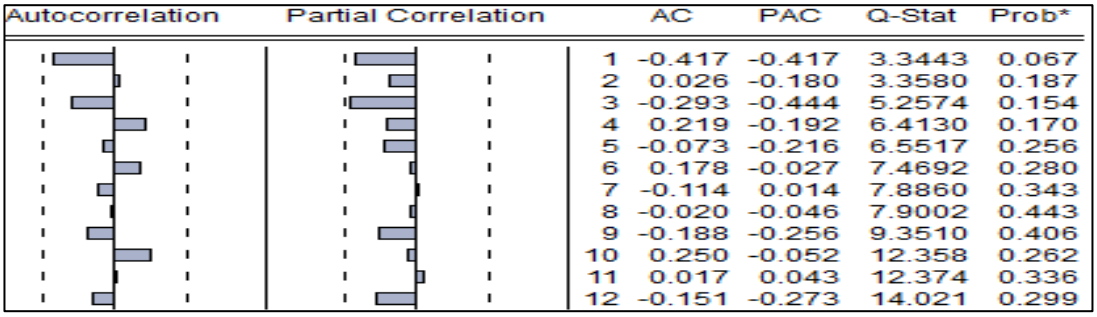
الشكل (4-1) اختبار استقرار البواقي لمعادلة التّكامل المشترك بين الاستثمارِ وعوائد الأسهم



4-2-3-2 اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:

من بين طرائق اختبار استقراريَّة سلسلة البواقي فحصُ معاملاتِ الارتباط الذَّاتيِّ لبواقي التّقدير، والشّكل (4-2) يبيِّن دالّتي الارتباط الذَّاتي والجزئيِّ لسلسلة البواقي لمعادلة التّكامل المشتركِ بين الاستثمارِ وعوائد الأسهم، حيث تبيَّن أنَّ معظم هذه الدَّوالِّ وعند مجموعةٍ كبيرة من الفجواتِ تقع داخلَ مجال الثِّقة، وبالتّالي لا يوجد ارتباطٌ ذاتيٌّ بين المتغيِّرات والسَّلاسل مستقرَّة، حيث نلاحظ أنَّ قيمة احتماليَّة Q-stat أكبر من 0.05.

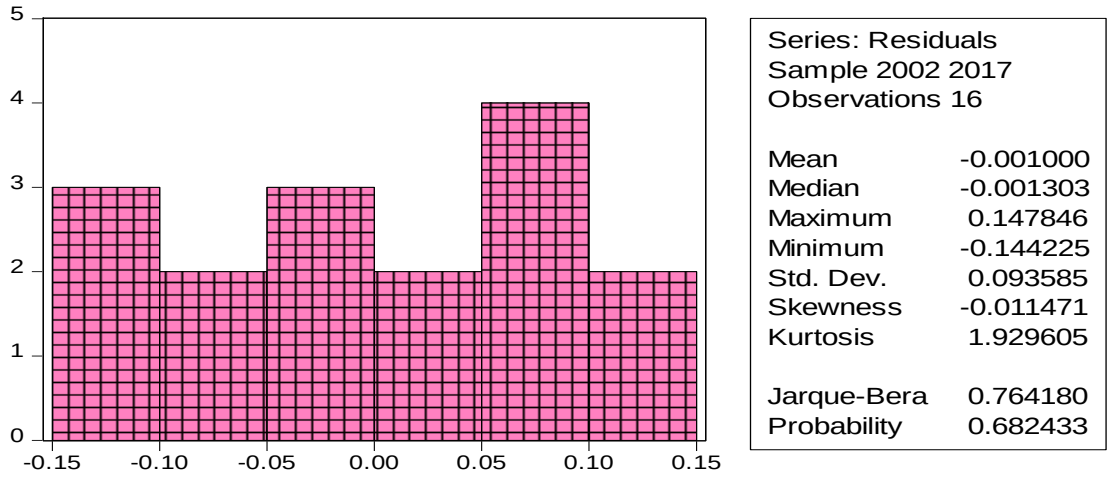
الشكل (4-2) دالّتي الارتباط الذَّاتي والجزئيِّ لسلسلة البواقي لمعادلة التّكامل المشتركِ بين الاستثمارِ وعوائد الأسهم



	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
1	-0.417	-0.417	3.3443	0.067
2	0.026	-0.180	3.3580	0.187
3	-0.293	-0.444	5.2574	0.154
4	0.219	-0.192	6.4130	0.170
5	-0.073	-0.216	6.5517	0.256
6	0.178	-0.027	7.4692	0.280
7	-0.114	0.014	7.8860	0.343
8	-0.020	-0.046	7.9002	0.443
9	-0.188	-0.256	9.3510	0.406
10	0.250	-0.052	12.358	0.262
11	0.017	0.043	12.374	0.336
12	-0.151	-0.273	14.021	0.299

وقد بيَّن اختبار التّوزيع الطَّبيعيِّ لأخطاء معادلة التّكامل المشتركِ بين الاستثمار وعوائد الأسهم، كما في الشّكل (4-3) أنَّ أخطاء النَّموذج تتبع التَّوزيع الطَّبيعي، لأنَّ إحصائيَّة (Jarque-Bear = 0.764)، وهي أصغرُ من 5.99، كما أنَّ الاحتماليَّة تساوي (Prob. = 0.682) وهي أكبر من مستوى المعنويَّة 5%.

الشكل (4-3) اختبار التّوزيع الطَّبيعيِّ لأخطاء معادلة التّكامل المشتركِ بين الاستثمار وعوائد الأسهم



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

4-2-4 اختبار السَّببيَّة: يُستخدَم اختبار غرانجر من أجل تحديدِ اتِّجاه السَّببيَّة بين متغيِّرات الدِّراسة، فيما إذا كانت باتِّجاهٍ واحدٍ أو باتجاهَين متبادلَين أو أنَّ كلا المتغيِّرين مستقلَّان عن بعضِهما البعض[1]. ولتحديد اتِّجاه العلاقةِ بين المتغيِّرات أُجري اختبار Granger causality للعلاقة السَّببيَّة بين المتغيِّرات المستقلَّة متمثِّلة بـــ الاستثمار المحلِّي، والاستثمار الأجنبيِّ، وتعاملات الأجانب، والنَّاتج المحلِّي الإجماليّ، وسعر الصرف، وسعر الفائدة والمتغيِّر التّابع متمثِّلاً بعوائد الأسهم.

ومن شروط استعمالِ اختبار العلاقات السَّببيَّة أن تكون المتغيِّرات المستعملة مستقرَّة، لذلك سيستخدم في الاختباراتِ الفروق الأولى لكلِّ المتغيِّرات قيد الدِّراسة، وذلك بعد أخذِ المتغيِّرات بصيغتِها اللوغاريتميَّة باستثناء متغيري سعر الفائدة وعوائد الأسهم، مع أخذ فجواتٍ زمنيَّةٍ مساوية لـــ 1 (Lags: 1)، كما هو مبيَّنٌ بالجدول (4-6).

وقد تمَّ التَّوصُّل إلى النَّتائج المعروضة في الجدول (4-6) وذلك لاختبار فرضيَّات العدم التّالية:

H0: الاستثمار المحليُّ (DLINV) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثّر في الاستثمار المحليِّ (DLINV).

H0: الاستثمار الأجنبيُّ المباشر (DLFDI) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر (DLFDI).

[1] الكبيسي، محمد صالح سلمان، حسن، نضال قادر، قياس وتحليل العلاقة السببية بين الإنفاق الحكومي الاستثماري والنَّاتج المحلِّي الإجماليّ غير النَّفطي في العراق للمدة (1990–2011)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 78، 2014، ص ص278-296.

H0: مشتريات الأجانب (DLFB) لا تؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في مشتريات الأجانب (DLFB).

H0: مبيعات الأجانب (DLFS) لا تؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في مبيعات الأجانب (DLFS).

H0: الناتج المحلي الإجمالي (DLGDP) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في الناتج المحلي الإجمالي (DLGDP).

H0: سعر الصرف (DLEX) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في سعر الصرف (DLEX).

H0: سعر الفائدة (DR) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في سعر الفائدة (DR).

الجدول (4-6) اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار وعوائد الأسهم

فرضية العدم	Obs	F-Statistic	Prob.
DLINV does not Granger Cause DRE	15	0.71563	0.5147
DRE does not Granger Cause DLINV	15	13.9583	0.0017
DLFDI does not Granger Cause DRE	15	0.03392	0.9668
DRE does not Granger Cause DLFDI	15	10.9633	0.0039
DLFB does not Granger Cause DRE	15	1.86272	0.2104
DRE does not Granger Cause DLFB	15	2.68136	0.1220
DLFS does not Granger Cause DRE	15	1.53342	0.2673
DRE does not Granger Cause DLFS	15	4.82724	0.0376
DLGDP does not Granger Cause DRE	15	1.67397	0.2409
DRE does not Granger Cause DLGDP	15	5.85051	0.0236
DLEX does not Granger Cause DRE	15	0.40058	0.6813
DRE does not Granger Cause DLEX	15	2.36995	0.1490
DR does not Granger Cause DRE	15	4.41892	0.0460
DRE does not Granger Cause DR	15	1.54705	0.2646

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتجُ من الجدول أعلاه ما يلي:

- الاستثمار المحليُّ لا يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال تساوي 0.5147، فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الأولى (الاستثمار المحليُّ لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، في حين عوائد الأسهم تؤثِّر في الاستثمار المحليِّ، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0017، فهي أصغرُ تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الثانية، وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من عوائد الأسهم باتجاه الاستثمار المحليِّ.

- الاستثمار الأجنبيُّ المباشر لا يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.9668 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثَّالثة (الاستثمار الأجنبيُّ المباشر لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، في حين عوائد الأسهم تؤثِّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0039 فهي أصغر تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الرَّابعة، وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من عوائد الأسهم باتجاه الاستثمار الأجنبيِّ المباشر.
- مشتريات الأجانب لا تؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.2104 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الخامسة (مشتريات الأجانب لا تؤثِّر في عوائد الأسهم)، كذلك عوائد الأسهم لا تؤثِّر في مشتريات الأجانب، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.1220 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم السَّادسة، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم.
- مبيعات الأجانب لا تؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.2673 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم السَّابعة (مبيعات الأجانب لا تؤثِّر في عوائد الأسهم)، في حين أنَّ عوائد الأسهم تؤثر في مبيعات الأجانب، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0367، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الثَّامنة، وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من عوائد الأسهم باتجاه مبيعات الأجانب.
- الناتج المحلي الإجمالي لا يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.2409 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم التَّاسعة (الناتج المحلي الإجمالي لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، في حين أنَّ عوائد الأسهم تؤثِّر في الناتج المحلي الإجمالي، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0236 فهي أصغر تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم العاشرة. وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من عوائد الأسهم باتجاه الناتج المحلي الإجمالي.
- سعر الصرف لا يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.6813 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الحاديّة عشر (سعر الصرف لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، كذلك عوائد الأسهم لا تؤثِّر في سعر الصرف، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.1490 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثانيّة عشر. وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين سعر الصرف وعوائد الأسهم.
- سعر الفائدة يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0460 فهي أصغر تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الثالثة عشر (سعر الفائدة لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، في

حين أنَّ عوائد الأسهم لا تؤثر في سعر الفائدة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.2646 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الرابعة عشر، وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من سعر الفائدة باتجاه عوائد الأسهم.

5-2-4 تقدير نموذجِ تصحيحِ الخطأ (VECM):

بعد التّأكُّد من أنَّ السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات المضمَّنة في هذا النَّموذج غير مستقرَّة في المستوى ومستقرَّة عند الفروق الأولى، ومن ثمَّ التَّحقُّق من أنَّها متكاملةٌ تكاملاً مشتركاً، ولغرض الكشف عن علاقةٍ توازنيَّةٍ طويلة المدى بينَ الاستثمار وعوائد الأسهم، ينبغي أن تحظى هذهِ المتغيِّرات بتمثيلِ نموذجِ تصحيح الخطأ (VECM).

الجدول (4-7) نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

DR	DLEX	DLGDP	DLFS	DLFB	DLFDI	DLINV	DRE	Error Correction:
0.034139	-0.160742	0.168873	0.445883	0.424171	0.028122	0.143754	-0.942873	**CointEq1**
(0.05452)	(0.19163)	(0.21936)	(0.47828)	(0.44922)	(0.59274)	(0.28810)	(0.94173)	
[0.62620]	[-0.83882]	[0.76985]	[0.93227]	[0.94424]	[0.04744]	[0.49896]	[-1.00122]	
0.287729	-0.379688	0.699423	3.555219	3.651787	4.705394	1.139359	-2.202921	**DRE(-1)**
(0.23193)	(0.81523)	(0.93321)	(2.03472)	(1.91108)	(2.52166)	(1.22567)	(3.70599)	
[1.24057]	[-0.46574]	[0.74948]	[1.74728]	[1.91085]	[1.86599]	[0.92958]	[-0.59442]	
-0.022191	-0.041955	-0.004741	0.054468	0.107185	-0.094480	0.016658	0.562728	**DLINV(-1)**
(0.03169)	(0.11140)	(0.12752)	(0.27804)	(0.26114)	(0.34457)	(0.16748)	(0.50641)	
[-0.70021]	[-0.37663]	[-0.03718]	[0.19590]	[0.41045]	[-0.27419]	[0.09946]	[1.11122]	
-0.292183	1.202037	-0.764624	-1.380101	-2.018829	2.497888	0.213150	-0.020453	**DLFDI(-1)**
(0.41561)	(1.46083)	(1.67224)	(3.64605)	(3.42451)	(4.51862)	(2.19631)	(6.64084)	
[-0.70303]	[0.82284]	[-0.45725]	[-0.37852]	[-0.58952]	[0.55280]	[0.09705]	[-0.00308]	
0.371866	-1.070405	0.706065	1.031778	1.462924	-1.928600	-0.286169	-1.873614	**DLFB(-1)**
(0.43084)	(1.51439)	(1.73355)	(3.77972)	(3.55005)	(4.68428)	(2.27682)	(6.88430)	
[0.86312]	[-0.70682]	[0.40730]	[0.27298]	[0.41209]	[-0.41172]	[-0.12569]	[-0.27216]	
-0.602547	0.457532	-0.692054	-5.622658	-5.856321	-9.234111	-1.532791	2.593078	**D LFS(-1)**
(0.35012)	(1.23067)	(1.40877)	(3.07160)	(2.88496)	(3.80669)	(1.85027)	(5.59454)	
[-1.72095]	[0.37177]	[-0.49125]	[-1.83053]	[-2.02995]	[-2.42576]	[-0.82842]	[0.46350]	
-0.138425	0.623365	-0.304276	-2.870687	-3.105377	-4.094784	-0.506168	-1.253890	**DLGDP(-1)**
(0.26373)	(0.92698)	(1.06113)	(2.31363)	(2.17304)	(2.86732)	(1.39368)	(4.21399)	
[-0.52488]	[0.67247]	[-0.28675]	[-1.24077]	[-1.42905]	[-1.42809]	[-0.36319]	[-0.29755]	
0.543834	0.863656	-1.018567	-3.708308	-4.437860	-5.394923	-1.893758	-5.805651	**DLEX(-1))**
(0.31103)	(1.09327)	(1.25148)	(2.72865)	(2.56285)	(3.38167)	(1.64368)	(4.96990)	
[1.74848]	[0.78998]	[-0.81389]	[-1.35903]	[-1.73161]	[-1.59534]	[-1.15214]	[-1.16816]	
0.016547	0.045763	0.048853	0.317444	0.338940	0.401618	0.083860	0.149718	**DR(-1)**
(0.03020)	(0.10616)	(0.12153)	(0.26497)	(0.24887)	(0.32838)	(0.15961)	(0.48261)	
[0.54786]	[0.43107]	[0.40199]	[1.19805]	[1.36193]	[1.22303]	[0.52540]	[0.31023]	
0.034139	-0.160742	0.168873	0.445883	0.424171	0.028122	0.143754	-1.034450	**C**
(0.05452)	(0.19163)	(0.21936)	(0.47828)	(0.44922)	(0.59274)	(0.28810)	(0.87113)	
[0.62620]	[-0.83882]	[0.76985]	[0.93227]	[0.94424]	[0.04744]	[0.49896]	[-1.18749]	
0.847109	0.522796	0.647862	0.761418	0.779696	0.835325	0.739784	0.825696	**R-squared**
0.643255	-0.113476	0.178345	0.443309	0.485958	0.615758	0.392829	0.593292	**Adj. R-squared**
0.004948	0.061135	0.080110	0.380835	0.335959	0.584927	0.138190	1.263387	**Sum sq. resides**
0.028718	0.100942	0.115550	0.251937	0.236629	0.312231	0.151762	0.458873	**S.E. equation**
4.155470	0.821654	1.379848	2.393574	2.654392	3.804426	2.132218	3.552837	**F-statistic**

38.84168	19.98629	17.95894	6.266719	7.207035	3.048304	13.86975	-2.727175	**Log likelihood**
-3.978890	-1.464838	-1.194525	0.364437	0.239062	0.793559	-0.649300	1.563623	**Akaike AIC**
-3.554060	-1.040008	-0.769695	0.789268	0.663892	1.218390	-0.224470	1.988453	**Schwarz SC**
-0.023473	0.059101	0.084943	0.154787	0.156753	0.154729	0.113913	0.048243	**Mean dependent**
0.048081	0.095660	0.127475	0.337665	0.330041	0.503701	0.194763	0.719534	**S.D. dependent**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يتَّضح من النَّتائج المبيَّنة بالجدول أعلاه أنَّ أغلب معلمات النَّموذج معنويَّة، ولا سيَّما معلمة حدِّ تصحيح الخطأ (-0.942873) Error Correction عند مستوى دلالة 5%. وتشير هذه النَّتيجة إلى أنَّ هناك علاقةً طويلة الأجل بين المتغيِّرات المستقلَّة من جهةٍ وعوائد الأسهم من جهةٍ ثانيةٍ.

حدُّ تصحيح الخطأ يشيرُ أيضاً إلى أنَّ نسبة 94.28% من الخطأ يتمُّ تصحيحها خلال فترةٍ زمنيَّةٍ واحدةٍ (سنة)، الأمر الذي يعني أنَّ تصحيح الخطأ يحتاجُ إلى 1.06 سنة[1] لتعودَ عوائد الأسهم إلى مستواها التَّوازنيِّ طويل الأجل بعد حصولِ أيَّةِ صدمةٍ في أحد المتغيِّرات التَّفسيريَّة.

وقد بلغت قيمةُ معامل التَّحديد المعدل 59.32%، وهو ما يدلُّ على جودةِ توفيق النَّموذج ومقدرتِهِ في تفسير التّغيُّرات في عوائد الأسهم، حيث إنَّ التَّغيُّرات في المتغيِّرات المستقلَّة من المحتمل أن تفسِّر 59.32% من التَّغيُّرات في عوائد الأسهم.

1-5-2-4 اختبارات التَّأكُّد من موثوقيَّة VECM:

حيث تمَّ استخدام الاختباراتِ التّالية للتَّأكُّد من موثوقيَّة أنموذج تصحيح الخطأ: اختبار استبعاد التّباطؤات (Wald Test for lag exclusion)، واختبار الارتباط الذَّاتيِّ للبواقي (LM test for Serial Correlation)، واختبار التّوزيع الطَّبيعيِّ (Normality)، واختبار ثبات التّباين للأخطاء.

الجدول (4-8) اختبارات التَّأكُّد من موثوقيَّة VECM

VEC Lag Exclusion Wald Test (Chi-squared test statics for lag exclusion) for lag: 1 (Joint test)	P-Value
	0.476
	P-Value
VEC Residual Serial Correlation LM test for lag: 1	0.5731
VEC Residual Normality test –Joint J-B test	P-Value
1.8607	0.6371
ثبات تجانس الأخطاء Joint test	
Chi-sq	0.8524

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

[1] تم حساب فترة التّعديل من خلال الصيغة التّالية: فترة التّعديل = $\frac{-1}{\text{معامل سرعة التّعديل}}$

حيث تؤكِّد الاختباراتُ المبيَّنة في الجدول (4-8) موثوقيَّة اختبار نموذج تصحيحِ الخطأ للعلاقة بين الاستثمارِ وعوائد الأسهم.

تتفق النتائج التي تم التوصل إليها فيما يتعلق بأثر الاستثمار في عوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية مع دراسة (محمد وأحمد، 2013) التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك تتفق جزئياً مع دراسة (الضعيف، 2016) فيما يتعلق بسوق أبو ظبي المالي التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين الاستثمار المحلي وأسعار الأسهم، في حين تختلف مع دراسة (خليل، 2015) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وبين عوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، في حين توصلت الدراسة الحالية إلى وجود علاقة طردية. كذلك تتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (عيساوي، 2016) التي توصلت إلى وجود دور للاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية.

أما فيما يتعلق بالدراسات الأجنبية فإنَّ هذه الدِّراسة تتفق مع دراسة كلاً من الدِّراسات التالية: دراسة (Acikalin et al., 2008)، التي توصلت إلى وجود علاقاتٍ مستقرَّة طويلة الأجل بين ISE والنَّاتج المحلِّي الإجماليُّ، وسعر الصَّرف، وسعر الفائدة. كذلك تتفق مع دراسة (Ozbay, 2009) التي توصَّلت إلى أنَّ سعر الفائدة، وسعر الصَّرف ومبيعات المستثمرين الأجانب تؤثِّر في أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بدراسة (Gumus et al., 2013) تتفق نتائجها مع النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية، فقد توصلت كلتا الدراستين إلى وجود تأثير للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على عوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية. وتختلف نتيجة الدِّراسة الحالية فيما يتعلق بأثر الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) في عوائد الأسهم، والتي توصلت إلى عدم وجود أثر لـــ (FDI) في عوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، في حين أنَّ دراسة (Vladimir et al., 2013) توصلت إلى وجود أثر للاستثمار الأجنبي المباشر على عوائد الأسهم في كرواتيا. أما دراسة (Barakat et al., 2016) تتفق نتائجها جزئياً مع نتائج الدراسة الحالية والتي توصلت إلى وجود علاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة وبين أسعار الأسهم. كما توصلت دراسة كلاً من (Giiri & Pooja., 2017)، ودراسة (Jamal din et al., 2017))، ودراسة (Amtiran et al., 2017) إلى وجود تأثير

إيجابي لسعر الصرف على أسعار الأسهم، فنتائج هذه الدراسات تتفق مع الدراسة الحالية فيما يتعلق بالتأثير الإيجابي لسعر الصرف على أسعار الأسهم.

المبحث الثَّالث

علاقة الاستثمارِ بمؤشِّر القيمةِ السُّوقيَّة في الاقتصادِ التُّركيِّ

سيتمُّ اختبار وجود تكاملٍ مشتركٍ بين الاستثمار والقيمة السُّوقيَّة خلال الفترة 2001-2017، وذلك بالتَّطبيق على النَّموذج الذي يتضمَّن المتغيِّرات التَّالية: الاستثمار المحلِّي (LINV)، والاستثمار الأجنبيُّ المباشر (LFDI)، ومشتريات الأجانب (LFB)، ومبيعات الأجانب (LFS)، والنَّاتج المحلِّي الإجماليُّ (LGDP)، وسعر الصرف (LEX)، وسعر الفائدة (R)، والقيمة السُّوقيَّة (LMC).

1-3-4 تحديد فترة الإبطاءِ المثلى للمتغيِّرات المستخدمةِ في النَّموذج:

قبل إجراء اختبارِ التَّكامل المشتركِ لا بدَّ من تحديد المدَّة المناسبة للتباطؤ، ويظهر الجدول (4-9) المعاييرَ التي استخدمت في تحديدِ مدَّة التّباطؤ، إذ كشفَ الاختبار أنَّ (LR, FPE, AIC, SC, HQ)، قد حدِّدت مدَّة تباطؤ واحدةٌ، لذلك سنعتمدُ هذه المعاييرَ، ونختار مدَّة تباطؤ واحدةً لاختبار جوهانسن–جسليوس.

جدول (4-9) اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	0.675867	NA	0.004278	0.220689	0.301507	0.190767
1	233.8401	35.59856*	2.15e-17*	-35.30668*	-34.41769*	-35.63582*
2	16.43152	5.225429	0.001307	-1.071919	-0.667830	-1.221528
3	18.47344	1.701606	0.002278	-0.745574	-0.179850	-0.955025
4	20.24874	0.887647	0.005749	-0.374790	0.352570	-0.644084
5	11.95258	16.91506	0.001299	-0.992096	-0.749643	-1.081861

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

2-3-4 اختبار التَّكامل المشترك:

اتَّضح من خلالِ اختبار جذرِ الوحدة (Unit Root) بواسطةِ اختبار ADF أنَّ المتغيِّرات التي تضمَّنها النَّموذج (LINV, LFDI, LFB, LFS, LGDP, LEX, R, LMC) أصبحت ساكنةً، بعد أخذ الفروق الأولى، بمعنى أنَّ جميع السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات المدروسة كانت متكاملةً من الدَّرجة الأولى I~(1).

ويفترض مبدأ التّكامل المشتركِ أنَّه إذا كانت هناك سلسلتان (أو أكثر) مرتبطتان لتكوينِ علاقةٍ توازنيَّة طويلة المدى فإنَّهما تميلان للاقترابِ من بعضِهما مع الزَّمن، ولا يتغيَّر التَّباين بينهما على الرَّغم من أنَّ السِّلسلتَين يمكن أن تكونا غيرَ مستقرَّتَين[1].

تمَّ استخدام اختبار "Johansen" للتَّكامل المشترك، وهذا لأهمِّيتِه في نظريَّة التَّكامل المشترك بالنِّسبة إلى المزيج الخطِّي الذي يحدِّد معادلة التّكامل المشترك.

جدول (4-10) اختبار التّكامل المشترك (اختبار الأثر واختبار القيمة العظمى)

Test Trace				Maximum Eigenvalue			
Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05- Critical Value	Prob.**	Hypothesized No. of CE(s)	Max-Eigen Statistic	0.05- Critical Value	Prob.**
None *	64.78217	47.85613	0.0006	None *	33.91627	27.58434	0.0067
At most 1 *	30.86590	29.79707	0.0375	At most 1*	22.32732	17.13162	0.0157
At most 2	63.11335	47.85613	0.0010	At most 2*	27.66865	27.58434	0.0488
At most 3 *	35.44470	29.79707	0.0100	At most 3	16.60507	21.13162	0.1915
At most 4 *	18.83963	15.49471	0.0151	At most 4*	15.30317	14.26460	0.0341
At most 5 *	74.34578	47.85613	0.0000	At most 5 *	43.50812	27.58434	0.0002
At most 6	30.83766	29.79707	0.0378	At most 6*	21.03085	19.13162	0.0095
At most 7 *	19.84622	15.49471	0.0103	At most 7 *	14.26460	13.70873	0.0411

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يتَّضح من الجدول (4-10) وعند إجراءِ اختبار علاقاتِ التّكامل المشترك لـــ جوهانسن للمتغيِّرات المدروسة، تبيِّن وجود تكاملٍ مشتركٍ بين المتغيِّرات، حيثُ يتَّضح من نتائج اختبارَي الأثر والقيمة المميَّزة العظمى رفضُ الفرضيَّة الصفريَّة حول عدمِ وجود التّكامل المشتركِ بين المتغيِّرات عند مستوى معنويَّة 5%، حيث إنَّ القيم المحسوبة لاختبارِ الأثرِ أكبرُ من القيم الجدوليَّة، وبالتّالي فإنَّ اختبار الأثرِ يبيِّن رفضَ الفرضيَّة الصفريَّة، ومنه يوجد أكثرُ من متَّجهٍ للتَّكامل المشترك (علاقة طويلة الأجل) بين المتغيِّرات، إلَّا أنَّه لم يحدِّد طبيعة هذه العلاقةِ، ولتحديد ذلك لا بدَّ من تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجَّه VECM.

كما أكَّدت نتائج اختبارِ القيمة المميَّزة العظمى نتائجَ اختبار الأثرِ، وهو قبول الفرضيَّة البديلة حول وجودِ أكثرَ من متَّجهٍ للتَّكامل المشترك.

[1] علي، رغد جلال، والزبيدي، خالد محمد، ومحمود، زهرة هادي، تحليل اقتصادي لاستجابة عرض محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التّكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة (1980-2014)، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية، المجلد 17، العدد 1، 2017، ص ص274-286.

وهذا يعني أنَّ مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة متكاملٌ تكاملاً مشتركاً مع بقيَّة المتغيِّرات المفسِّرة له، أي إنَّه هناك توليفة خطيَّة ساكنةٌ بين مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة والمتغيِّرات المفسِّرة له، ممَّا يدلُّ على وجود علاقةٍ توازنيَّة طويلة الأجلِ بين المتغيِّرات.

3-3-4 إيجاد معادلةِ التّكامل المُشترَك بطريقةِ المُربَّعات الصُّغرى المُصحَّحة كلِّيًّا:

Fully Modified Least Squares (FMOLS):

طريقةُ (FMOLS) هي طريقةُ تصحيح لا معلمية لطريقةِ المربَّعات الصُّغرى العاديَّة (Ordinary Least square Method) أوجدها الباحثان Phillips and Hansen (1990) و Phillips (1995) في محاولة للتَّخلُّص من التَّحيز من الدَّرجة الثَّانية، إذ إنَّ الفكرة الأساسيَّة لهذه الطَّريقة هي الحصول على وسيطٍ غير متحيِّز ومقاربٍ للتَّوزيع الطَّبيعيِّ Asymptotically Normal.[1]

حيث ترتكز هذهِ الطَّريقة على إجراءِ تحويلاتٍ في المتغيِّر المعتمد (تصحيح لا معلمي)، وفي الخطوة الثَّانية يتمُّ تصحيح مقدَّرات طريقةِ الـــ OLS في الانحدار لتعديلِ المتغيِّر التّابع، لذلك سُمِّيت بطريقةِ المربَّعات الصُّغرى المعدَّلة FMOLS.

الجدول (4-11) معادلة التّكامل المُشترَك بطريقة المُربعات الصُّغرى المُصحَّحة كلِّيًّا للعلاقة بين المتغيِّرات التّفسيرية ومؤشر القيمة السُّوقيّة

Dependent Variable: DLMC				
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINV	0.0301937	0.312860	0.965084	0.3667
DLFDI	0.0147377	0.091309	1.614044	0.1506
DLFB	0.0531957	0.449603	10.07990	0.0000
DLFS	- 0.0994639	0.484496	-8.244936	0.0001
DLGDP	0.0835388	0.212577	3.929812	0.0057
DLEX	0.0111670	0.105839	1.055090	0.3264
DR	- 0.021948	1.053545	-3.046365	0.0187
C	6.240300	1.553029	4.018148	0.0051
R-squared		0.842970	Mean dependent var	0.127636
Adjusted R-squared		0.685940	S.D. dependent var	0.457329
S.E. of regression		0.256292	Sum squared reside	0.459798
Long-run variance		0.010931		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتج من الجدول (4-11) ما يلي:

[1] عبد الرزاق، كنعان عبداللطيف، والجبوري، أنسام خالد حسن، دراسة مقارنة في طرائق تقدير انحدار التّكامل المشترك مع تطبيق عملي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة العاشرة، العدد الثالث والثّلاثون، 2012، ص ص151-172.

تشير معاملات الانحدار إلى أن مبيعات الأجانب وسعر الفائدة، على علاقة عكسية مع القيمة السُّوقية، في حين أنَّ الاستثمار المحلِّي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومشتريات الأجانب، والنَّاتج المحلِّي الإجماليّ، وسعر الصرف، على علاقة طردية مع القيمة السُّوقية.

- تأخذ معادلة الانحدار الشكل التّالي:

DLMC = 0.030*DLINV + 0.014*DLFDI + 0.053*DLFB - 0.099*DLFS + 0.083*DLGDP + 0.011*DLEX - 0.021*DR+ 6.240

نستنتج من المعادلة الَّسابقة ما يلي:

- التَّغيُّر في مشتريات الأجانب (DLFB)، يؤثِّر طردياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLFB) بمقدار 1% ستؤدي إلى زيادة (DLMC) بمقدار 0.053.
- التّغيُّر في مبيعات الأجانب (DLFS)، يؤثِّر عكسياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLFS) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى نقصان (DLMC) بمقدار 0.099.
- التَّغيُّر في النَّاتج المحلِّي الإجماليّ (DLGDP)، يؤثِّر طردياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLGDP) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DLMC) بمقدار 0.083.
- التَّغيُّر في سعر الفائدة (DR)، يؤثِّر عكسياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DR) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى نقصان (DLMC) بمقدار 0.021.

بلغت قيمة معامل التّحديد (Adjusted R-squared = 0.6859)، وهذا يعني أنَّ المتغيِّرات التَّفسيريَّة تفسر حوالي 68.59% من التَّغيُّرات التي تحدث في المتغيِّر التَّابع، والباقي عبارة عن أثر المتغيِّرات الأخرى غير المضمَّنة في النَّموذج، وهذه القيمة تدلُّ على جودة توفيق النَّموذج.

كما يتضح من نتائج التحليل المبيّنة بالجدول أعلاه وجود علاقة ذات دلالة معنويّة بين تعاملات الأجانب والقيمة السوقيّة وفقاً لاختبار (t) عند مستوى معنوية (5%)، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعامل الانحدار للعلاقة بين مشتريات الأجانب والقيمة السوقيّة (10.079) بمستوى دلالة (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى الدلالة المفروض (5%). في حين بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعامل الانحدار للعلاقة بين مبيعات الأجانب والقيمة السوقيّة (8.244-) بمستوى معنوية (0.000) وهذه القيمة أقل من مستوى الدلالة المفروض (5%).

مما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل والذي يشير إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين تعاملات الأجانب والقيمة السوقيّة.

كما يتضح أيضاً من الجدول أعلاه وجود علاقة ذات دلالة معنويّة بين الناتج المحلي الإجمالي والقيمة السوقيّة وفقاً لاختبار (t) عند مستوى معنوية (5%)، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعامل الانحدار للعلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي والقيمة السوقيّة (3.9298) بمستوى دلالة (0.005) وهذه القيمة أقل من مستوى الدلالة المفروض (5%). في حين بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعامل الانحدار للعلاقة بين سعر الفائدة والقيمة السوقيّة (3.046-) بمستوى معنوية (0.018) وهذه القيمة أقل من مستوى الدلالة المفروض (5%).

بينما يتضح عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغيرات التالية (الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، وسعر الصرف) والقيمة السوقيّة، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعاملات الانحدار للمتغيرات المذكورة آنفاً والقيمة السوقيّة على التوالي (0.965, 1.614, 1.055) بمستوى دلالات بلغت على التوالي (0.326, 0.150, 0.366)، وهذه القيم أكبر من مستوى الدلالة المفروض (5%).

الأمر الذي يعني قبول فروض العدم التي تشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر القيمة السوقيّة.

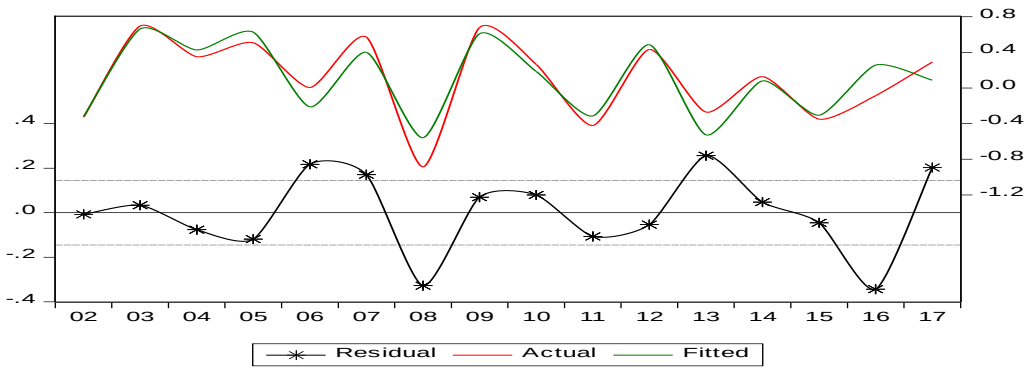
إنَّ النتائج التي تم التوصل إليها من خلال تقدير الانحدار بين الاستثمار والقيمة السُّوقية في سوق اسطنبول للأوراق المالية خلال الفترة 2001-2017، تتفق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (عيساوي، 2016) والتي توصلت إلى وجود تأثير للاستثمار الأجنبي غير المباشر على القيمة السُّوقية في سوق العراق وسوق عمان للأوراق الماليَّة. كذلك تتفق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (Abu Shanab., 2017) التي توصلت إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للناتج المحلي الإجمالي وتعاملات الأجانب بيعاً وشراءً على القيمة السُّوقيّة.

وحتَّى يكون الانحدار السَّابق غيرَ زائفٍ، وليكون هناك علاقةٌ طويلة الأجل بين المتغيِّرات يجب أن تكون البواقي مستقرَّة، لذلك نلجأ إلى اختبار موثوقيَّة النَّموذج.

4-3-3-1 اختبارُ استقرار البواقي:

بهدفِ اختبار استقرارِ البواقي تمَّ رسم بياني لقيمِ بواقي التَّقدير، كما هو مبيَّنٌ بالشَّكل (4-4)، حيثُ يُلاحظ من الشَّكل أدناه تقاربُ القيم المقدَّرة من القيم الحقيقيَّة، ممَّا يشير إلى جودة الأُنموذج المقدَّر.

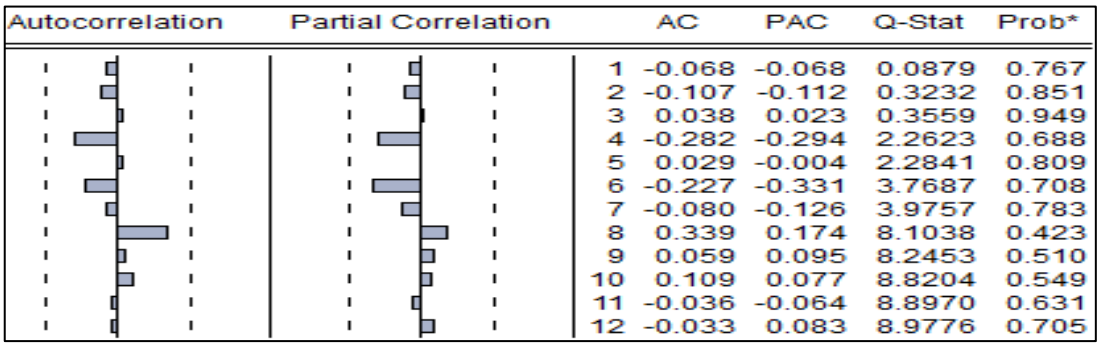
الشكل (4-4) اختبار استقرار البواقي لمعادلة التّكامل المشترك بين الاستثمار والقيمة السوقية



4-3-3-2 اختبار الارتباطِ الذَّاتيِّ للبواقي:

تمَّ فحص معاملاتِ الارتباط الذَّاتيِّ لبواقي التّقدير بهدف اختبارِ استقراريَّة سلسلة البواقي، والشَّكل (4-5) يبيِّن دالتَي الارتباط الذَّاتيِّ والجزئيِّ لسلسلة البواقي لمعادلة التَّكامل المشتركِ بين الاستثمار ومؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، حيثُ تبيَّن أنَّ معظم هذه الدَّوالِّ وعند مجموعة كبيرةٍ من الفجوات تقع داخل مجال الثِّقة، وبالتَّالي لا يوجد ارتباطٌ ذاتيٌّ بين المتغيِّرات والسَّلاسل مستقرَّة، حيث نلاحظ أنَّ قيمة احتماليَّة Q-stat أكبرُ من 0.05.

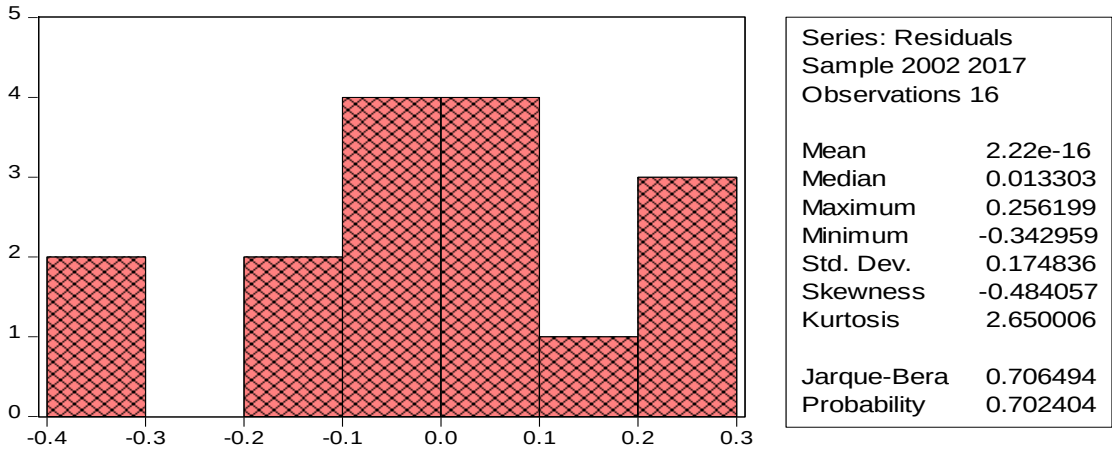
الشكل (4-5) دالَّتي الارتباط الذَّاتي والجزئيِّ لسلسلة البواقي لمعادلة التّكامل المشتركِ بين الاستثمارِ والقيمة السوقية



	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
1	-0.068	-0.068	0.0879	0.767
2	-0.107	-0.112	0.3232	0.851
3	0.038	0.023	0.3559	0.949
4	-0.282	-0.294	2.2623	0.688
5	0.029	-0.004	2.2841	0.809
6	-0.227	-0.331	3.7687	0.708
7	-0.080	-0.126	3.9757	0.783
8	0.339	0.174	8.1038	0.423
9	0.059	0.095	8.2453	0.510
10	0.109	0.077	8.8204	0.549
11	-0.036	-0.064	8.8970	0.631
12	-0.033	0.083	8.9776	0.705

وقد بيَّن اختبارُ التَّوزيع الطَّبيعيِّ لأخطاء معادلةِ التّكامل المشتركِ بين الاستثمار ومؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، كما في الشَّكل (4-6) أنَّ أخطاء النَّموذج تتبع التَّوزيع الطَّبيعيَّ، لأنَّ إحصائيَّة Jarque-Bear = 0.706)، وهي أصغرُ من 5.99، كما أنَّ الاحتماليَّة تساوي (Prob. = 0.702)، وهي أكبرُ من مستوى المعنويَّة 5%.

الشكل (4-6) اختبار التّوزيع الطَّبيعيِّ لأخطاء معادلة التّكامل المشتركِ بين الاستثمار والقيمة السوقية



4-3-4 اختبار السَّببيَّة:

لتحديد اتِّجاهِ العلاقة بين المتغيِّرات أُجري اختبارُ Granger causality للعلاقة السَّببيَّة بين المتغيِّرات المستقلَّة متمثِّلةً بـــ الاستثمار المحلِّي، والاستثمار الأجنبيِّ، وتعاملات الأجانب، والنَّاتج المحلِّي الإجماليِّ، وسعر الصرف، وسعر الفائدة والمتغيِّر التّابع متمثِّلاً بمؤشِّر القيمة السُّوقيَّة.

ومن شروط استعمال اختبار العلاقات السَّببيَّة أن تكون المتغيِّرات المستعملة مستقرَّة، لذلك سيستخدم في الاختبارات الفروقُ الأولى لكلِّ المتغيِّرات قيد الدِّراسة، وذلك بعد أخذ المتغيِّرات بصيغتها اللُّوغاريتميَّة باستثناء متغير سعر الفائدة، مع أخذ فجواتٍ زمنيَّة مساوية لـــ 1 (Lags: 1)، كما هو مبيَّنٌ بالجدول (4-12).

وقد تمَّ التَّوصُّل إلى النَّتائج المعروضة في الجدول (4-13)، وذلك لاختبار فرضيَّات العدم التّالية:

H0: الاستثمار المحلِّي (DLINV) لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا يؤثِّر في الاستثمار المحلِّي (DLINV).

H0: الاستثمار الأجنبيُّ المباشر (DLFDI) لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا يؤثِّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر (DLFDI).

H0: مشتريات الأجانب (DLFB) لا تؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا يؤثِّر في مشتريات الأجانب (DLFB).

H0: مبيعات الأجانب (DLFS) لا تؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا يؤثِّر في مبيعات الأجانب (DLFS).

H0: النَّاتج المحلِّي الإجماليُّ (DLGDP) لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا يؤثِّر في النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ (DLGDP).

H0: سعر الصرف (DLEX) لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا يؤثِّر في سعر الصرف (DLEX).

H0: سعر الفائدة (DR) لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا يؤثِّر في سعر الفائدة (DR).

الجدول (4-12) اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار ومؤشر القيمة السُّوقيَّة

فرضية العدم	Obs	F-Statistic	Prob.
DLINV does not Granger Cause DLMC	15	0.34162	0.5697
DLMC does not Granger Cause DLINV	15	12.2488	0.0044
DLFDI does not Granger Cause DLMC	15	0.01105	0.9180
DLMC does not Granger Cause DLFDI	15	5.46870	0.0375
DLFB does not Granger Cause DLMC	15	0.07745	0.7855
DLMC does not Granger Cause DLFB	15	2.95279	0.1114
DLFS does not Granger Cause DLMC	15	0.04614	0.8335
DLMC does not Granger Cause DLFS	15	8.72356	0.0121
DLGDP does not Granger Cause DLMC	15	0.27914	0.6069
DLMC does not Granger Cause DLGDP	15	5.72424	0.0340
DLEX does not Granger Cause DLMC	15	0.16527	0.6915
DLMC does not Granger Cause DLEX	15	3.23071	0.0975
DR does not Granger Cause DLMC	15	6.00589	0.0306
DLMC does not Granger Cause DR	15	0.01912	0.8923

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتج من الجدول أعلاه ما يلي:

- الاستثمار المحلِّي لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال تساوي 0.5697، فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الأولى (الاستثمار المحلِّي لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة)، في حين مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة يؤثِّر في الاستثمار المحلِّي، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0044، فهي أصغرُ تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الثَّانية، وبالتَّالي توجد علاقةٌ سببيَّةٌ أحاديَّة الاتِّجاه من مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة إلى الاستثمار المحلِّي.

- الاستثمار الأجنبيُّ المباشر لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.9180، فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثَّالثة (الاستثمار الأجنبيُّ المباشر لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة)، في حين أنَّ مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة يؤثِّرُ في الاستثمار

الأجنبيِّ المباشر، باعتبار أنَّ نسبةَ الاحتمال 0.0375، فهي أصغرُ تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الرَّابعة، وبالتّالي توجد علاقةٌ سببيَّة أحاديَّة الاتِّجاه من مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة باتِّجاه الاستثمار الأجنبيِّ المباشر.

- مشتريات الأجانبِ لا تؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.7855 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الخامسة (مشترياتُ الأجانب لا تؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة)، كذلك مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة لا يؤثِّر في مشتريات الأجانب، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.1114، فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم السَّادسة، وبالتّالي لا توجد علاقةٌ سببيَّةٌ بين مشتريات الأجانبِ ومؤشِّر القيمة السُّوقيَّة.
- مبيعات الأجانبِ لا تؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.8335 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم السَّابعة (مبيعاتُ الأجانب لا تؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة)، في حين أنَّ مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة يؤثِّر في مبيعات الأجانبِ، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0121، فهي أصغرُ تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الثَّامنة، وبالتّالي توجد علاقةٌ سببيَّةٌ أحاديَّة الاتِّجاه من مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة باتِّجاه مبيعات الأجانب.
- النَّاتج المحلِّي الإجماليُّ لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.6069 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم التّاسعة (النَّاتج المحلِّي الإجماليُّ لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة)، في حين يؤثِّر مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة في النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0340 فهي أصغرُ تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم العاشرة، وبالتّالي توجد علاقةٌ سببيَّة أحاديَّة الاتِّجاه من مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة باتِّجاه النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ.
- سعر الصرف لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.6915 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الحادية عشرةَ (سعر الصرف لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة)، كذلك لا يؤثِّر مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة في سعر الصرف، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0975 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثانيةَ عشرةَ، وبالتّالي لا توجد علاقةٌ سببيَّةٌ بين سعر الصرف ومؤشِّر القيمة السُّوقيَّة.
- سعر الفائدة يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0306 فهي أصغر تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الثالثةَ عشر (سعر الفائدة لا يؤثِّر في مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة)، في حين يؤثِّر مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة لا يؤثر في سعر الفائدة، باعتبار أنَّ نسبة

الاحتمال 0.8923، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الرَّابعة عشر، وبالتّالي توجد علاقةٌ سببيَّة أحاديَّة الاتِّجاه من سعر الفائدة باتجاه مؤشِّر القيمة السُّوقيَّة.

5-3-4 تقديرُ نموذجِ تصحيح الخطأ (VECM):

تأتي مرحلةُ تحديد نموذجِ تصحيحِ الخطأ وتقديره بعد التّأكُّد من أنَّ كلَّ المتغيِّرات متكاملةٌ من نفس الدَّرجة، حيث يتمُّ إدخال حدِّ تصحيح الخطأِ من أجل دراسةِ السُّلوك الحركيِّ للنَّموذج، ويشير حدُّ تصحيح الخطأ إلى سرعةِ التّعديل، أي حالة عدم التّوازن نحو توازنٍ طويل المدى.

الجدول (4-13) نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة بين الاستثمار والقيمة السُّوقية

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

DR	DLLEX	DLGDP	DLFS	DLFB	DLFDI	DLINV	DLMC	Error Correction:
0.054053	-0.145510	0.295494	0.484362	0.411262	0.888537	0.462968	-0.308214	**CointEq1**
(0.03269)	(0.10436)	(0.09358)	(0.27010)	(0.27215)	(0.28912)	(0.08500)	(0.38448)	
[1.65356]	[-1.39435]	[3.15750]	[1.79329]	[1.51119]	[3.07325]	[5.44641]	[-0.80164]	
0.204003	0.071105	-0.071423	0.304966	0.254841	3.961949	0.594192	-2.272799	**DLMC(-1)**
(0.10523)	(0.33594)	(0.30126)	(0.86948)	(0.87607)	(0.93071)	(0.27364)	(1.23769)	
[1.93863]	[0.21166]	[-0.23708]	[0.35075]	[0.29089]	[4.25689]	[2.17144]	[-1.83633]	
-0.009079	-0.125168	0.068100	0.247670	0.295382	-0.101773	0.055495	0.729487	**DLINV(-1)**
(0.02510)	(0.08014)	(0.07187)	(0.20742)	(0.20899)	(0.22203)	(0.06528)	(0.29526)	
[-0.36165]	[-1.56186]	[0.94757]	[1.19406]	[1.41336]	[-0.45838]	[0.85012]	[2.47068]	
-0.268848	0.937517	-1.049473	-0.342416	-0.749167	-1.143078	-0.983096	-1.500537	**DLFDI(-1)**
(0.19705)	(0.62905)	(0.56412)	(1.62812)	(1.64047)	(1.74279)	(0.51240)	(2.31761)	
[-1.36439]	[1.49036]	[-1.86037]	[-0.21031]	[-0.45668]	[-0.65589]	[-1.91861]	[-0.64745]	
0.293096	-0.629495	0.801856	0.269309	0.538998	1.499125	0.632831	0.295549	**DLFB(-1)**
(0.18297)	(0.58412)	(0.52383)	(1.51183)	(1.52330)	(1.61831)	(0.47580)	(2.15207)	
[1.60185]	[-1.07767]	[1.53076]	[0.17813]	[0.35384]	[0.92635]	[1.33003]	[0.13733]	
-0.345968	0.267568	0.511036	-0.863767	-0.769418	-5.739335	-0.297292	3.386518	**DLFS(-1)**
(0.12847)	(0.41012)	(0.36779)	(1.06148)	(1.06953)	(1.13624)	(0.33407)	(1.51100)	
[-2.69304]	[0.65241]	[1.38949]	[-0.81374]	[-0.71940]	[-5.05118]	[-0.88992]	[2.24125]	
0.001076	1.117579	0.044546	0.069524	0.001422	-0.421099	0.180428	-0.451036	**DLGDP(-1)**
(0.03192)	(0.10190)	(0.09138)	(0.26373)	(0.26573)	(0.28231)	(0.08300)	(0.37542)	
[0.03372]	[10.9676]	[0.48749]	[0.26361]	[0.00535]	[-1.49163]	[2.17379]	[-1.20142]	
0.655505	1.526701	-1.011733	-3.376971	-3.986215	-2.365869	-1.415785	-6.449717	**DLEX(-1)**
(0.12478)	(0.39836)	(0.35724)	(1.03103)	(1.03885)	(1.10364)	(0.32448)	(1.46766)	
[5.25317]	[3.83250]	[-2.83210]	[-3.27534]	[-3.83715]	[-2.14369]	[-4.36320]	[-4.39457]	
0.361257	-3.690756	2.754632	9.892160	11.98171	5.686982	2.373744	18.47931	**DR(-1)**
(0.33289)	(1.06272)	(0.95303)	(2.75055)	(2.77141)	(2.94428)	(0.86565)	(3.91537)	
[1.08521]	[-3.47292]	[2.89040]	[3.59643]	[4.32332]	[1.93154]	[2.74216]	[4.71968]	
0.054053	-0.145510	0.295494	0.484362	0.411262	0.888537	0.462968	-0.308214	**C**
(0.03269)	(0.10436)	(0.09358)	(0.27010)	(0.27215)	(0.28912)	(0.08500)	(0.38448)	
[1.65356]	[-1.39435]	[3.15750]	[1.79329]	[1.51119]	[3.07325]	[5.44641]	[-0.80164]	
0.982677	0.983243	0.992117	0.980855	0.979670	0.983948	0.995979	0.936155	**R-squared**
0.962880	0.964091	0.983109	0.958976	0.956436	0.965602	0.991385	0.863189	**Adj. R-squared**
0.002480	0.025274	0.020326	0.169308	0.171885	0.193996	0.016769	0.343070	**Sum sq. resids**
0.018822	0.060088	0.053886	0.155521	0.156701	0.166475	0.048945	0.221382	**S.E. equation**
49.63645	51.34063	110.1285	44.82981	42.16560	53.63471	216.7566	12.83007	**F-statistic**
47.47381	28.90145	30.64460	13.68600	13.56511	12.59702	32.18326	8.036254	**Log likelihood**
-4.809227	-2.487681	-2.705575	-0.585750	-0.570639	-0.449627	-2.897907	0.120468	**Akaike AIC**
-4.374646	-2.053100	-2.270994	-0.151169	-0.136058	-0.015046	-2.463326	0.555049	**Schwarz SC**

0.212925	0.567561	6.466227	10.64296	10.67416	2.228332	5.131245	12.04374	**Mean dependent**
0.097694	0.317095	0.414613	0.767838	0.750774	0.897603	0.527316	0.598525	**S.D. dependent**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يتَّضح من النَّتائج المبيَّنة بالجدول أعلاه أنَّ أغلب معلمات النَّموذج معنويَّة، ولا سيَّما معلمة حدِّ تصحيح الخطأ (-0.308214) Error Correction عند مستوى دلالة 5%. وتشير هذه النَّتيجة إلى أنَّ هناك علاقةً طويلة الأجل بين المتغيِّرات المستقلَّة من جهةٍ والقيمة السُّوقيَّة من جهةٍ ثانيةٍ.

حدُّ تصحيح الخطأ يشيرُ أيضاً إلى أنَّ نسبة 30.82% من الخطأ يتمُّ تصحيحها خلال فترةٍ زمنيَّةٍ واحدةٍ (سنة)، الأمر الَّذي يعني أنَّ تصحيح الخطأ يحتاجُ إلى 3.24 سنة لتعودَ القيمة السُّوقيَّة إلى مستواها التَّوازنيِّ طويل الأجل بعد حصولِ أيَّةِ صدمةٍ في أحد المتغيِّرات التَّفسيريَّة.

وقد بلغت قيمةُ معامل التَّحديد المعدل 86.31%، وهو ما يدلُّ على جودةِ توفيق النَّموذج ومقدرتِهِ في تفسير التّغيُّرات في القيمة السُّوقيَّة، حيث إنَّ التَّغيُّرات في المتغيِّرات المستقلَّة من المحتمل أن تفسِّر 86.31% من التَّغيُّرات في القيمة السُّوقيَّة.

1-5-3-4 اختبارات التَّأكُّد من موثوقيّة VECM:

حيث تمَّ استخدام الاختباراتِ التّالية للتَّأكُّد من موثوقيَّة أنموذج تصحيح الخطأ: اختبار استبعاد التّباطؤات (Wald Test for lag exclusion)، واختبار الارتباط الذَّاتيِّ للبواقي (LM test for Serial Correlation)، واختبار التّوزيع الطَّبيعيِّ (Normality)، واختبار ثبات التّباين للأخطاء.

الجدول (4-14)

VEC Lag Exclusion Wald Test (Chi-squared test statics for lag exclusion) for lag: 1 (Joint test)	P-Value
	0.373
VEC Residual Serial Correlation LM test for lag: 1	P-Value
	0.645
VEC Residual Normality test –Joint J-B test	P-Value
1.8607	0.581
ثبات تجانس الأخطاء Joint test	
Chi-sq	0.763

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

حيث تؤكِّد الاختباراتُ المبيَّنة في الجدول (4-14) موثوقيَّة اختبار نموذج تصحيحِ الخطأ للعلاقة بين الاستثمارِ والقيمة السُّوقيَّة.

الفصل الخامس

قياس أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في الاقتصادِ المصريَّ

المبحث الأوَّل: الخصائص الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدَّروسة في الاقتصادِ المصريِّ.

المبحث الثَّاني: علاقة الاستثمار بعوائد الأسهم في الاقتصاد المصريِّ.

المبحث الثَّالث: علاقة الاستثمار بمؤشِّر القيمة السُّوقيَّة في الاقتصاد المصريِّ.

المبحث الرَّابع: دراسة قياسيَّة لأثر الاستثمار في أسعار الأسهم في الاقتصاد التُّركيِّ والمصريِّ باستخدام نماذج الـ (Panel Data).

تمهيد:

بعد التَّحليل النظريِّ لأثر الاستثمار في أسعار الأسهم من خلال مختلف النظريَّات الاقتصاديَّة التي تطرَّقت لهذا الموضوع، وبعد الدِّراسة التحليليَّة للعلاقة بين الاستثمار وأسعار الأسهم ومجموعة من المتغيِّرات الاقتصاديَّة الكليّة، سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بدراسة قياسيَّة لعلاقة الاستثمار بأسعار الأسهم، وذلك من خلال استخدام البرنامج الإحصائيِّ Eviews10، وذلك باتِّباع خطوات منهج الاقتصاد القياسيِّ.

هناك العديد من قنوات الانتقالِ التي يمكن للاستثمارِ أن يؤثِّر من خلالها في أسعارِ الأسهم في سوق الأوراق الماليَّة، لذا فإنَّ الهدف الرئيسيَّ من وراء هذه الدِّراسة يكمن في قياس ودراسة الآثار التي يمكنُ أن يحدثها الاستثمار على أسعارِ الأسهم، من خلال مجموعةٍ من الاختبارات الإحصائيَّة، لغرضِ اكتشاف خصائصِها الجوهريَّة، التي تُعتبر ضروريَّة لمعالجة إحصائيَّةٍ سليمةٍ للمتغيِّرات المدروسة. واستخدام الطُّرق القياسيَّة والإحصائيَّة التي تعتَبر وسيلةً وأداة هامَّة في فهم الظَّواهر الاقتصاديَّة بالاعتماد على العلاقات السببيَّة بين مختلفِ المتغيِّرات لصياغة النَّموذج وتقديرِهِ وفق الدِّراسات الاقتصاديَّة والإحصائيَّة خلال الفترة 2001-2017.

لذلك فقد تمَّ تقسيمُ هذا الفصل إلى المباحث التَّالية:

المبحث الأوَّل: الخصائص الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدروسة في الاقتصاد المصريِّ.

المبحث الثَّاني: علاقة الاستثمار بعوائد الأسهم في الاقتصادِ المصريِّ.

المبحث الثَّالث: علاقة الاستثمار بمؤشِّر القيمةِ السُّوقيَّة في الاقتصاد المصريِّ.

المبحث الرَّابع: دراسة قياسيَّة لأثر الاستثمار في أسعار الأسهم في الاقتصاد التُّركيِّ والمصريِّ باستخدام نَّماذج الـــ (Panel Data).

المبحث الأوَّل

الخصائص الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدروسة في الاقتصاد المصريِّ

قبل استخدام أيَّةِ مجموعة من البيانات –وبيانات السَّلاسل الزمنيَّة على وجه الخصوص– في أيَّة دراسةٍ كانت، لا بدَّ من معالجتها بشكلٍ جيِّدٍ (Validating Data)، من خلال إخضاعِها لمختلف الاختباراتِ البيانيَّة والإحصائيَّة التي تسمح باكتشافِ مميِّزاتها وخصائصِها الإحصائيَّة الجوهريَّة، وتقدِّم صورةً واضحة عن كيفيَّة تطوُّر سلوكِ المتغيِّرات التي تعبِّر عنها.

1-1-5 فترة الدِّراسة ومصادر بيانات متغيِّراتها:

سيتمُّ استخدام الأساليب القياسيَّة الحديثة في اختبار العلاقة بين الاستثمار وأسعار الأسهم في الاقتصاد المصريِّ، وذلك من خلال تحليل السَّلاسل الزمنيَّة السَّاكنة. بهدف الوصول إلى نتائج واقعيَّة وتحليل سليمٍ ومنطقيٍّ للعلاقات الاقتصاديَّة، وبالتَّالي تجنُّب النَّتائج المضلِّلة التي يتمُّ الحصول عليها في الغالب بطرق الانحدار التقليديَّة في حالة عدمِ سكونِ السَّلاسل الزمنيَّة.

حيث يَستهدف هذا المبحثُ الخصائص الإحصائيَّة للمتغيِّرات المدروسة، من خلال استخدام سلسلةٍ زمنيَّة سنويَّة تضمُّ (17) مشاهدةً، خلال الفترة 2001-2017. وقد تمثَّلت المتغيِّرات التي تضمَّنتها هذه الدِّراسة في أربعة متغيِّرات رئيسيَّة مستقلَّة هي: الاستثمار المحليُّ معبَّراً عنه بإجماليِّ تكوين رأس المالِ الثَّابت بالأسعار الجارية بالدُّولار الأمريكي (INV)، والاستثمار الأجنبيِّ المباشر (FDI)، وتعاملات الأجانبِ في سوق الأوراق الماليَّة المصريَّة بيعاً (FS) وشراءً (FB). كذلك تمَّت إضافة سبع متغيِّرات تفسيريَّة على النَّحو التَّالي: النَّاتج المحليُّ الإجماليُّ بالأسعار الجارية مقدَّراً بالدولار الأمريكي (GDP)، ونصيب الفرد من النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ بالدُّولار الأمريكي (PGDP)، والتضخُّم مُقاساً بالرَّقم القياسيِّ لأسعار المستهلك (INF)، وسعر الصرف (EX)، والعرض النقدي (M2)، وإجماليِّ الدَّين الخارجيِّ (TED)، وأخيراً سعر الفائدة (R). وتمَّ اختيار المتغيِّرات التفسيريَّة استناداً لمعطيات النظريَّة الاقتصاديَّة والمعلومات المُتاحة من الدِّراسات السَّابقة، في حين تمثَّلت المتغيِّرات التابعة في هذه الدِّراسة بـــ: عوائد الأسهم (RE)، والقيمة السُّوقيَّة للأسهم (MC).

حيث تمَّ الحصول على هذه البيانات من قاعدةِ البنك الدوليِّ (مؤشِّرات التَّنمية العالميَّة)، والموقع الرسميِّ للبورصة المصريَّة، والتقارير السنويَّة للبنك المركزيِّ المصريِّ.

وتمثِّل عمليَّة توصيف الأنموذج القياسيِّ وتحديد مفاصله الرئيسيَّة خطوةً مهمةً لبناء أيِّ نموذجٍ قياسيٍّ، سواء كان هذا النَّموذج معادلةً منفردةً أم مجموعةً من المعادلات، ويعتمد ذلك على طبيعة الظَّاهرة الاقتصاديَّة المراد دراستها.

وبهدف تحقيق بعض التَّجانس في أحجام الأرقام الإحصائيَّة المستخدمة في الدِّراسة، ولأجل استبعاد تأثير الاتِّجاه العامِّ (Trend) من التَّقلُّبات الدوريَّة للمتغيِّرات، حُوِّلت البيانات الأصـــليَّة إلى اللوغاريتمات الطبيعيَّة باستثناء سعر الفائدة (R)، والتضخم (INF) وعوائد الأسهم (RE)، وذلك كون سعر الفائدة والتضخم معدلات فلا يجوز أخذ اللوغاريتم، وكذلك لأنَّ عوائد الأسهم تحتوي على قيم سالبة كما هو مبيَّنٌ بالمعادلات التَّالية:

$$RE = \beta_0 + \beta_1 LINV + \beta_2 LFDI + \beta_3 LFS + \beta_4 LFB + \beta_5 LGDP + \beta_6 LPGDP + \beta_7 INF + \beta_8 LEX + \beta_9 LM2 + \beta_{10} LTED + \beta_{11} R + \varepsilon \quad \ldots\ldots 1$$

$$LMC = \beta_0 + \beta_1 LINV + \beta_2 LFDI + \beta_3 LFS + \beta_4 LFB + \beta_5 LGDP + \beta_6 LPGDP + \beta_7 INF + \beta_8 LEX + \beta_9 LM2 + \beta_{10} LTED + \beta_{11} R + \varepsilon \quad \ldots\ldots 2$$

حيث أن:

LINV: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي تكوين رأس المال الثَّابـــت بالأســـعار الجاريـــة بالـــدُّولار الأمريكي.

LFDI: اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار الأجنبي المباشر.

LFS: اللوغاريتم الطبيعي لمبيعات الأجانب في سوق مصر للأوراق الماليَّة.

LFB: اللوغاريتم الطبيعي لمشترياتُ الأجانب في سوق مصر للأوراق الماليَّة.

LGDP: اللوغاريتم الطبيعي للنَّاتج المحلِّي الإجماليّ بالأسعار الجارية.

LPGDP: اللوغاريتم الطبيعي لنصيب الفرد من النَّاتج المحلِّي الإجماليّ بالدولار الأمريكي.

INF: معدَّل التّضخُّم معبَّراً عنه بالرَّقم القياسيِّ لأسعار المستهلك.

LEX: اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف، حيث تم الاعتماد على سعر صرف العملة المحلية (الجنيه المصري) مقابل الدولار الأمريكي على اعتبار أن الدولار من العملات المتداولة على نحو واسع في معظم دول العالم.

LM2: اللوغاريتم الطبيعي للعرض النقدي، حيث تم الاعتماد على التعريف الواسع للنقود (M2) في هذه الدراسة.

LTED: اللوغاريتم الطبيعي لإجماليُّ الدَّين الخارجيِّ.

R: سعر الفائدة.

RE: عوائد الأسهم وتم حسابها وفق العلاقة التاليّة: $RE = R_t - R_{t-1} / R_{t-1}$، حيث أنَّ:

R_t: سعر السهم في الفترة (t) وR_{t-1}: سعر السهم في الفترة (t-1)

LMC: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السُّوقيَّة لأسهم الشركات لمدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة 2001-2017.

(β0, β1, β2 , β3 , β4 , β5 , β6 , β7 , β8 , β9 , β10 , β11): معاملات النَّموذج.

ε: الخطأ العشوائيُّ.

إنَّ هذه النماذجَ الموسَّعة تشمل جميع متغيِّرات الدراسة التي سيتمُّ اختبارها، وذلك باستخدام أساليب إحصائيَّة متعدِّدة، لتحديد المتغيِّرات التي ستشملها النَّماذج والمتغيِّرات التي سيتمُّ استبعادها، ثمَّ نقوم بتقدير النَّموذج الأمثل الذي يحقِّق الهدف المرتقب من هذه الدراسة.

إنَّ الخطوة الأولى في عمليَّة تحليل السَّلاسل الزمنيَّة هو رسم مشاهدات المتغيِّرات لمعرفة الاتِّجاه العامِّ لها[1]. حيث تعتَبر استقراريَّة المتغيِّرات المدروسة كلًّا منها على حدةٍ شرطاً لازماً من أجل إجراء الدِّراسة القياسيَّة، حيث إنَّ استخدام سلاسل زمنيَّة غير مستقرَّة في معادلات الانحدار تعطينا نتائجَ مضلِّلة وغير حقيقيَّة. والرَّسم البيانيُّ في المحلق رقم (3) يبيِّن الخصائص المهمَّة للسَّلاسل الزمنيَّة المدروسة، حيث يُلاحظ من الملحق رقم (3) أنَّها غير مستقرَّة، فهي تعاني من مشكلة الاتِّجاه العامِّ، ممَّا يدلُّ على عدم سكون السَّلاسل الزمنيَّة المدروسة، ولتأكيد ذلك أو نفيه يتطلَّب الأمر إجراء الاختبارات الخاصَّة باستقرار السَّلاسل الزمنيَّة.

[1] رشاد، ندوى خزعل، مرجع سبق ذكره، ص ص 267-288.

2-1-5 تحليلٌ وصفيٌّ للمتغيِّرات المدروسة:

سيتمُّ من خلال هذه الخطوة حسابُ مختلف الإحصائيَّات الوصفيَّة للبيانات (المتوسِّط، الوسيط، القيمة العظمى، القيمة الدُّنيا، الانحراف المعياريُّ، معامل التفرطح، والالتواء) بالإضافة إلى إحصائيَّة Jarque-Bera التي تسمح لنا باختبار فرضيَّة التَّوزيع الطبيعيِّ لدى السِّلاسل المدروسة.

حيث إنَّ القيمة المعياريَّة لهذا الاختبار هي (5.99) وبالتَّالي تتبع البيانات التَّوزيع الطبيعيَّ إذا كانت إحصائيَّة 5.99 ≤ (Jarque-Bear) وكذلك 0.05 < Probability، وكما هو موضَّح بالجدول (5-1) فإنَّ قيمة (Jarque-Bear) بالنسبة لمعظم المتغيِّرات المدروسة هي أصغر من (5.99) وكذلك قيمة الاحتماليَّة هي أكبر من (0.05)، وبالتَّالي تتبع المتغيِّرات المدروسة التَّوزيع الطبيعيَّ، باستثناء المتغيَّرات التَّالية: التضخم، سعر الصرف، وسعر الفائدة، وإجماليُّ الدَّين الخارجيِّ، حيث كانت إحصائيَّة 5.99 ≤ (Jarque-Bear) وكذلك 0.05> Probability، وبالتالي فإنَّ هذه المتغيرات لا تخضع للتوزيع الطبيعي.

الجدول (5-1) اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

variables	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis	J-B	Prb.
LINV	3.315	3.555	3.871	2.484	0.475	-0.568	1.726	2.064	0.356
LFDI	8.137	8.572	9.297	5.375	1.173	-1.174	3.048	3.907	0.141
LFB	7.456	7.833	9.346	4.268	1.552	-0.682	2.248	1.717	0.423
LFS	7.528	7.957	9.383	3.671	1.669	-0.941	2.849	2.525	0.282
LGDP	5.122	5.236	5.805	4.356	0.539	-0.162	1.441	1.794	0.407
LPGDP	7.620	7.736	8.173	6.951	0.439	-0.172	1.466	1.749	0.416
INF	0.102	0.100	0.295	0.022	0.063	1.573	6.014	13.44	0.00
LEX	1.858	1.759	2.878	1.378	0.342	1.682	6.139	14.12	0.00
LM2	4.913	4.981	5.580	4.232	0.457	-0.168	1.641	1.387	0.499
R	0.128	0.125	0.181	0.110	0.016	2.061	7.943	29.35	0.00
LTED	3.646	3.561	4.406	3.339	0.294	0.1367	4.049	6.075	0.047
RE	0.302	0.241	1.498	-0.564	0.558	0.454	2.775	0.621	0.732
LMC	4.075	4.129	4.915	3.302	0.463	-0.249	2.240	0.585	0.746

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

3-1-5 اختبار الارتباط الذَّاتيِّ للسَّلاسل الزمنيَّة المدروسة:

للكشف عمَّا إذا كانت السَّلاسل محلُّ الدِّراسة مستقرَّةً أم لا نستخدم دوالَّ الارتباط الذَّاتيِّ Autocorrelation ودوالَّ الارتباط الجزئيِّ Partial correlation، وبعد أن تمَّ استخراج هذه القيم لكلِّ السَّلاسل، كما هو موضَّحٌ في الملحق رقم (4)، تبيَّن أنَّ أغلب دوالَّ المتغيِّرات

المدروسة وعند مجموعة كبيرة من الفجوات تقع خارج مجال الثِّقة، وبالتَّالي يوجد ارتباط ذاتيٌّ بين المتغيِّرات والسَّلاسل غير مستقرَّة، حيث نلاحظ أنَّ قيمة احتماليَّة Q-Stat أقل من 0.05.

1-4-5 اختبارُ جذر الوحدة (Unit Root Test): أصبح إخضاعُ المتغيّرات المستخدمة في أيَّة دراسةٍ تحليليَّة لاختبار الاستقرار من المسلَّمات في الدِّراسات التطبيقيَّة؛ لما لموضوع استقرار المتغيِّرات من أهميَّة قصوى في دقَّة نتائج التَّحليل[1].

وتكتسب خاصيَّة الاستقراريَّة أهميَّة بالغة، ويؤدِّي عدم توفُّرها في مختلف المتغيِّرات المُستخدمة في مختلف الدِّراسات التطبيقيَّة إلى استنتاجات مضلِّلة ونتائجَ مزيَّفةٍ وغير واقعيَّة.

وقبل اختبار وجود علاقةٍ توازنيَّة في المدى الطَّويل بين متغيِّرات النَّموذج وتحليل سلوك العلاقة في المدى القصير، لا بدَّ من تحليل السَّلاسل الزَّمنيَّة للتَّأكُّد من استقرارها عبر الزَّمن، وتحديد درجة تكاملها من خلال اختباراتِ جذر الوحدةِ، وللكشف عن استقراريَّة السَّلاسل من عدمِها. ويوجد العديد من الاختبارات إلَّا أنَّه تمَّ استخدام اختبار (ADF) لاختبار فرضيَّةِ العدم القائلة بوجود جذر الوحدة (السِّلسلة الزَّمنية غير مستقرَّة)، وذلك عند المستوى (Level) وعند الفروق الأولى (First Difference) باستخدام الحدِّ الثَّابت والاتِّجاه العامِّ (Trend and Intercept). كما هو موضَّح بالجدول (5-2).

الجدول (5-2) اختبار جذر الوحدة بواسطة اختبار ADF

المتغيرات	المستوى			الفروق الأولى		
	T-Statistic		Prob.	T-Statistic		Prob.
	ADF t-Statistic	القيمة الحرجة 5 %		ADF t-Statistic	القيمة الحرجة 5 %	
LINV	-0.9530	-3.7332	0.922	-4.5604	-3.7911	0.014
LFDI	-2.1212	-3.7332	0.4966	-4.5199	-3.7597	0.014
LFB	-0.7485	-3.7332	0.9495	-3.8605	-1.9662	0.047
LFS	-1.5978	-3.7332	0.747	-3.8638	-3.7597	0.042
LGDP	-0.6741	-3.7332	0.957	-0.1473	-3.7597	0.987
LPGDP	-0.6572	-3.7332	0.958	-0.8858	-3.7597	0.930
INF	-1.637	-3.7332	0.731	-3.1468	-3.7597	0.131
LEX	1.145	-3.733	0.999	-0.092	-3.759	0.988
LM2	-2.008	-3.7332	0.553	-3.7597	-3.7052	0.045
LTED	2.775	-3.7911	1.00	-3.9655	-3.7911	0.037
R	2.678	-3.791	1.00	-1.2778	-3.7911	0.849
RE	-3.4542	-3.7332	0.079	-5.773	-3.7597	0.001
LMC	-1.3234	-3.7332	0.843	-4.129	-3.7597	0.027

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

[1] عربش، شفيق، وعثمان، نقار، واسماعيل، رولى شفيق، اختبارات السببيّة والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، 2011، ص ص 75-97.

تمَّت دراسة جميع المتغيِّرات التي تضمَّنتها الدِّراسة، ولكن بعد إجراء اختبارِها وفق النَّماذج تمَّ استبعاد المتغيِّرات التَّالية: (LGDP, LPGDP, LEX, R, INF) لعدم سكونها، والإبقاء على المتغيِّرات التي كانت ساكنةً من نفس المستوى وأكثر معنويَّة لتفسير العلاقة التكامليَّة في النَّماذج، وأعطت نتائجَ صحيحة ومتوافقة مع المنطق الاقتصاديِّ.

إنَّ المتغيرات LINV, LFDI, LFB, LFS, LM2, LTED, RE, LMC مستقرة عند الفروق الأولى، وهذه النتائج تنسجم مع النظرية القياسيَّة والتي تفترض أنَّ أغلب المتغيرات الاقتصادية غير مستقرة في المستوى وتستقر عند الفروق الأولى[1]. وسيتم إدخال هذه المتغيرات في النَّموذجين النظريين المقترحين في المعادلتين رقم (1) و(2)، وبالتالي تأخذ المعادلتين الشكل التالي:

$$RE = \beta_0 + \beta_1*LINV + \beta_2*LFDI + \beta_3*LFS + \beta_4*LFB + \beta_5*LM2 + \beta_{6*}LTED + \varepsilon \ldots\ldots(3)$$

$$LMC = \beta_0 + \beta_1*LINV + \beta_2*LFDI + \beta_3*LFS + \beta_4*LFB + \beta_5*LM2 + \beta_{6*}LTED + \varepsilon \ldots\ldots(4)$$

[1] العبدلي، عابد، مرجع سبق ذكره، ص21.

المبحث الثَّاني

علاقة الاستثمار بعوائد الأسهم في الاقتصاد المصريِّ

سيتمُّ اختبار وجود تكامل مشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم بالتَّطبيق على الاقتصاد المصريِّ خلال الفترة 2001-2017، وذلك بالتَّطبيق على النَّموذج الذي يتضمَّن المتغيِّرات التَّالية: الاستثمار المحليُّ (LINV)، والاستثمار الأجنبيُّ المباشر (LFDI)، ومشترياتُ الأجانب (LFB)، ومبيعاتُ الأجانب (LFS)، وإجمالي الديون الخارجية (LTED)، والعرض النقدي بمفهومه الواسع (LM2)، وعوائد الأسهم (RE).

5-2-1 تحديد فترة الإبطاء المثلى للمتغيِّرات المدروسة:

إنَّ العبرة في تحديد عدد فترات الإبطاء للمتغيِّرات في مرحلةِ بناء النَّموذج تتمثَّل في مدى قدرة المعلومات التي تمثِّلها فتراتٌ زمنيَّة سابقة في التَّأثير على قيمة المتغيِّر في الفترة الحالية. ويصبح من الضَّروري أن تمتدَّ فترات الإبطاء إلى فترات سابقة مع الأخذ في الاعتبار عدم وقوع النَّموذج في مشكلة الارتباط الذَّاتيِّ[1].

ولأجل تحديد فترة الإبطاء المثلى فقد استُخدِمَت ثلاثُ اختبارات ذات معاييرَ معيَّنة، وهي: اختبارات (AIC, HQ, SC) وتنصُّ جميع الاختبارات على أنَّ فترة الإبطاء المثلى هي تلك الفترة التي تعطي أقلَّ قيمةٍ عند الاختبار. ويتبيَّن من الجدول (5-3) أنَّ أمثل فترة إبطاء هي فترتين، أي إنَّ VAR (2).

جدول (5-3) اختبار عدد الفجوات الأمثل

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-25.09118	NA	0.313554	4.515197	4.515197	4.485275
1	-18.19390	10.34592	0.197545	4.032316	4.032316	3.942551
2	248.7495	42.58254*	1.79e-18*	-37.79159*	-37.79159*	-38.12073*
3	-16.67618	1.770673	0.325698	4.446030	4.446030	4.296421
4	-11.35648	4.433085	0.328570	4.226079	4.226079	4.016628
5	-6.745724	2.305376	0.517034	4.124287	4.124287	3.854993

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

[1] علي، إبراهيم محمد، التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة – استكشاف العلاقة التوازنية طويلة الأجل في الاقتصاد المصري، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 1، نيسان 2018، ص116.

2-2-5 اختبار التَّكامل المشترك:

نقول إنَّ هنالك تكاملاً مشتركاً بين متغيِّرين أو أكثر، إذا اشتركا بالاتِّجاه نفسِهِ، أي إذا كانت لهما علاقةٌ توازنيَّة في المدى الطَّويل، ويوجد العديد من الطُّرق لاختبار التَّكامل المشترك بين المتغيِّرات المراد دراسةُ علاقة انحداريَّة بينها، ومن أشهر هذه الطُّرق طريقة (أنجل وغرانجر) (Engel and Granger, 1987) وطريقة جوهانسن.

وبما أنَّ المتغيِّرات المدروسة مستقرَّةٌ من الدَّرجة الأولى فإنَّه حسب Johansen يمكن توليد مزيج خطِّيٍّ ساكن r واحد على الأقلِّ، والذي يفسَّر على أنَّه هناك علاقةٌ توازنيَّة طويلة الأجل بين المتغيِّر التَّابع والمتغيِّرات المستقلَّة.

والاختبار الأكثر شيوعاً في هذا المجال هو اختبار "Johansen" للتَّكامل المشترك، وهذا لأهميَّته في نظريَّة التَّكامل المشترك بالنِّسبة إلى المزيج الخطيِّ الذي يحدِّد معادلة التَّكامل المشترك. ولتحديد عدد متَّجهات التَّكامل يقترح (Johansen and Juselius, 1990) معيارين لتحديد قيمة r عدد متَّجهات التَّكامل المشترك: اختبار الأثر واختبار القيمة العظمى.

جدول (5-4) اختبار التكامل المشترك (اختبار الأثر واختبار القيمة العظمى)

Test Trace				Maximum Eigenvalue			
Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05-Critical Value	Prob.**	Hypothesized No. of CE(s)	Max-Eigen Statistic	0.05-Critical Value	Prob.**
None *	44.97072	29.79707	0.0005	None *	27.50350	21.13162	0.0055
At most 1 *	17.46722	15.49471	0.0249	At most 1 *	16.87317	14.26460	0.0476
At most 2*	49.93585	29.79707	0.0001	At most 2*	36.94661	21.13162	0.0002
At most 3	12.98925	15.49471	0.1152	At most 3	10.69300	14.26460	0.1703
At most 4*	18.85453	15.49471	0.0150	At most 4*	14.30006	14.26460	0.0494
At most 5*	22.87242	15.49471	0.0032	At most 5*	16.13261	14.26460	0.0250
At most 6	11.57382	15.49471	0.1785	At most 6	7.516899	14.26460	0.4299

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

تبيِّن من خلال الجدول أعلاه وجودُ تكاملٍ مشترك بين المتغيِّرات، حيث يتَّضح من نتائج اختباري الأثر والقيمة المميَّزة العظمى رفض الفرضيَّة الصفريَّة حول عدم وجود التَّكامل المشترك بين المتغيِّرات عند مستوى معنوية 5%، حيث إنَّ القيم المحسوبة لاختبار الأثر أكبرُ من القيم الجدوليَّة، وبالتَّالي فإنَّ اختبار الأثر يبيِّن رفض الفرضيَّة الصفريَّة، ومنه يوجد أكثر من متَّجه للتَّكامل المشترك، وهذا ما أكَّدته نتائج اختبار القيمة العظمى، وهذا يدلُّ على وجود توليفةٍ خطيَّة ساكنة بين المتغيِّرات المدروسة وعلاقةٍ توازنيَّة طويلة الأجل، ممَّا يعني أنَّ هذه المتغيِّرات لا تبتعد عن بعضِها كثيراً، بحيث تظهر سلوكاً متشابهاً فيما بينها.

وعليه نستنتج أنه توجد ثلاثة علاقات تكاملٍ مشترك بين المتغيَّرات المدروسة حسب اختبار الأثر، وهذا ما أكده اختبار القيمة المميَّزة العظمى.

3-2-5 إيجاد معادلة التَّكامل المُشترَك بطريقة المُربَّعات الصُّغرى المُصحَّحة كلِّيًّاً:

Fully Modified Least Squares (FMOLS):

تُعدُّ طريقة (FMOLS) أفضلَ من طريقة المربَّعات الصُّغرى العاديَّة (OLS) للخروج بتقديرٍ أمثلَ لانحدارات التَّكامل المشترك، وتتميَّز هذه الطَّريقة بقدرتها على حلِّ مشكلة الارتباط الذَّاتي وتحيُّز المعلمات. وتعمل هذه الطَّريقة على اختيار قيم المعلمات المقدَّرة من بعض القيم الزَّائفة باستعمال طريقة التَّقدير (OLS)، والهدف من استعمال هذه الطَّريقة الحصول على أعلى كفاءةٍ في التَّقدير، وتتطلَّب هذه الطَّريقة في عمليَّات التَّقدير تحقُّقَ شرطِ التَّكامل المشترك بين متغيِّرات الدِّراسة.

الجدول (5-5) معادلة التَّكامل المُشترَك بطريقة المُربعات الصُّغرى المُصحَّحة كلِّيًّاً للعلاقة بين المتغيرات التفسيرية وعوائد الأسهم

Dependent Variable: DRE				
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINV	0.025857	0.039042	6.623000	0.0012
DLFDI	-0.024444	0.008390	-2.913395	0.0333
DLFB	-0.002393	0.009584	-0.249688	0.8128
DLFS	0.025931	0.004310	6.017119	0.0018
DLM2	0.022728	0.039975	5.685574	0.0023
DLTED	0.44105	0.063578	6.937236	0.0010
C	-0.093497	0.006320	-14.79376	0.0000
R-squared		0.906310	Mean dependent var	-0.069333
Adjusted R-squared		0.793882	S.D. dependent var	0.057921
S.E. of regression		0.026296	Sum squared reside	0.003457
Long-run variance		0.000230		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتج من الجدول (5-5) ما يلي:

تشير معاملات الانحدار إلى أنَّ الاستثمار المحلِّي، ومبيعات الأجانب، والعرض النقدي، وإجمالي الديون الخارجية على علاقة طردية مع عوائد الأسهم، في حين أنَّ الاستثمار الأجنبي المباشر، ومشتريات الأجانب، على علاقة عكسية مع عوائد الأسهم.

☒ تأخذ معادلة الانحدار الشَّكل التَّالي:

DLRE = 0.0258*DLINV - 0.0244*DLFDI - 0.0023*DLFB + 0.0259*DLFS + 0.0227*DLM2 + 0.4410*DLTED - 0.0934

نستنتج من المعادلة السَّابقة ما يلي:

- التغيُّر في الاستثمار المحليِّ (DLINV)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLINV) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.0258.
- التغيُّر في الاستثمار الأجنبي المباشر (DLFDI)، يؤثِّر عكسياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLFDI) بمقدار 1% ستؤدي إلى نقصان (DRE) بمقدار 0.0244.
- التغيُّر في مبيعات الأجانب (DLFS)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLFS) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.0259.
- التغيُّر في العرض النقدي (DLM2)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLM2) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.0227.
- التغيُّر في إجمالي الديون الخارجية (DLTED)، يؤثِّر طردياً في عوائد الأسهم وزيادة (DLTED) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DRE) بمقدار 0.4410.

☒ بلغت قيمة معامل التَّحديد المصحَّح (Adjusted R-squared = 0.4820)، وهذا يعني أنَّ المتغيِّرات المستقلَّة تفسِّر حوالي 48.20% من التغيُّرات التي تحدث في المتغيِّر التَّابع، والباقي عبارة عن أثر المتغيِّرات الأخرى الغير مضمَّنة في النَّموذج.

☒ كما يتضح من نتائج التحليل المبيّنة بالجدول أعلاه وجود علاقة ذات دلالة معنويّة بين الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومبيعات الأجانب، والعرض النقدي، وإجمالي الديون الخارجية وبين عوائد الأسهم وفقاً لاختبار (t) عند مستوى معنوية (5%)، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعاملات الانحدار للمتغيرات المذكورة آنفاً وعوائد الأسهم على التوالي (6.9372, 5.6855, 6.0171, -2.9133, 6.6230) بمستوى دلالات بلغت على التوالي (0.001, 0.023, 0.001, 0.033, 0.001)، وهذه القيم أصغر من مستوى الدلالة المفروض (5%).

مما يعني رفض فروض العدم وقبول الفروض البديلة والتي تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر ومبيعات الأجانب وبين عوائد الأسهم.

بينما يتضح عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعامل الانحدار بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم (0.2496-) بمستوى دلالة بلغت (0.8128)، وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة المفروض (5%).

إنَّ النتائج التي تم التوصل إليها من خلال تقدير الانحدار بين الاستثمار وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة 2001-2017، تتفق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (عبد العال، 2013) والتي توصلت إن التجربة المصرية في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر لم تنجح، حيث أنَّ الآثار السلبية فاقت الآثار الإيجابية، حيث أنَّه على الرغم من التواجد المتنامي لتعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية، إلا أنه مشوب بالحذر في كثير من الأحيان، وهو ما يتم ملاحظته من خلال انخفاض حجم صافي تعاملات المستثمرين الأجانب السنوية مقارنة بإجمالي قيمة التعامل شراءً. كذلك تتفق نتائج الدراسة الحالية مع الدراسات التالية: دراسة (خليل، 2015)، ودراسة (Barakat et al., 2016)، ودراسة (Plíhal, 2016) حيث توصلت الدراسة الحالية والدراسات آنفة الذكر إلى وجود علاقة طردية بين العرض النقدي وعوائد الأسهم. في حين تختلف مع **دراسة** (Jamal din et al., 2017) التي توصلت إلى وجود تأثير ضعيف للعرض النقدي على عوائد الأسهم.

أما فيما يتعلق بتأثير الاستثمار المحلي على عوائد الأسهم، فإنَّ الدراسة الحالية تتفق مع دراسة (الضعيف، 2016) فيما يتعلق بسوق أبو ظبي المالي التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين الاستثمار المحلي وعوائد الأسهم.

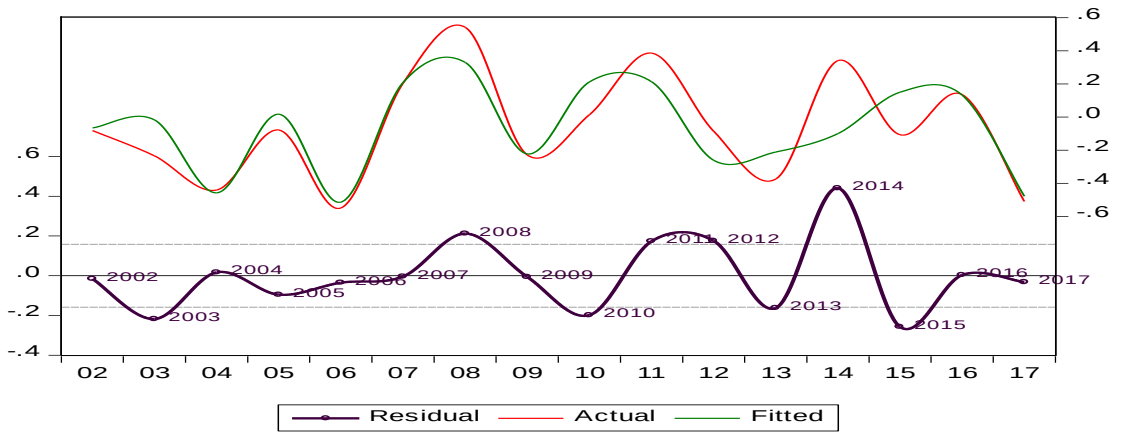
كذلك تتفق الدراسة الحالية مع دراسة (Ozbay, 2009) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين مبيعات الأجانب والعرض النقدي وبين عوائد الأسهم. أما فيما يتعلق بأثر الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) في عوائد الأسهم، حيثُ توصلت الدراسة الحالية ودراسة (Vladimir et al., 2013) إلى وجود أثر لـــ (FDI) في عوائد الأسهم.

وحتَّى يكون الانحدار السَّابق غير زائف، وليكون هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيِّرات يجب أن تكون البواقي مستقرَّة، لذلك نلجأ إلى اختبار موثوقيَّة النَّموذج.

5-2-3-1 اختبار استقرار البواقي:

بهدف اختبار استقرار البواقي تمَّ رسم بياني لقيم بواقي التَّقدير، كما هو مبيَّن بالشَّكل (5-1)، حيث يُلاحظ من الشَّكل أدناه تقارب القيم المقدَّرة من القيم الحقيقيَّة، ممَّا يشير إلى جودة الأنموذج المقدَّر.

الشكل (5-1) اختبار استقرار البواقي لمعادلة التكامل المشترك

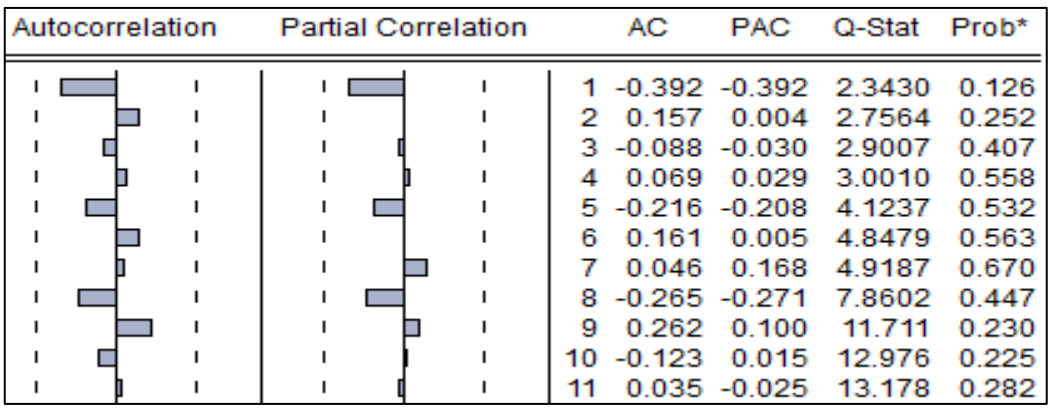


المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-2-3-2 اختبار الارتباط الذَّاتي للبواقي:

من بين طرائق اختبار استقراريَّة سلسلة البواقي هو فحص معاملات الارتباط الذَّاتي لبواقي التَّقدير، والشَّكل (5-2) يبيِّن دالتَي الارتباط الذَّاتيِّ والجزئيِّ لسلسلة البواقي لمعادلة التَّكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم، حيث تبيَّن أنَّ معظم هذه الدَّوالِّ، وعند مجموعة كبيرةٍ من الفجوات تقع داخل مجال الثِّقة، وبالتَّالي لا يوجد ارتباط ذاتيٌّ بين المتغيِّرات والسَّلاسل مستقرَّة، حيث نلاحظ أنَّ قيمة احتماليَّة Q-stat أكبر من 0.05.

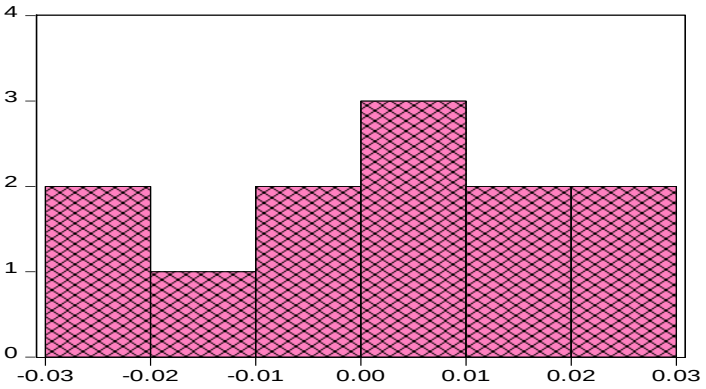
الشكل (5-2) اختبار الارتباط الذاتي لبواقي معادلة التكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1	-0.392	-0.392	2.3430	0.126
		2	0.157	0.004	2.7564	0.252
		3	-0.088	-0.030	2.9007	0.407
		4	0.069	0.029	3.0010	0.558
		5	-0.216	-0.208	4.1237	0.532
		6	0.161	0.005	4.8479	0.563
		7	0.046	0.168	4.9187	0.670
		8	-0.265	-0.271	7.8602	0.447
		9	0.262	0.100	11.711	0.230
		10	-0.123	0.015	12.976	0.225
		11	0.035	-0.025	13.178	0.282

وقد بيَّن اختبار التَّوزيع الطَّبيعيِّ لأخطاء معادلة التَّكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم، كما في الشَّكل (5-3) أنَّ أخطاء النَّموذج تتبع التَّوزيع الطَّبيعي، لأنَّ إحصائيَّة (Jarque-Bear= 0.326)، وهي أصغر من 5.99، كما أنَّ الاحتماليَّة تساوي (Prob.0.849) وهي أكبر من مستوى المعنويَّة 5%.

الشكل (5-3) التَّوزيع الطَّبيعيِّ لأخطاء معادلة التَّكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم



Series: Residuals	
Sample 2003 2017	
Observations 12	
Mean	0.000963
Median	0.001993
Maximum	0.029691
Minimum	-0.028761
Std. Dev.	0.017700
Skewness	-0.195608
Kurtosis	2.292961
Jarque-Bera	0.326477
Probability	0.849389

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-2-4 اختبار السَّببيَّة:

يعتبر اختبار السَّببيَّة من أهمِّ الاختبارات في تحديد صيغ النَّماذج الاقتصاديَّة، إذ يهدف إلى البحث عن أسباب الظَّواهر الاقتصاديَّة وفهمها للتَّمييز بين الظَّاهرة التَّابعة من الظَّواهر المستقلَّة المُفَسِّرة لها.

واقترح (Granger,1969) معيار تحديد العلاقة السَّببيَّة التي ترتكز على العلاقة الديناميكيَّة الموجودة بين السَّلاسل الزَّمنيَّة، حيث إذا كانت X_t و Y_t سلسلتَين زمنيَّتَين تعبِّران عن تطوُّر ظاهرتَين اقتصاديَّتَين مختلفتَين عبر الزَّمن t، وكانت السِّلسلة X_t تحتوي على المعلومات التي من خلالها يمكن تحسين التَّوقُّعات بالنِّسبة للسِّلسلة Y_t، في هذه الحالة نقول إنَّ X_t تُسَبِّب Y_t[1].

ولتحديد اتِّجاه العلاقة بين المتغيِّرات أُجري اختبار Granger causality للعلاقة السَّببيَّة بين المتغيِّرات المستقلَّة والمتغيِّر التَّابع متمثِّلاً بعوائد الأسهم، مع أخذ فجوات زمنيَّة مساوية لـــ 2 (Lags: 2) كما هو مبيَّن بالجدول (5-6).

ومن شروط استعمال اختبار العلاقات السَّببيَّة أن تكون المتغيِّرات المستعملة مستقرَّة، لذلك سيستخدم في الاختبارات الفروق الأولى لكلِّ المتغيِّرات قيد الدِّراسة، وذلك بعد أخذ المتغيِّرات

[1] شيخي، محمد، طرق الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، 2011، ص 276-277.

بصيغتها اللوغاريتميَّة باستثناء المتغير التابع (DRE)، وقد تمَّ التوصُّل إلى النَّتائج المعروضة في الجدول (5-6) وذلك لاختبار فرضيَّات العدم التَّالية:

H0: الاستثمار المحليُّ (DLINV) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثّر في الاستثمار المحليِّ (DLINV).

H0: الاستثمار الأجنبيُّ المباشر (DLFDI) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر (DLFDI).

H0: مشتريات الأجانب (DLFB) لا تؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في مشتريات الأجانب (DLFB).

H0: مبيعات الأجانب (DLFS) لا تؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في مبيعات الأجانب (DLFS).

H0: إجمالي الديون الخارجية (DLTED) لا تؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في إجمالي الديون الخارجية (DLTED).

H0: العرض النقدي (DLM2) لا يؤثِّر في عوائد الأسهم (DRE).

H0: عوائد الأسهم (DRE) لا تؤثِّر في العرض النقدي (DLM2).

الجدول (5-6) اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار وعوائد الأسهم

فرضية العدم	Obs	F-Statistic	Prob.
DLINV does not Granger Cause DRE	14	4.03758	0.0560
DRE does not Granger Cause DLINV	14	0.72865	0.5090
DLFDI does not Granger Cause DRE	14	6.48243	0.0409
DRE does not Granger Cause DLFDI	14	6.77283	0.0377
DLFB does not Granger Cause DRE	14	9.84870	0.0054
DRE does not Granger Cause DLFB	14	0.17223	0.8445
DLFS does not Granger Cause DRE	14	7.51430	0.0120
DRE does not Granger Cause DLFS	14	0.66645	0.5371
DLTED does not Granger Cause DRE	14	4.23391	0.0406
DRE does not Granger Cause DLTED	14	0.43428	0.6606
DLM2 does not Granger Cause DRE	14	0.28717	0.7570
DRE does not Granger Cause DLM2	14	0.81694	0.4720

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتجُ من الجدول أعلاه ما يلي:

- الاستثمار المحليُّ لا يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال تساوي 0.0560، فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الأولى (الاستثمار المحليُّ لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، كذلك عوائد الأسهم لا تؤثِّر في الاستثمار المحليِّ، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال

0.5090، فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثانية، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم.

- الاستثمار الأجنبيُّ المباشر يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0409 فهي أصغر تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الثَّالثة (الاستثمار الأجنبيُّ المباشر لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، كذلك عوائد الأسهم تؤثِّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0377 فهي أصغر من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الرَّابعة، وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة ثنائية الاتجاه بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر وعوائد الأسهم.
- مشتريات الأجانب تؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0054 فهي أصغر تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم الخامسة (مشتريات الأجانب لا تؤثِّر في عوائد الأسهم)، في حين أنَّ عوائد الأسهم لا تؤثِّر في مشتريات الأجانب، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.8445 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم السَّادسة، وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من مشتريات الأجانب باتجاه عوائد الأسهم.
- مبيعات الأجانب تؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0120 فهي أصغرُ تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم السَّابعة (مبيعات الأجانب لا تؤثِّر في عوائد الأسهم)، في حين أنَّ عوائد الأسهم لا تؤثر في مبيعات الأجانب، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.5371 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثَّامنة، وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من مبيعات الأجانب باتجاه عوائد الأسهم.
- إجمالي الديون الخارجية تؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.0406 فهي أصغرُ تماماً من 0.05، إذاً نرفض فرضيَّة العدم التَّاسعة (إجمالي الديون الخارجية لا تؤثِّر في عوائد الأسهم)، في حين أنَّ عوائد الأسهم لا تؤثِّر في إجمالي الديون الخارجية، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.6606 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم العاشرة. وبالتَّالي توجد علاقة سببيَّة أحادية الاتجاه من إجمالي الديون الخارجية باتجاه عوائد الأسهم.
- العرض النقدي لا يؤثِّر في عوائد الأسهم، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.7570 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الحادية عشرة (العرض النقدي لا يؤثِّر في عوائد الأسهم)، كذلك لا تؤثِّر عوائد الأسهم في العرض النقدي، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.4720 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثانية عشرة، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين عوائد الأسهم وبين العرض النقدي.

5-2-5 تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM):

إنَّ مفهوم نَّموذج تصحيح الخطأ هو طريقةٌ لتصحيح المتغيِّر التَّابع الذي لا يعتمد فقط على مستوى المتغيِّرات التفسيريَّة، وإنَّما على انحراف المتغيِّر التفسيريِّ عن نطاق العلاقة التوازنيَّة بالنِّسبة للمتغيِّر التَّابع. وتأتي مرحلة تحديد وتقدير نموذج تصحيح الخطأ بعد التَّأكُّد من أنَّ كلَّ المتغيِّرات متكاملةٌ من نفس الدَّرجة، حيث يتمُّ إدخال حدِّ تصحيح الخطأ من أجل دراسة السُّلوك الحركيِّ للنَّموذج، ويشير حدُّ تصحيح الخطأ إلى سرعة التَّعديل، أي حالة عدم التَّوازن نحو توازنٍ طويل المدى.

الجدول (5-7) نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

DLM2	DLTED	DLFS	DLFB	DLFDI	DLINV	DRE	Error Correction:
1.222786	-0.851424	-0.325910	-0.230153	0.026716	0.142201	-0.883485	**CointEq1**
(1.03541)	(0.31213)	(0.22810)	(0.18031)	(0.35492)	(0.04692)	(0.18841)	
[1.18097]	[-2.72782]	[-1.42879]	[-1.27646]	[0.07527]	[3.03078]	[-0.44310]	
-1.014957	0.402878	-0.732386	-0.302763	-0.542515	-0.269581	-0.708282	**DRE(-1)**
(0.86372)	(0.45600)	(0.47852)	(0.37175)	(0.46838)	(0.09719)	(0.39027)	
[-1.17510]	[0.88350]	[-1.53054]	[-0.81442]	[-1.15828]	[-2.77388]	[-1.81487]	
-1.408889	0.193014	-0.082085	-0.097380	0.075125	-0.205193	-0.084812	**DRE(-2)**
(0.81696)	(0.37199)	(0.52622)	(0.32411)	(0.43330)	(0.09476)	(0.38054)	
[-1.72456]	[0.51887]	[-0.15599]	[-0.30045]	[0.17338]	[-2.16533]	[-0.22287]	
0.202499	-0.236664	-5.515959	-2.747800	-0.578576	-0.142318	-3.094793	**DLINV(-1)**
(0.63218)	(0.06669)	(3.88391)	(2.26965)	(0.64220)	(0.30619)	(1.22957)	
[0.32032]	[-3.54871]	[-1.42021]	[-1.21067]	[-0.90093]	[-0.46480]	[-2.51697]	
-0.241242	0.093828	4.626478	3.496963	-0.262312	-0.269448	0.319540	**DLINV(-2)**
(0.67910)	(0.16189)	(4.27108)	(2.38809)	(0.61255)	(0.37593)	(1.50961)	
[-0.35524]	[0.57958]	[1.08321]	[1.46434]	[-0.42823]	[-0.71675]	[0.21167]	
-0.018057	0.251989	-0.695968	0.451925	0.111139	-0.103285	-1.070231	**DLFDI(-1)**
(0.02304)	(0.16475)	(0.64179)	(0.60863)	(0.18029)	(0.46767)	(0.51175)	
[-0.78374]	[1.52955]	[-1.08443]	[0.74253]	[0.61644]	[-0.22085]	[-2.09133]	
0.017544	-1.155532	-0.349624	0.121008	0.026274	-0.140500	-0.353633	**DLFDI(-2)**
(0.02119)	(0.44281)	(0.43070)	(0.65380)	(0.17985)	(0.44608)	(0.34191)	
[0.82779]	[-2.60954]	[-0.81175]	[0.18508]	[0.14609]	[-0.31496]	[-1.03428]	
-0.889118	0.183637	1.219154	0.363703	-0.059086	0.096475	-0.026025	**DLFB(-1)**
(0.33666)	(0.33348)	(0.61105)	(0.28027)	(0.13712)	(0.06781)	(0.02798)	
[-2.64101]	[0.55067]	[1.99519]	[1.29770]	[-0.43090]	[1.42282]	[-0.93023]	
-1.137651	-0.378756	0.614727	0.106330	0.122618	0.095812	-0.011968	**DLFB(-2)**
(0.32068)	(0.30676)	(0.39656)	(0.32023)	(0.33287)	(0.05766)	(0.03197)	
[-3.54766]	[-1.23470]	[1.55016]	[0.33204]	[0.36837]	[1.66163]	[-0.37438]	
-0.453716	1.603687	0.162359	-0.473602	0.170442	-0.019505	-0.023755	**DLFS(-1)**
(0.78380)	(4.87285)	(0.23196)	(0.69587)	(0.33874)	(0.08886)	(0.01774)	
[-0.57887]	[0.32911]	[0.69996]	[-0.68059]	[0.50316]	[-0.21949]	[-1.33904]	
-0.954882	1.602990	-0.077750	-0.136614	1.220684	0.004489	0.020251	**DLFS(-2)**
(0.65311)	(4.64153)	(0.27223)	(0.46700)	(0.66254)	(0.04624)	(0.02082)	
[-1.46205]	[0.34536]	[-0.28560]	[-0.29254]	[1.84243]	[0.09708]	[0.97264]	
-0.593363	-0.525752	-1.184130	0.092204	0.462733	-1.337692	-0.819334	**DLTED(-1)**
(0.32718)	(0.41466)	(0.39419)	(0.05640)	(0.42998)	(0.91048)	(0.28559)	
[-1.81354]	[-1.26790]	[-3.00396]	[1.63477]	[1.07619]	[-1.46922]	[-2.86887]	
-0.302124	-0.919541	-1.306339	0.088267	0.050646	-1.018141	-0.749543	**DLTED(-2)**

(0.31304)	(0.40423)	(0.32847)	(0.07656)	(0.04221)	(0.77759)	(0.27841)	
[-0.96514]	[-2.27482]	[-3.97710]	[1.15286]	[1.19978]	[-1.30936]	[-2.69227]	
-0.045238	0.294418	0.191830	-1.170767	0.040111	-0.307842	-0.662810	**DLM2(-1)**
(0.50631)	(0.25939)	(0.16455)	(0.49191)	(0.04354)	(0.70185)	(0.72901)	
[-0.08935]	[1.13504]	[1.16580]	[-2.38006]	[0.92131]	[-0.43862]	[-0.90919]	
0.021889	0.124312	0.291987	-0.473824	-0.942926	0.099745	-0.060356	**DLM2(-2)**
(0.43595)	(0.26753)	(0.15743)	(0.59750)	(0.54402)	(0.62552)	(0.64973)	
[0.05021]	[0.46467]	[1.85468]	[-0.79301]	[-1.73324]	[0.15946]	[-0.09289]	
0.071805	0.134534	0.234091	0.089346	0.048951	0.114697	0.232386	**C**
(0.08906)	(0.03970)	(0.31347)	(0.25501)	(0.20161)	(0.05601)	(0.22491)	
[0.80622]	[3.38859]	[0.74678]	[0.35037]	[0.24280]	[2.04785]	[1.03323]	
0.441291	0.585196	0.637136	0.556221	0.784837	0.617524	0.625513	**R-squared**
0.092098	0.325943	0.410345	0.278859	0.650361	0.378476	0.571459	**Adj. R-squared**
0.053086	0.070449	9.994741	6.628982	33916530	0.172384	2.779797	**Sum sq. resides**
0.081460	0.093841	1.117740	0.910287	2059.021	0.146793	0.589470	**S.E. equation**
1.263746	2.257242	2.809360	2.005399	5.836233	2.583269	2.672511	**F-statistic**
19.15920	17.17829	-17.50615	-14.63190	-122.7676	10.91446	-8.548385	**Log likelihood**
-1.879886	-1.596898	3.358022	2.947414	18.39538	-0.702066	2.078341	**Akaike AIC**
-1.606005	-1.323017	3.631903	3.221296	18.66926	-0.428185	2.352222	**Schwarz SC**
-0.000714	0.070877	0.208759	0.126867	498.3571	0.068672	-0.041121	**Mean dependent**
0.085492	0.114300	1.455600	1.071935	3482.175	0.186198	0.755643	**S.D. dependent**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يتَّضح من النَّتائج المبيَّنة بالجدول أعلاه أنَّ أغلب معلَّمات النَّموذج معنويَّة، ولا سيَّما معلَّمة حدِّ تصحيح الخطأ (-0.883485) Error Correction عند مستوى دلالة 5%. وتشير هذه النَّتيجة إلى أنَّ هناك علاقةً طويلة الأجل بين المتغيِّرات المستقلَّة من جهةٍ، والمتغير التابع (عوائد الأسهم) من جهةٍ ثانيةٍ.

حدُّ تصحيح الخطأ يشير أيضاً إلى أنَّ نسبة 88.34% من الخطأ يتمُّ تصحيحُها خلال فترةٍ زمنيَّة واحدةٍ (سنة)، الأمر الذي يعني أنَّ تصحيح الخطأ يحتاج إلى 1.31 سنة، أي سنة وثلاثة شهور ويوم واحد لتعود عوائد الأسهم إلى مستواها التَّوازنيِّ طويلِ الأجل بعد حصول أيَّة صدمةٍ في أحد المتغيِّرات التفسيريَّة.

وقد بلغت قيمة معامل التَّحديد 58.94%، حيث إنَّ التغيُّرات في المتغيِّرات المستقلَّة من المحتمل أن تفسر 58.94%، من التغيُّرات في عوائد الأسهم.

5-2-5-1 اختبارات التأكد من موثوقيَّة VECM:

حيث تمَّ استخدام الاختبارات التَّالية للتَّأكُّد من موثوقيَّة أنموذج تصحيح الخطأ: اختبار استبعاد التباطؤات (Wald Test for lag exclusion)، اختبار الارتباط الذاتيِّ للبواقي (LM test for Serial Correlation)، واختبار التَّوزيع الطبيعيِّ (Normality)، واختبار ثبات تباين الأخطاء

العشوائيَّة، ويعني ذلك أنَّ متوسِّط الفرق بين المشاهدات المتجاورة يجب ألَّا يزداد أو ينقص بشكلٍ كبيرٍ مع مرور الزَّمن، وخلاف ذلك يعني أنَّ البياناتِ تتَّصف بعدم التَّجانس[1].

الجدول (5-8) اختبارات التَّأكُّد من موثوقيَّة VECM

VEC Lag Exclusion Wald Test (Chi-squared test statics for lag exclusion) for lag: 1 (Joint test)	P-Value
	0.0347
VEC Residual Serial Correlation LM test for lag: 2	P-Value
	0.7348
VEC Residual Normality test –Joint J-B test	P-Value
1.470	0.4739
ثبات تجانس الأخطاء Joint test	
Chi-sq	0.7934

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

حيث تؤكِّد الاختبارات المبيَّنة في الجدول (5-8) موثوقيَّة اختبار نموذج تصحيحِ الخطأ للعلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم. حيث لا يمكن استبعاد التَّباطؤات الأولى وفقاً لاختبار (Wald Test for lag exclusion).

[1] ادم، الهادي أحمد الدوم، وموسى، علي إبراهيم، استخدام نماذج الاتجاه العام والانحدار الخطي المتعدد في التنبؤ بقيم الظاهرة الاقتصادية في المستقبل، مجلة الدراسات العليا، جامعة النيلين، المجلد 7، العدد 26، 2017، ص ص 295-320.

المبحث الثَّالث

علاقة الاستثمار بمؤشِّر القيمة السُّوقية في الاقتصاد المصريِّ

سيتمُّ اختبار وجود تكاملٍ مشتركٍ بين الاستثمار والقيمة السُّوقيَّة بالتَّطبيق على الاقتصاد المصريِّ خلال الفترة 2001-2017، وذلك بالتَّطبيق على النَّموذج الذي يتضمَّن المتغيِّرات التَّالية: الاستثمار المحليِّ (LINV)، والاستثمار الأجنبيُّ المباشر (LFDI)، ومشتريات الأجانب (LFB)، ومبيعات الأجانب (LFS)، وإجمالي الديون الخارجية (LTED)، والعرض النقدي بمفهومه الواسع (LM2)، والقيمة السُّوقيَّة (LMC).

5-3-1 تحديد فترة الإبطاء المثلى للمتغيِّرات المستخدمة في النَّموذج:

ولأجل تحديد فترة الإبطاء المثلى فقد استُخدمت ثلاثةُ اختباراتٍ ذات معاييرَ معيَّنة، وهي: اختبار اكايك AIC (Akaike Information Criterion)، واختبار هانان – كيونن HQ (Hannan-Quinn Information Criterion)، واختبار شوارتز SC (Schwarz Information Criterion)، وتنصُّ جميع الاختبارات على أنَّ فترة الإبطاء المثلى هي تلك الفترة التي تعطي أقلَّ قيمةٍ عند الاختبار، ويتبيَّن من الجدول (5-9) أنَّ أمثل فترة إبطاء هي فترةٌ واحدةٌ، أي إنَّ VAR (1).

جدول (5-9) اختبار عدد الفجوات الأمثل

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-10.06908	NA	0.025643	2.011513	2.092330	1.981591
1	215.4785	35.08765*	4.59e-16*	-32.24641*	-31.35741*	-32.57555*
2	-7.459319	3.914635	0.033012	2.243220	2.485673	2.153455
3	-7.273401	0.216905	0.067955	2.878900	3.282989	2.729292
4	2.227593	7.917494	0.034149	1.962068	2.527792	1.752616
5	4.952534	1.362471	0.073582	2.174578	2.901938	1.905283

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-3-2 اختبار التَّكامل المشترك: تمَّ استخدام اختبار "Johansen" للتَّكامل المشترك، وهذا لأهميَّته في نظريَّة التَّكامل المشترك بالنِّسبة إلى المزيج الخطِّيِّ الذي يحدِّد معادلة التَّكامل المشترك.

جدول (5-10) اختبار التكامل المشترك (اختبار الأثر واختبار القيمة العظمى)

Test Trace				Maximum Eigenvalue			
Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05-Critical Value	Prob.**	Hypothesized No. of CE(s)	Max-Eigen Statistic	0.05-Critical Value	Prob.**
None *	41.30567	29.79707	0.0016	None *	24.96816	21.13162	0.0137
At most 1 *	16.33751	15.49471	0.0373	At most 1	12.51444	14.26460	0.0928
At most 2 *	50.91183	29.79707	0.0001	At most 2 *	32.69841	21.13162	0.0008
At most 3 *	18.21342	15.49471	0.0190	At most 3 *	14.27130	14.26460	0.0499
At most 4*	33.07854	29.79707	0.0202	At most 4*	20.19799	19.13162	0.0913
At most 5	13.88055	15.49471	0.0863	At most 5	11.29948	14.26460	0.1398
At most 6	9.743088	15.49471	0.3010	At most 6	6.745407	14.26460	0.5197

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

تبيِّن من خلال الجدول أعلاه وجود تكاملٍ مشتركٍ بين المتغيِّرات، حيث يتِّضح من نتائج اختبارَي الأثر والقيمةِ المميَّزة العظمى رفضُ الفرضيَّة الصفريَّة حول عدمِ وجود التَّكامل المشترك بين المتغيِّرات عند مستوى معنويَّة 5%، حيث إنَّ القيم المحسوبةَ لاختبار الأثر أكبرُ من القيم الجدوليَّة، وبالتَّالي فإنَّ اختبار الأثر يبيِّن رفض الفرضيَّة الصفريَّة، ومنه يوجد أكثر من متَّجهٍ للتَّكامل المشترك. وهذا يدلُّ على وجود توليفةٍ خطيَّةٍ ساكنةٍ بين المتغيِّرات المدروسة وعلاقة توازنيَّة طويلة الأجل، ممَّا يعني أنَّ هذه المتغيِّرات لا تبتعد عن بعضِها كثيراً، بحيث تظهرُ سلوكاً متشابهاً فيما بينَها.

5-3-3 إيجاد معادلة التَّكامل المُشترك بطريقة المُربَّعات الصُّغرى الديناميكيَّة:

Dynamic Ordinary Least Squares Method (DOLS):

هي طريقةُ معلميَّة تُعدُّ من أحدث الطُّرق والأكثر قوَّةً بسبب أدائِها في العينات صغيرةِ الحجم، إذ تُستَعمل هذه الطَّريقة لتقدير العلاقة التّوازنيَّة طويلة المدى للنَّموذج الذي يحوي متغيِّرات متكاملةً من درجات مختلفةٍ، لكنَّها ما زالتّ متكاملةً تكاملاً مشتركاً.

تمَّ اقتراح هذه الطَّريقة من قبل الباحث (Phillips, 1988)، وقد تمَّ تطويرها من قبل (Stock and Watson, 1993) و(Saikkonen, 1992)، حيث تعتمد هذه الطَّريقة على قيمِ الإزاحات والتّباطؤات (Lags and Leads) لـ X_t.[1]

[1] عبد الرزاق، كنعان عبداللطيف، والجبوري، أنسام خالد حسن، مرجع سبق ذكره، ص161.

الجدول (5-11) معادلة التَّكامل المُشترَك بطريقة المُربعات الصُّغرى الديناميكية للعلاقة بين المتغيرات التفسيرية والقيمة السُّوقية

Dependent Variable: DLMC				
Method: Fully Modified Least Squares (DOLS)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINV	0.076447	0.242703	3.149845	0.0198
DLFDI	-0.018163	0.033470	-5.426911	0.0016
DLFB	0.025380	0.046252	5.487482	0.0015
DLFS	0.092352	0.022988	4.017394	0.0070
DLTED	0.078992	0.336076	5.325949	0.0018
DLM2	-0.068236	0.237935	-3.006015	0.0238
C	1.405062	0.265578	5.290584	0.0018
R-squared		0.835403	Mean dependent var	0.066904
Adjusted R-squared		0.670805	S.D. dependent var	0.299020
S.E. of regression		0.171564	Sum squared reside	0.176606
Long-run variance		0.007098		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتج من الجدول (5-11) ما يلي:

تشير معاملات الانحدار إلى أنَّ الاستثمار المحلِّي، ومشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب، وإجمالي الديون الخارجية على علاقة طردية مع القيمة السُّوقيَّة، في حين أنَّ الاستثمار الأجنبي المباشر، والعرض النقدي على علاقة عكسية مع القيمة السُّوقيَّة.

تأخذ معادلةُ الانحدار الشَّكل التَّالي:

DLMC = 0.0764*DLINV - 0.0181*DLFDI + 0.0253*DLFB + 0.0923*DLFS + 0.07899*DLTED - 0.06823*DLM2 + 1.4050

نستنتج من المعادلة السَّابقة ما يلي:

- التَّغيُّر في الاستثمار المحليِّ (DLINV)، يؤثِّر طردياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLINV) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DLMC) بمقدار 0.0764.
- التَّغيُّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر (DLFDI)، يؤثِّر عكسياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLFDI) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى نقصان (DLMC) بمقدار 0.0181
- التَّغيُّر في مشتريات الأجانب (DLFB)، يؤثِّر طردياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLFB) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DLMC) بمقدار 0.0253.
- التَّغيُّر في مبيعات الأجانب (DLFS)، يؤثِّر طرديًّا في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLFS) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DLMC) بمقدار 0.0923.

- التَّغيُّر في إجمالي الديون الخارجية (DLTED)، يؤثِّر طردياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLTED) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى زيادة (DLMC) بمقدار 0.0789.
- التَّغيُّر في العرض النقدي (DLM2)، يؤثِّر عكسياً في القيمة السُّوقيَّة وزيادة (DLM2) بمقدار 1% ستؤدِّي إلى نقصان (DLMC) بمقدار 0.0682.
- بلغت قيمة معامل التَّحديد المعدل (Adjusted R-squared = 0.6708)، وهذا يعني أنَّ المتغيِّرات المستقلَّة تفسِّر حوالي 67.08% من التغيُّرات التي تحدث في المتغيِّر التَّابع، والباقي عبارة عن أثر المتغيِّرات الأخرى غير المضمَّنة في النَّموذج.

كما يتضح من نتائج التحليل المبيّنة بالجدول أعلاه وجود علاقة ذات دلالة معنويّة بين المتغيرات التالية: الاستثمار المحلي، الاستثمار الأجنبي المباشر، مشتريات الأجانب، مبيعات الأجانب، وإجمالي الديون الخارجية، والعرض النقدي وبين القيمة السُّوقيَّة وفقاً لاختبار (t) عند مستوى معنوية (5%)، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعاملات الانحدار للمتغيرات السابقة الذكر والقيمة السُّوقيَّة على التوالي (3.006- ,5.325 ,4.017 ,5.487 ,5.426- ,3.149) بمستوى دلالات بلغت على التوالي (0.023 ,0.001 ,0.007 ,0.001 ,0.001 ,0.019)، وهذه القيم أصغرُ من مستوى الدلالة المفروض (5%).

مما يعني رفض فروض العدم والتي تشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي وتعاملات الأجانب وبين القيمة السُّوقيَّة.

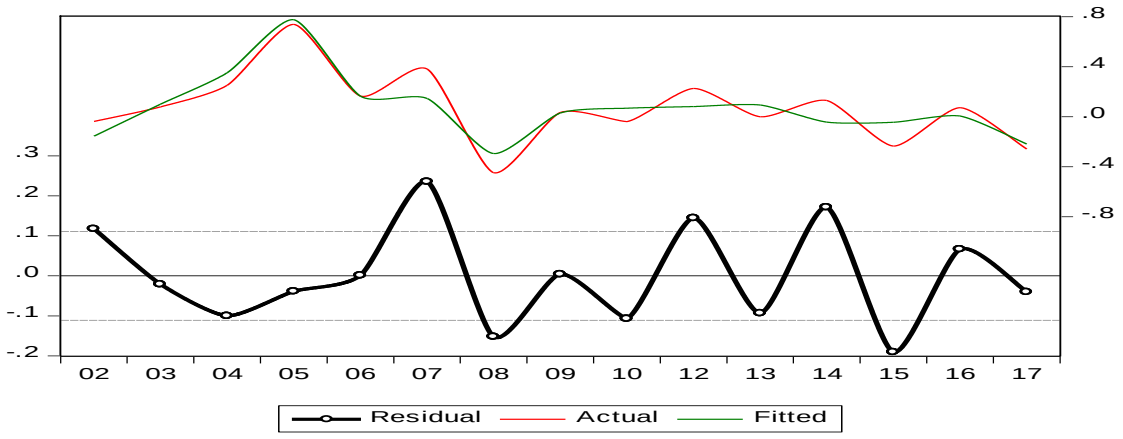
إنَّ النتائج التي تم التوصل إليها من خلال تقدير الانحدار بين الاستثمار والقيمة السُّوقية في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة 2001-2017، تتفق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (عيساوي، 2016) والتي توصلت إلى وجود تأثير للاستثمار الأجنبي غير المباشر على القيمة السُّوقية في سوق العراق وسوق عمان للأوراق الماليَّة. كذلك تتفق نتائج الدراسة الحالية مع دراسة (Abu Shanab., 2017) التي توصلت إلى وجود أثر ذو دلالة لتعاملات الأجانب بيعاً وشراءً على القيمة السُّوقيّة.

وحتَّى يكون الانحدار السَّابق غير زائفٍ، وليكون هناك علاقةٌ طويلةُ الأجل بين المتغيِّرات يجب أن تكون البواقي مستقرَّةً لذلك نلجأ إلى اختبار موثوقيَّة النَّموذج.

5-3-3-1 اختبار استقرار البواقي:

لهذا الهدف تمَّ رسم بياني لقيم بواقي التَّقدير كما هو مبيَّنٌ بالشَّكل (5-4)، حيث يُلاحظ من الشَّكل أدناه تقاربُ القيم المقدَّرة من القيم الحقيقيَّة، ممَّا يشير إلى جودة الأنموذج المقدَّر.

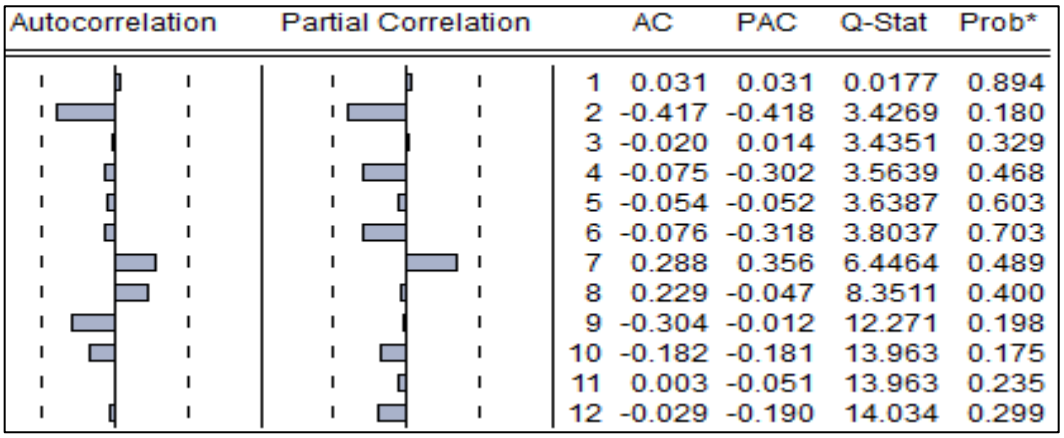
الشكل (5-4) اختبار استقرار البواقي لمعادلة التَّكامل المشترك بين الاستثمار والقيمة السُّوقيَّة



5-3-3-2 اختبار الارتباط الذَّاتيِّ للبواقي:

تمَّ فحص معاملات الارتباط الذَّاتيِّ لبواقي التَّقدير بهدف اختبار استقراريَّة سلسلة البواقي، والشَّكل (5-5) يبيِّن دالتَي الارتباط الذَّاتيِّ والجزئيِّ لسلسلة البواقي، حيث تبيَّن أنَّ معظم هذه الدَّوالِّ وعند مجموعة كبيرةٍ من الفجوات تقعُ داخل مجال الثِّقة، وبالتَّالي لا يوجد ارتباطٌ ذاتيٌّ بين المتغيِّرات والسَّلاسل مستقرَّة، حيث نلاحظ أنَّ قيمةَ احتماليَّة Q-stat أكبرُ من 0.05.

الشكل (5-5) اختبار الارتباط الذَّاتيِّ للبواقي

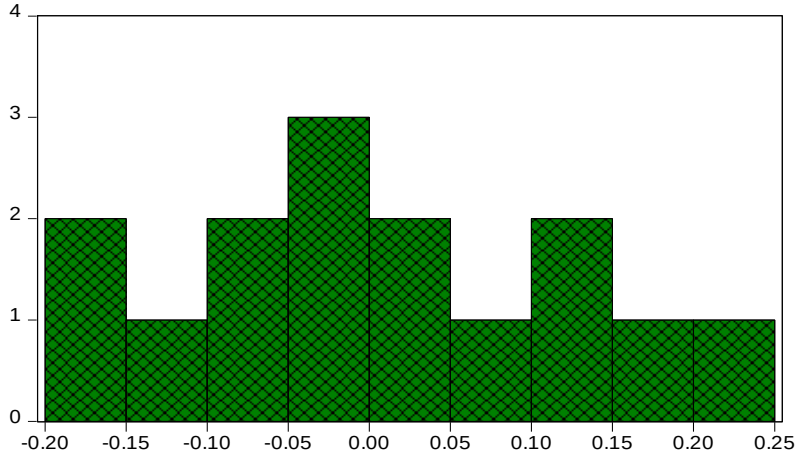


Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1	0.031	0.031	0.0177	0.894
		2	-0.417	-0.418	3.4269	0.180
		3	-0.020	0.014	3.4351	0.329
		4	-0.075	-0.302	3.5639	0.468
		5	-0.054	-0.052	3.6387	0.603
		6	-0.076	-0.318	3.8037	0.703
		7	0.288	0.356	6.4464	0.489
		8	0.229	-0.047	8.3511	0.400
		9	-0.304	-0.012	12.271	0.198
		10	-0.182	-0.181	13.963	0.175
		11	0.003	-0.051	13.963	0.235
		12	-0.029	-0.190	14.034	0.299

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وقد بيَّن اختبار التَّوزيع الطَّبيعيِّ للأخطاء أنَّ أخطاء النَّموذج تتبَعُ التَّوزيع الطَّبيعيَّ، لأنَّ إحصائيَّة (Jarque- Bear = 0.782)، وهي أصغرُ من 5.99، كما أنَّ الاحتماليَّة تساوي (Prob. = 0.676) وهي أكبرُ من مستوى المعنويَّة 5%.

حيث يبيِّن الشَّكل (5-6) اختبار التَّوزيع الطَّبيعيِّ لمعادلة التَّكامل المشترك بين الاستثمار والقيمة السُّوقيَّة.



Series: Residuals	
Sample 2002 2017	
Observations 15	
Mean	-3.27e-16
Median	-0.020827
Maximum	0.235491
Minimum	-0.190578
Std. Dev.	0.124543
Skewness	0.363306
Kurtosis	2.149100
Jarque-Bera	0.782498
Probability	0.676212

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-3-4 اختبار السَّببيَّة:

يعدُّ تحليل السَّببيَّة بين المتغيِّرات وقياسها منهجاً مفضلاً في التَّعرُّف على العلاقات الاقتصاديَّة، مقارنةً بمنهج الارتباط والانحدار الإحصائيِّ. ويعدُّ أسلوب السَّببيَّة منهجاً تجريبيَّاً يساعد على اختبار العلاقة بين المتغيِّرات، ومن ثمَّ تحديد اتِّجاه العلاقة السَّببيَّة بينها[1].

ومن شروط استعمالِ اختبارِ العلاقاتِ السَّببيَّة أن تكون المتغيِّرات المستعملةُ مستقرَّة، لذلك سيستخدم في الاختباراتِ الفروق الأولى لكلِّ المتغيِّرات قيد الدِّراسة، وذلك بعد أخذِ المتغيِّرات بصيغتِها اللوغاريتميَّة، مع أخذ فجوات زمنيَّة مساوية لـــ 1 (Lags: 1)، وقد حصلنا على النَّتائج المعروضة في الجدول (5-12)، وذلك لاختبار فرضيَّات العدم التَّالية:

H0: الاستثمار المحلِّي (DLINV) لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا تؤثِّر في الاستثمار المحليِّ (DLINV).

H0: الاستثمار الأجنبيُّ المباشر (DLFDI) لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا تؤثِّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر (DLFDI).

[1] عربش، شفيق، وعثمان، نقار، واسماعيل، رولى شفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 75-97.

H0: مشتريات الأجانب (DLFB) لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا تؤثِّر في مشتريات الأجانب (DLFB).

H0: مبيعات الأجانب (DLFS) لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا تؤثِّر في مبيعات الأجانب (DLFS).

H0: إجمالي الديون الخارجية (DLTED) لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا تؤثِّر في إجمالي الديون الخارجية (DLTED).

H0: العرض النقدي (DLM2) لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة (DLMC).

H0: القيمة السُّوقيَّة (DLMC) لا تؤثِّر في العرض النقدي (DLM2).

الجدول (5-12) اختبار سببية غرانجر بين الاستثمار والقيمة السوقية

فرضية العدم	Obs	F-Statistic	Prob.
DLINV does not Granger Cause DLMC	15	2.13395	0.1698
DLMC does not Granger Cause DLINV	15	1.40080	0.2595
DLFDI does not Granger Cause DLMC	15	4.75951	0.0570
DLMC does not Granger Cause DLFDI	15	0.82452	0.3875
DLFB does not Granger Cause DLMC	15	0.24702	0.6282
DLMC does not Granger Cause DLFB	15	0.46115	0.5100
DLFS does not Granger Cause DLMC	15	0.02220	0.8840
DLMC does not Granger Cause DLFS	15	0.19635	0.6656
DLINF does not Granger Cause DLMC	15	0.68853	0.4229
DLMC does not Granger Cause DLINF	15	1.15842	0.3030
DLM2 does not Granger Cause DLMC	15	2.10147	0.1728
DLMC does not Granger Cause DLM2	15	1.89870	0.1934

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتجُ من الجدول أعلاه ما يلي:

- الاستثمار المحليُّ لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال تساوي 0.1698، فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الأولى (الاستثمار المحليُّ لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة)، كذلك القيمة السُّوقيَّة لا تؤثِّر على الاستثمار المحليِّ، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.2595، فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثانية، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين الاستثمار المحليِّ والقيمة السُّوقيَّة.
- الاستثمار الأجنبيُّ المباشر لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.057 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثَّالثة (الاستثمار الأجنبيُّ المباشر لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة)، كذلك القيمة السُّوقيَّة لا تؤثِّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر، باعتبار أنَّ نسبة

الاحتمال 0.3875 فهي أكبرُ من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الرَّابعة، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر والقيمة السُّوقيَّة.

- مشتريات الأجانب لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.6282 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الخامسة (مشتريات الأجانب لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة)، كذلك القيمة السُّوقيَّة لا تؤثِّر في مشتريات الأجانب، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.510 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم السَّادسة، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين مشتريات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة.
- مبيعات الأجانب لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.884 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم السَّابعة (مبيعات الأجانب لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة)، كذلك القيمة السُّوقيَّة لا تؤثر في مبيعات الأجانب، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.665 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثَّامنة، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السُّوقيَّة.
- إجمالي الديون الخارجية لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.4229 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم التَّاسعة (إجمالي الديون الخارجية لا تؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة)، كذلك القيمة السُّوقيَّة لا تؤثِّر في إجمالي الديون الخارجية، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.3030 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم العاشرة. وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين إجمالي الديون الخارجية والقيمة السُّوقيَّة.
- العرض النقدي لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.1728 فهي أكبرُ تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الحادية عشرة (العرض النقدي لا يؤثِّر في القيمة السُّوقيَّة)، كذلك لا تؤثِّر القيمة السُّوقيَّة في العرض النقدي، باعتبار أنَّ نسبة الاحتمال 0.1934 فهي أكبر تماماً من 0.05، إذاً نقبل فرضيَّة العدم الثانية عشرة، وبالتَّالي لا توجد علاقة سببيَّة بين القيمة السُّوقيَّة وبين العرض النقدي.

المبحث الرَّابع

دراسةٌ قياسيَّة لأثر الاستثمار في أسعار الأسهم في الاقتصاد التُّركيِّ والمصريِّ باستخدام نماذج الـــ (Panel Data)

تعتمد أغلبيَّة الدِّراسات التَّطبيقيَّة على أدوات الاقتصاد من أجل اختبار ومطابقة النَّظريَّة الاقتصاديَّة مع الواقع، وعلى هذا الأساس سوف يتمُّ تسليط الضوء من خلال هذا المبحث على أهمِّ المحاور المتعلِّقةِ بمنهجيَّة الاقتصاد القياسيِّ المتَّبعة في التَّحليل، والتي تشتمل على نماذجَ أو بيانات السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة (Panel Data) المستخدمة في تقديرها. فقد تعدَّدت الطُّرق الإحصائيَّة المستخدمة في تقييم أثرِ الاستثمارِ في أسعار الأسهم من خلال الاعتماد على منهج بياناتِ السَّلاسل الزَّمنيَّة والمقطعيَّة والمستخدمة في الدِّراسة الحاليَّة بواسطة اختبار الخصائصِ الإحصائيَّة، واستقراريَّة السَّلاسل الزَّمنيَّة واختبار علاقات التَّكامل المشترك للمتغيِّرات المدروسة، واختبار العلاقة السَّببيَّة. حيث إنَّ الهدف من هذه الدِّراسة القياسيَّة هو تحديد طبيعةِ أثر الاستثمار في أسعار الأسهمِ في دولتَين هما تركيا ومصر خلال الفترة 2001-2017.

5-4-1 الإطار النظريُّ لنماذج الـــ (Panel Data):

استُخدم في هذه الدِّراسة نماذجُ السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة التي تُدعى بنماذج البانل (Panel Model)، وقد اكتسبت هذه النَّماذج في الآونة الأخيرة اهتماماً، خاصَّة بالنِّسبة للدِّراسات الاقتصاديَّة، لأنَّها تقوم بدمج البيانات المقطعيَّة مع الفترات الزَّمنيَّة، حيثُ تتمتَّع نماذجُ السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة في استخدامها مقارنةً باستخدام نماذج البيانات المقطعيَّة (Cross-sectional Data)، أو نماذج السَّلاسل الزَّمنيَّة (Time series) بالعديد من المزايا[1]:

1. التّحكُّم في عدم تجانس التّباين الخاصِّ الذي يظهر في حالة البيانات المقطعيَّة أو حالة البيانات الزَّمنيّة.
2. تعطي نماذجُ السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة كفاءةً أفضلَ وزيادة في درجات الحريَّة، وكذلك أقلُّ تعدديَّة خطِّيَّة بين المتغيِّرات، ومحتوى معلوماتيٌّ أكثر إذا ما تمَّ استخدام البياناتِ المقطعيَّة أو الزَّمنيّة.

وتأتي نماذج السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة في ثلاثةِ أشكال رئيسةٍ هي: نموذجُ الانحدار التّجميعيِّ (Pooled Regression Model)، ونموذج التَّأثيرات الثَّابتة (Fixed Effects Model)، ونموذج التّأثيرات العشوائيَّة (Random Effects Model)، ويُعرَّف نموذج السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة لعدد N من المشاهدات المقطعيَّة مُقاسَةً في T من الفترات الزَّمنيَّة بالصِّيغة التَّالية[2]:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

i=1, 2, 3,……., N t=1, 2, 3, ….., T

حيث إنَّ y_{it} تمثّل قيمة متغيِّر الاستجابةِ في المشاهدة i عند الفترة الزّمنيّة t، $\beta_{0(i)}$: تمثِّل قيمة نقطة التَّقاطع في المشاهدة i، β_j : تمثِّل قيمة ميل خط الانحدار، $x_{j(it)}$: تمثِّل قيمة المتغيِّر التفسيريِّ j في المشاهدة i عند الفترة الزَّمنيَّة t، ε_{it} تمثِّل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزّمنيَّة t.

[1] Baltagi, B., H., Econometric Analysis of Panel Data, 3rd ed., John Wiley and Sons, Ltd, West Sussex, 2005.

[2] الجمّال، زكريا، اختيار النّموذج في نماذج البيانات الطّوليّة الثّابتة والعشوائيّة، المجلة العراقيّة للعلوم الإحصائيّة، (21)، 2012، ص ص 266-285.

5-4-1-1 نموذج الانحدار التَّجميعيِّ (Pooled Regression Model):

يُعدُّ من أبسط نماذجِ السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة ؛ حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتةً لجميع الفترات الزَّمنيَّة (يُهمَل أيُّ تأثير للزَّمن)، وبإعادة كتابة النَّموذج السَّابق نحصل على نموذج الانحدار التَّجميعيِّ وبالصِّيغة الآتية:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad I=1,\ 2,\ 3,\ldots\ldots,\ N \qquad t=1,\ 2,\ 3,\ \ldots\ldots,\ T$$

حيثُ إنَّ $E(\varepsilon_{it})=0$ و$var(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2$، وتُستَخدم طريقة المربَّعات الصُّغرى الاعتياديَّة في تقدير مَعلَمات النَّموذج بعد أن تُرتَّب القيَم الخاصَّة بمتغيِّر الاستجابة والمتغيَّر التَّوضيحيِّ بدءاً من أوَّل مجموعة بياناتٍ مقطعيَّة، وهكذا وبحجم مشاهدات مقداره (N*T).

ويُفتَرض في هذا النَّموذج تجانسُ تباينِ الخطأ العشوائيِّ بين الوحدات المدروسة، فضلاً عن أنَّ القيمة المتوقَّعة لحدِّ الخطأ العشوائيِّ يجب أن تساوي صفراً، وأيضاً عدم الارتباط الذّاتيِّ بين حدود الخطأ العشوائيِّ؛ بمعنى أنَّ التَّغاير المشترك يجب أن يساوي صفراً[1].

5-4-1-2 نموذج التَّأثيرات الثَّابتة (Fixed Effect Model):

في نموذج التَّأثيرات الثّابتة يكون الهدف هو معرفةَ سلوك كلِّ مجموعةِ بيانات مقطعيَّةٍ على حدةٍ من خلال جعل مَعلَمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكلِّ مجموعة بيانات مقطعيَّةٍ (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التَّجانس في التّباين بين المجاميع)، وعليه فإنَّ نموذج التّأثيرات الثَّابتة يكون بالصِّيغة الآتية[2]:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j\ x_{(it)} + \varepsilon_{it} \qquad I=1,\ 2,\ 3,\ldots\ldots,\ N \qquad t=1,\ 2,\ 3,\ \ldots\ldots,\ T$$

حيثُ إنَّ $E(\varepsilon_{it})=0$ و$var(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2$، ويُقصد بمصطلح التّأثيرات الثَّابتة بأنَّ المَعلَمة β_0 لكلِّ مجموعة بيانات مقطعيَّة لا تتغيَّر خلال الزَّمن (time invariate)، وإنّما يكون التَّغيُّر فقط في

---

[1] الجبوري، ياسمين، وباسم البدري، تطبيق نموذج الجاذبيّة في التّجارة الخارجيّة (حالة تطبيقيّة عن الجلود في العراق للمدّة 1990–2014)، مجلّة العلوم الزّراعيّة العراقيّة، 4(48)، 2017، ص ص 1032–1039.

[2] Tsounis, N and Vlachvei, A., Advances in Panel Data Analysis in Applied Economic Research International Conference on Applied Economics (ICOAE), Springer Proceedings in Business and Economics, Macedonia University of Applied Sciences Kastoria, Greece, Springer International Publishing AG, 2018, p148.

مجاميع البيانات المقطعيّة[1]. ولغرض تقدير مَعلَمات النَّموذج والسَّماح لمَعلَمة القطع β_0 بالتَّغيُّر بين المجاميع المقطعيّة عادةً ما تُستَخدَم متغيّرات وهميّة بقدر (N-1)، لكي نتجنّب حالة التَّعدديَّة الخطِّيّة التّامّة[2]، ثمَّ تُستَخدم طريقة المربَّعات الصُّغرى الاعتياديَّة. ويُطلَق على نموذج التَّأثيرات الثّابتة اسم نموذج المربّعات الصُّغرى للمتغيِّرات الوهميَّة (Least Squares Dummy Variable Model)، وبعد إضافة المتغيّرات الوهميَّة D يصبح النَّموذج كالآتي:

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \qquad \text{I=1, 2, 3,……., N} \quad \text{t=1, 2, 3, ….., T}$$

حيث يمثِّل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d$ التَّغيُّر في المجاميع المقطعيَّة لمَعلَمة القطع β_0، ويمكن كتابة النَّموذج بعد حذفِ α_1 بالشّكل التّالي (Gujarati, 2003):

$$y_{it} = \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \qquad \text{I=1, 2, 3,……., N} \quad \text{t=1, 2, 3, ….., T}$$

3-1-4-5 نموذج التّأثيرات العشوائيَّة:

في نموذج التَّأثيراتِ الثَّابتة يكون حدُّ الخطأ ε_{it} ذا توزيعٍ طبيعيٍّ، بوسطٍ حسابيٍّ مقدارُه صفر وتباينٍ يساوي σ_ε^2، ولكي تكون مَعلَمات نموذج التّأثيرات الثّابتة صحيحةً وغير متحيِّزة؛ عادةً ما يُفرَض بأنَّ تباين الخطأ ثابتٌ (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعيّة، وليس هناك أيُّ ارتباطٍ ذاتيٍّ خلال الزَّمن بين كلِّ مجموعةٍ من مجاميع المشاهداتِ المقطعيَّة في فترةٍ زمنيّةٍ محدَّدةٍ.

يُعدُّ نموذجُ التَّأثيرات العشوائيّة نموذجاً ملائماً في حالة وجودِ خللٍ في إحدى الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التَّأثيرات الثَّابتة[3]، وفي نموذج التَّأثيرات العشوائيّة سوف يُعامَل مُعامِل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغيِّرٍ عشوائيٍّ له مُعدَّل مقدارُه μ أي:

$$\beta_{0(i)} = \mu + v_i \qquad \text{i=1, 2, ……, N}$$

ويأخذ نموذج التَّأثيرات العشوائيَّة الشَّكل الآتي:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^{k} \beta_j \, x_{(it)} + v_i + \varepsilon_{it} \qquad \text{I=1, 2, 3,……., N} \quad \text{t=1, 2, 3, ….., T}$$

[1] Gujarati, D., Basic Econometrics, 4th ed. New York: McGraw Hill, 2003, pp. 638-640.
[2] Greene, W.,H., Econometrics Analysis, 7th ed., Pearson Education, Inc., NJ, 2012.

[3] Gujarati, D., Op.Cit, pp. 638-640.

حيث إنّ vi يمثِّل حدّ الخطأ في مجموعة البيانات المقطعيَّة i. ويُطلَق على نموذج التّأثيرات العشوائيَّة أحياناً نموذج مكوِّنات الخطأ (Error Components Model)، وذلك لاحتواء النَّموذج مركَّبَين للخطأ هما vi وε_{it}، كما يمتلك نموذج التَّأثيرات العشوائيَّة خواصَّ منها $E(\varepsilon_{it})=0$، و$var(\varepsilon_{it})=\sigma_{\varepsilon}^2$ ،$E(vi)=0$ ،$var(vi)=\sigma_v^2$.

ليكن لدينا حدُّ الخطأ المُركَّب الآتي:

$$W_{it}=v_i+\varepsilon_{it}$$

حيث إنَّ: $E(wit)=0$، $var(wit)=\sigma v2+\sigma\varepsilon2$.

تفشل طريقة المربّعات الصُّغرى الاعتياديَّة في تقدير مَعلَمات نموذج التَّأثيرات العشوائيّة؛ كونها تعطي مقدّراتٍ غيرَ كفؤة، ولها أخطاء قياسيَّة غير صحيحةٍ، ممّا يؤثّر في اختيار المَعلَمات كون التّباين المشتركِ w_{it} وw_{is} لا يساوي الصِّفر أي:

$$Cov(w_{it}, w_{is})=\sigma^2{}_v\neq 0 \qquad t\neq s$$

ولغرض تقدير مَعلَمات نموذجِ التَّأثيرات العشوائيَّة بشكلٍ صحيحٍ؛ عادةً ما تُستَخدَم طريقة المربَّعات الصُّغرى المُعمَّمة (Generalized Least Squares)[1].

5-4-2 أساليب اختيار النَّموذج الملائمِ لبيانات السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة:

لغرض تحديدِ النَّموذج المناسب لبيانات السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة سيُعتَمد على أسلوبين[2]:

الأوّل: هو أسلوبُ الاختيار بين نموذج الانحدار التّجميعيِّ ونموذج التَّأثيرات الثَّابتة.

الثّاني: هو أسلوبُ الاختيار بين نموذج التَّأثيرات الثّابتة ونموذج التّأثيرات العشوائيّة.

يستخدم الأسلوبُ الأوّل اختبار F المُقيَّد وبالصّيغة الآتية[3]:

$$F(N-1, NT-N-K)=\frac{(R_{FEM}{}^2-R_{PM}{}^2)/(N-1)}{(1-R_{FEM}{}^2)/(NT-N-K)}$$

[1] Greene, W.,H., Op.Cit, 2012.

[2] الجمّال، زكريا، مرجع سبق ذكره، ص ص 266-285.

[3] مجيد، رجاء كامل، دراسة تطبيقية عن تحليل نماذج البيانات المقطعية الثابتة والعشوائية والمختلطة المقاسة في فترات زمنية محددة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 100، المجلد 23، 2017، ص ص 542-552.

حيث إنَّ:

K: هي عدد المَعلَمات المُقدَّرة، R_{FEM}: معامل التَّحديد عند استخدام نموذج التَّأثيرات الثَّابت، R_{PM}: معامل التَّحديد عند استخدام نموذجِ الانحدارِ التَّجميعيِّ.

ثمَّ تُقارَن قيمة F المحسوبة أكبر أو مساوية للقيمة الجدوليَّة، (أو إذا كانت قيمة P-value أقلَّ من أو تساوي 0.05)؛ عندئذٍ فإنَّ نموذج التَّأثيرات الثَّابتة هو الملائم لبيانات الدِّراسة[1]. بعد اختبار نموذج التَّأثيرات الثَّابتة بوصفِه نموذجاً ملائماً؛ نقوم بالاختيار بينه وبين نموذجِ التَّأثيرات العشوائيَّة لتحديد النَّموذج النِّهائيِّ الملائم لبيانات الدِّراسة من خلال استخدام اختبار Hausman (H)، حيث تكون فرضيَّة العدم بالشَّكل الآتي:

H_0: نموذج التَّأثيرات العشوائيَّة هو النَّموذج الملائم.

H_1: نموذج التَّأثيرات الثَّابتة هو النَّموذج الملائم.

وتكون صيغة الاختبارِ بالصِّيغة الآتية:

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})'[\text{var}(\hat{\beta}_{FEM}) - \text{var}(\hat{\beta}_{REM})]^{-1}(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

حيثُ إنَّ var ($\hat{\beta}_{FEM}$) هو متَّجه التَّباين لمَعلَمات التَّأثيرات الثَّابتة و var($\hat{\beta}_{REM}$) هو متَّجه التَّباين لمَعلَمات التَّأثيرات العشوائيَّة، وتخضع هذه الإحصائيَّة لتوزيع مربَّع كاي وبدرجة حريَّة مقدارها K، ويكون نموذجُ التَّأثيرات الثَّابتة هو النَّموذج الملائم، إذا كانت قيمة الإحصائيَّة أكبرَ من قيمة مربَّع كاي[2].

3-4-5 التَّحليل القياسيُّ ونماذج الدِّراسة:

لدراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم، تمَّ استخدام نموذجين للدِّراسة: النَّموذج الأوَّل متعلِّقٌ بعوائد الأسهم RE_{it}، والنَّموذج الثَّاني متعلِّق بالقيمةِ السُّوقيَّة LMC_{it}، وتمَّ دراسة كلِّ نموذجٍ على حدةٍ.

[1] Antonio Alleyne., & Troy Lorde., A Gravity model Approach to Analyzing the Trade Performance of CARICOM Member states, Applied Econometrics and International Development, Vol. 14, No. 2, (2014), pp145-160.

[2] Hausman J., "Specification Test in Econometrics", Econometrics, Vol. 46, 1978, pp1251-1271.

النَّموذج الأوَّل المتعلِّق بعوائد الأسهم RE_{it}:

$$RE_{it}= \beta_0 + \beta_1 LINV_{it} + \beta_2 LFDI_{it} + \beta_3 LFB_{it} + \beta_4 LFS_{it} + \varepsilon_{it}$$

النَّموذج الثَّاني المتعلِّق بالقيمة السُّوقيَّة LMC_{it}:

$$LMC_{it}= \beta_0 + \beta_1 LINV_{it} + \beta_2 LFDI_{it} + \beta_3 LFB_{it} + \beta_4 LFS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إنَّ:

$LINV_{it}$: اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار المحليُّ مقاساً بإجماليِّ تكوين رأس المال الثَّابت بالأسعار الجارية، $LFDI_{it}$: اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار الأجنبيُّ المباشر، LFB_{it}: اللوغاريتم الطبيعي لمشتريات الأجانب، LFS_{it}: اللوغاريتم الطبيعي لمبيعات الأجانب، RE_{it}: عوائد الأسهم وتم حسابها وفق العلاقة التاليّة: $RE_{it} = R_t - R_{t-1} / R_{t-1}$، حيث أنَّ: R_t: سعر السهم في الفترة (t) وR_{t-1}: سعر السهم في الفترة (t-1)، LMC_{it}: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السُّوقيَّة للأسهم، E_{it}: الخطأ العشوائيُّ، (β0, β1, (β2 , β3 , β4): معاملات النَّموذج.

1-3-4-5 تحليل نتائج نماذجِ أثرِ الاستثمار على أسعار الأسهم وفق منهجيَّة الـ(Panel Data):

تهدفُ هذه الدِّراسة إلى التَّحقُّق من العلاقة بين الاستثمار وأسعار الأسهمِ في دولتَين (تركيا ومصر) خلال الفترة الزَّمنيَّة (2001-2017) بواقع 34 مشاهدة. ولهذا الغرض، تمَّ اختبار جذر الوحدة والتَّكامل المشترك، والعلاقةِ السَّببيَّة طويلة المدى بين المتغيِّرات المدروسة من خلالِ اعتماد نموذجِ تصحيحِ الخطأ المتَّجه لبياناتِ الـ (panel data).

اعتمدت الدِّراسةُ الحاليَّة على استخدام التَّحليل الكمِّيِّ عن طريق استخدامِ منهجيَّة الـ (Panel Data)، حيثُ تمَّ استخدام بياناتِ سلسلة مقطعيَّة عبر الزَّمن (Panel Data)، وتمَّ اختبار النَّماذج القياسيَّة باستخدام البرنامجِ الإحصائيِّ Eviews10.

تمَّ جمع البياناتِ المتعلِّقة بدول العينة من الموقع الرَّسميِّ للبنك الدُّوليِّ والموقع الرَّسميِّ لسوق المال التُّركيَّ والموقع الرَّسميِّ لسوق المال المصريَّ، وتمَّ استخدام الصِّيغة اللوغاريتميَّة للمتغيِّرات المدروسة باستثناء متغير عوائد الأسهم.

5-4-3-1-1 الخصائص الإحصائيَّة لمتغيِّرات الدِّراسة:

تمَّ استخدام إحصائيَّة (Jarque-Bear)،لاختبار التَّوزيع الطَّبيعيِّ للبيانات المدروسة، وذلك من خلال البرنامج الإحصائيِّ Eviews10، حيثُ إنَّ القيمة المعياريَّة لهذا الاختبار هي (5.99)، وبالتَّالي تتبع البيانات التَّوزيع الطَّبيعيَّ، إذا كانت إحصائيَّة (Jarque-Bear) ≤ 5.99، وكذلك Probability > 0.05، وكما هو موضَّحٌ بالجدول (5-13) فإنَّ قيمة (Jarque-Bear) لجميع المتغيِّرات المدروسة هي أصغرُ من (5.99)، وكذلك قيمة الاحتماليَّة هي أكبر من (0.05)، وبالتَّالي تتبع هذه المتغيِّرات التَّوزيع الطَّبيعيَّ.

الجدول (5-13) اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Variable	$LINV_{it}$	$LFDI_{it}$	LFB_{it}	LFS_{it}	RE_{it}	LMC_{it}
Mean	4.193380	5.096462	9.048909	9.071354	1.343351	4.588654
Median	3.828641	3.092859	9.072608	9.162276	1.425515	4.502584
Maximum	5.602119	9.297710	11.21630	11.19213	2.809403	5.740584
Minimum	2.484907	0.076961	4.268438	3.671988	-0.06187	3.302113
Std. Dev.	1.046798	3.232518	2.020512	2.026062	0.841199	0.752732
Skewness	0.002875	0.082504	-0.733388	-0.916983	0.011068	-0.060497
Kurtosis	1.601692	1.327705	2.591855	3.179122	1.730670	1.861086
Jarque-Bera	2.688537	3.882723	3.187266	4.668833	2.216072	1.803678
Probability	0.260730	0.143508	0.203186	0.096867	0.330207	0.405823

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-4-3-1-2 اختبار جذر الوحدة:

شهدت السَّنواتُ الأخيرة اهتماماً كبيراً في مجال الاقتصاد القياسيِّ، ولا سيَّما دراسة الاستقراريَّة ودراسة علاقات التَّكامل المشتركِ على بيانات البانل، وتتفوَّق اختبارات جذرِ الوحدة لبيانات البانل على اختباراتِ جذر الوحدةِ للسَّلاسل الزَّمنيَّة الفرديَّة؛ نظراً لتضمُّنها محتوى معلوماتيٍّ مقطعيٍّ وزمنيٍّ معاً، يقود إلى نتائجَ أكثرَ دقَّةً من اختبارات السَّلاسل الزَّمنيَّة الفرديَّة.

يستخدم اختبارُ جذر (Unit Root) لقياس سكونِ البيانات المقطعيَّة عبر الزَّمن محلِّ الدِّراسة، وهناك العديد من الاختباراتِ منها Levin, Lin and Chu (2002)، Hanis and Tzavalis (1999)، Breitung، Im, Pesaram and Shin (2003)، Fisher-type، وفق هذه النَّماذج تفترض الفرضيَّة الصِّفريَّة بأنَّ جميع البيانات تحتوي على جذر الوحدة، وهناك أيضاً

اختبار Hadri (2000) Lagrange multiplier (LM)[1]. فإذا كانت القيمة الاحتماليَّة (P-Value) أكبر من 5%، بالنِّسبة لجميع الاختبارات المذكورة آنفاً باستثناء اختبار (Hadri)، عندها لا يمكن رفض الفرضيَّة الصِّفرية، بمعنى أنَّ البيانات غيرُ ساكنة، وتحتوي جذر الوحدة، والعكس صحيحٌ في حال كانت القيمةُ الاحتماليَّة (P-Value) أصغر من 5%، وسنكتفي في هذه الدِّراسة بثلاثة اختبارات هي: Levin, Lin and Chu (2002)، Im, Pesaram and Shin (2003)، Fisher-type.

ويبيِّن الجدول (5-14) نتائجَ اختبار جذرِ الوحدة باستخدام الاختبارات الثَّلاثة (LLC, IPS, ADF) للمتغيِّرات المدروسة عند مستوى دلالة (0.05). حيث تبيَّن أنَّ قيمة (P-Value) أكبرُ من 5%، عند المستوى (Level)، وبذلك لا يمكن رفضُ الفرضيَّة الصفريَّة التي تنصُّ على أنَّ البيانات تحتوي على جذر الوحدة، ممَّا يعني أنَّ البيانات غيرُ ساكنة عند المستوى. وعند أخذ الفروق الأولى تبيَّن أنَّ قيمة (P-Value) أصبحت أصغرَ من 5%، ممَّا يعني أنَّ المتغيِّرات المدروسة أصبحت ساكنةً، وبالتَّالي فهي متكاملةٌ من الدَّرجة الأولى I~(1)، الأمرُ الذي يعني وجودَ تكاملٍ مشتركٍ بين المتغيِّرات المدروسة.

الجدول (5-14) نتائج اختبارات LLC, IPS, ADF لدراسة استقراريَّة معطيات البانل

حيث تمثل القيم بين قوسين ()إحصائية (Statistic)، في حين تمثل القيم بين [] قيمة الاحتمالية Probability

المتغير	نوع الاختبار	المستوى		الفروق الأولى		درجة التكامل
		قاطع	قاطع واتجاه عام	قاطع	قاطع واتجاه عام	
$LINV_{it}$	LLC	(-2.2402) [0.5125]	(-0.1972) [0.4219]	(-1.7524) [0.0398]	(-2.3506) [0.0094]	I~(1)
	IPS	(-0.5487) [0.2916]	(0.8248) [0.7953]	(-2.0577) [0.0198]	(-1.5651) [0.0408]	
	ADF	(7.2172) [0.1248]	(4.2389) [0.8717]	(10.5937) [0.0315]	(8.5671) [0.0029]	
$LFDI_{it}$	LLC	(-0.4080) [0.3416]	(0.0660) [0.5263]	(-3.4004) [0.0003]	(-3.7274) [0.0001]	I~(1)
	IPS	(-0.4602) [0.3227]	(0.6557) [0.7440]	(-2.8398) [0.0023]	(-2.3436) [0.0095]	
	ADF	(4.1490) [0.3862]	(1.5275) [0.8217]	(13.9114) [0.0076]	(12.2286) [0.0157]	

[1] التميمي، زهرة حسن عباس، وحميد، خديجة عدنان، منهج تحليل متجه الارتباط الذاتي (VAR) وتصحيح الخطأ (VEC) للبيانات اللوحية (Panel Data) مع حالة تطبيقية: الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي للمدة (1970-2012)، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 30، كانون الأول، 2016، ص ص1-30.

I~(1)	(-2.9824) [0.0014]	(-2.4043) [0.0081]	(0.4725) [0.6817]	(-1.6449) [0.0600]	**LLC**	LFB_{it}
	(-1.7173) [0.0430]	(-1.6983) [0.0447]	(1.4681) [0.9290]	(-0.5602) [0.2877]	**IPS**	
	(9.2247) [0.0457]	(9.1670) [0.0471]	(0.5499) [0.9685]	(4.8416) [0.3039]	**ADF**	
I~(1)	(-4.1886) [0.0000]	(-3.7470) [0.0001]	(-0.6250) [0.2660]	(-1.9971) [0.0602]	**LLC**	LFS_{it}
	(-2.2270) [0.0130]	(-2.4311) [0.0075]	(1.0313) [0.8488]	(-0.8342) [0.2021]	**IPS**	
	(11.2738) [0.0237]	(12.6823) [0.0129]	(1.1301) [0.8895]	(5.6120) [0.2300]	**ADF**	
I~(1)	(-7.2729) [0.0000]	(-9.0064) [0.0000]	(-1.0230) [0.5427]	(-1.3215) [0.3245]	**LLC**	RE_{it}
	(-8.0706) [0.0000]	(-9.2158) [0.0000]	(-1.5470) [0.2953]	(-1.3451) [0.5325]	**IPS**	
	(33.7641) [0.0000]	(42.5337) [0.0000]	(1.5214) [0.8243]	(1.9624) [0.2021]	**ADF**	
I~(1)	(-6.2037) [0.0000]	(-4.8866) [0.0000]	(-0.7076) [0.2304]	(-1.3711) [0.0852]	**LLC**	LMC_{it}
	(-5.2192) [0.0000]	(-4.4040) [0.0000]	(0.5531) [0.7099]	(-0.8558) [0.1960]	**IPS**	
	(23.7595) [0.0001]	(22.1196) [0.0002]	(1.7090) [0.7891]	(5.5683) [0.2338]	**ADF**	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-4-3-1-3 تقدير العلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم وفق نماذجِ السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة(Panel data):

حيث يتمُّ التَّقدير باستخدام نَّماذج السلاسل الزمنيَّة المقطعيَّة الثَّلاثة: وهي نموذج الانحدار التَّجميعيِّ PRM، ونموذج التَّأثيرات الثَّابتة FEM، ونموذج التَّأثيرات العشوائيَّة REM، وعليه يمكن تلخيص نتائج التَّقدير بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10، كما هو مبيَّن بالجدول (15-5).

الجدول (5-15) تقدير العلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم وفق نماذجِ السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة(Panel data)

Dependent variable: DREit				
Independent variables		**Pooled Regression Model**	**Fixed Effects Model**	**Random Effects Model**
Intercept		4.3215	4.8574	4.0231
Prob.		0.0239	0.0000	0.0000
$DLINV_{it}$	**Coefficient**	0.0214	0.0532	0.0325
	T-statistics	5.4285	9.2478	7.4687
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000
$DLFDI_{it}$	**Coefficient**	0.0164	0.0424	0.0243
	T-statistics	4.3210	7.0315	6.3145
	Prob.	0.0031	0.0000	0.0231
$DLFB_{it}$	**Coefficient**	0.0156	0.0510	0.0312
	T-statistics	8.1254	11.3254	10.2310

	Prob.	0.0002	0.0000	0.0004
$DLFS_{it}$	**Coefficient**	0.0287	0.0467	0.0375
	T-statistics	6.3791	11.3570	9.9467
	Prob.	0.0001	0.0000	0.0003
Adjusted R-squared		%62.21	%71.09	%68.89
F		9.7961	13.9854	11.9647
Prob. F		0.0000	0.0000	0.0000
Observations		32	32	32

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يتَّضح من الجدول أعلاهُ أنَّ القيم الاحتماليَّة الكليَّة للنَّماذج الثَّلاثة (PRM, FEM, REM)، أقلُّ من (0.05) وهذا يدلُّ على أنَّ النَّماذج مقبولةٌ إحصائياً. أمَّا فيما يتعلَّق بالقيم الاحتماليَّة للمعلمات الجزئيَّة فقد كانت إشارةُ متغيِّر الاستثمار المحليِّ ($DLINV_{it}$) موجبة ومعنويَّة في كلِّ النَّماذج، الأمر الذي يعني أنَّ زيادة الاستثمار تؤدِّي إلى ارتفاع عوائد الأسهم، ممَّا يجعلها متوافقةٍ مع النَّظريَّة الاقتصاديَّة. أمَّا فيما يتعلَّق بالاستثمار الأجنبيِّ المباشَر ($DLFDI_{it}$) فقد كانت إشارةُ هذا المتغيِّر موجبة ومعنويَّة في كلِّ النَّماذج، الأمر الذي يعني أنَّ زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر تؤدِّي إلى ارتفاع عوائد الأسهم، ممَّا يجعلها متوافقةٍ مع النَّظريَّة الاقتصاديَّة. أمَّا فيما يتعلَّق بمشترياتِ الأجانب ($DLFB_{it}$) فقد كانت إشارةُ هذا المتغيِّر موجبةً ومعنويَّة في النَّماذج الثَّلاثة، وهذا يتَّفق مع النَّظريَّة الاقتصاديَّة. وأخيراً فيما يتعلَّق بمبيعات الأجانب ($DLFS_{it}$) فقد كانت إشارة هذا المتغيِّر أيضاً موجبةً في النَّماذج الثَّلاثة ومعنويَّة وهذا يتَّفق مع النَّظريَّة الاقتصاديَّة.

أمَّا فيما يتعلَّق بمعامل التَّحديد المعدل (Adjusted R-squared) فقد بلغت قيمتُه في نموذج الانحدار التَّجميعيِّ (Pooled Regression Model) 62.21%، أي إنَّ العوامل المضمنّة في نموذجِ عوائد الأسهم تفسِّر ما قيمتُه 62.21%، من التغيُّرات الحاصلة في المتغيِّر التَّابع (عوائد الأسهم). في حين بلغت قيمةُ (Adjusted R-squared) في نموذج الآثار الثَّابتة 71.09%، هذا يعني أنَّ العوامل المضمنّة في نموذجِ عوائد الأسهم تفسِّر ما قيمتُه 71.09% من التغيُّرات الحاصلة في المتغيِّر التَّابع (عوائد الأسهم). وأخيراً وفقاً لنموذج الآثار العشوائيَّة فقد بلغت قيمةُ معامل التَّحديد المعدل (Adjusted R-squared)، 68.89%، الأمر الذي يفسِّر أيضاً بأنَّ 68.89% من التغيُّرات الحاصلة في المتغيِّر التَّابع يمكن إرجاعها إلى المتغيِّرات المستقلَّة المضمنّة في نموذج عوائد الأسهم.

أمَّا فيما يتعلَّق بقيمة F فقد كانت في النَّماذج الثَّلاثة أكبر من 1.96 وقيمتُها الاحتماليَّة أصغرُ من (0.05)، الأمر الذي يدلُّ على سلامة النَّماذج المدروسة.

5-4-3-1-3-1 اختبار (Brusch and Pegan LM test) للتَّفضيل بين نموذج الآثارِ الثَّابتة والنَّموذج التَّجميعيِّ:

في النَّموذج القياسيِّ لعوائد الأسهم وعند إجراء اختبارِ (Brusch and Pegan LM test)، تبيَّن أنَّ قيمة (P-Value= 0.00)، وهي أقلُّ من 5%، ممَّا يعني رفضَ الفرضيَة الصفريَّة التي تنصُّ على أنَّ النَّموذج الأنسب هو النَّموذج التَّجميعيُّ (Pooled)، وبالتَّالي يكون استخدام نموذجِ الآثار الثَّابتة هو الأنسب.

5-4-3-1-3-2 اختبار (Hausman) للتَّفضيل بين نموذجِ الآثار العشوائيَّة ونموذج الآثار الثَّابتة:

عند إجراء اختبار Hausman، تبيَّن أنَّ قيمة (P-Value= 0.00)، وهي أصغرُ من 5%، ممَّا يعني رفض الفرضيَّة الصِّفريَّة وقبول الفرضيَّة البديلة التي تنصُّ على أنَّ النَّموذج الأنسبَ هو نموذجُ الآثار الثَّابتة.

5-4-3-1-4 اختبار التَّكامل المشترك:

بعد التَّأكُّد من استقرار السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات المدروسة وأنَّها متكاملةٌ من نفس الدَّرجة، يتمُّ اختبار وجودِ علاقةٍ توازنيَّةٍ طويلة الأجل بين السَّلاسل الزَّمنيَّة المدروسة عن طريق اختبارات التَّكامل المشترك، حيثُ تختلف هذه الأخيرة عن مثيلاتِها في السَّلاسل الزَّمنيَّة العاديَّة. واختبار التَّكامل المشترك في البيانات المدمَجة هو أكثرُ قوَّةً من بيانات السَّلاسل الزَّمنيَّة، ويرجع هذا بالدَّرجة الأولى لطبيعة البيانات المدمَجة التي تعطِي تقديراتٍ ذاتَ ثقةٍ أعلى؛ نظراً لزيادة حجم العينة، وتوفُّرِ درجات حريَّةٍ أكبرَ، وبالتَّالي تحقيق كفاءةٍ أعلى[1]. وهناك أسلوبان مختلفان لتحديد التَّكامل المشترك في بيانات (Panel Data):

[1] الحجايا، سليم سليمان، محددات الإتفاق العام في بعض الدول العربية للفترة (2000-2014)، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2018، ص ص93-110.

الأسلوبُ الأوَّل: يعتمد هذا الأسلوب على التَّوسُّع في طريقةِ إنجل وغرانجر في التَّكامل المشترك، وأشهرُ هذه الاختبارات في هذا المجال Pedroni، وهذا الاختبار يسمح بتبايُن القواطع ومعلمات الاتِّجاه عبر الدُّول، كما أنَّ الفرضيَّة الصِّفريَّة في هذا الاختبار تشير إلى عدم وجود التَّكامل المشترك مقابلَ الفرضيَّتَين البديلتَين، حيث تنصُّ الفرضيَّة البديلة الأولى إلى التَّجانس بين جميع الدُّول، وتشمل أربعة إحصاءاتٍ رئيسيَّةٍ، أمَّا الفرضيَّة البديلة الثَّانية فتشير إلى عدمِ التَّجانس بين الدُّول، وتشمل ثلاثةَ إحصاءاتٍ رئيسيَّة.

أمَّا الاختبارُ الآخر المشهور ضمنَ الأسلوب الأوَّل فهو اختبار كاو Kao الذي يفترضُ تماثل المقاطع عبرَ جميع الدُّول في ظلِّ الفرضيَّة الصِّفريَّة التي تنصُّ على (عدم وجودِ تكاملٍ مشتركٍ بين المتغيِّرات المدروسة).

الأسلوب الثَّاني: يعتمد على التَّوسُّع في اختبار جوهانسون للتَّكامل المشترك في السَّلاسل الزَّمنيَّة، ومن ضمن هذه الاختبارات اختبار Johansen Fisher Cointegration Test، وهو مشابهٌ إلى حدٍّ كبير جداً لطريقة اختبار جوهانسون للتَّكامل المشترك من خلال اختبارات المتَّجهات التَّكامليَّة التي تقابلها أعلى قيم Eigenvalue المحسوبة في اختبار الأثر Trace Statistic وفي اختبار القيمة العظمى Max-Eigen Statistic، مع أخذ خصائصِ البيانات المدمَجة والمقاطع عبر الدُّول بعين الاعتبار.

اقترح (Pedroni, 1999) سبعة اختباراتٍ للتَّكامل المشترك وطوَّره سنة 2004، منها أربعة اختبارات تقوم على البعد الدَّاخليِّ وثلاثةُ اختباراتٍ لوسط مجموعة البيانات كمجموعة واحدةٍ، تقوم على البعد البينيِّ، وجميع هذه الاختبارات تقوم على فرض العدمِ (Null Hypothesis) بعدم وجودِ تكاملٍ مشتركٍ لمجموعة المتغيِّرات المدروسة في ضوء الفرض البديل بوجود تكاملٍ مشتركٍ[1]، حيث يستدعي تطبيق الاختباراتِ السَّبعة تقديراً مسبقاً للعلاقةِ على المدى الطَّويل[2].

[1] الزيود، حسين علي، الحوري، سليمان إبراهيم، تحليل الارتباط الديناميكي الشرطي في الأسواق المالية الناشئة، دراسة حالة بورصة عمان وبورصة السعودية خلال الفترة 1998-2009، المنارة، المجلد 18، العدد 2، 2012، ص ص127-152.

[2] Sentürk, Canan & Sataf, Ceyda., The Determination of Panel Causality Analysis on the Relationship between Economic Growth and Primary Energy Resources Consumption of Turkey and Central Asian Turkish Republics, Procedia - Social and Behavioral Sciences 195, (2015), pp393 – 402.

حيث تُرفضُ فرضيَّةُ العدم أو تُقبل من خلال نتائجِ أغلبيَّة الاختبارات الجزئيَّة، فإذا كانت قيمة الاحتماليَّة P(Value) لأغلب الاختبارات أصغرَ من 5%، عندها تُرفض الفرضيَّة الصِّفريَّة، وتُقبل الفرضيَّة البديلة، الأمر الذي يعني وجودَ تكاملٍ مشتركٍ، والعكسُ بالعكس.

جدول (5-16) نتائج اختبار Pedroni وKao للتكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم

اختبار Pedroni					
الاختبارات			الاختبارات المرجحة		
الاختبارات الجزئية		الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال
Panel v-Statistic	Panel Statistics	6.105468	0.0032	-1.533867	0.0908
Panel rho-Statistic		-7.824610	0.0019	1.732045	0.0712
Panel PP-Statistic		-9.108654	0.0000	-6.027042	0.0000
Panel ADF-Statistic		-6.046981	0.0000	-4.867210	0.0000
Group rho-Statistic	Group Statistics	0.821820	0.8626		
Group PP-Statistic		-11.400248	0.0000		
Group ADF-Statistic		-7.075641	0.0000		
اختبار Kao					
Kao Residual Cointegration Test ADF- statistic		Statistic	4.7549	Prob.	0.0023

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يشير الجدول أعلاه وفق اختبار Pedroni إلى أنَّه من بين (11) اختبار جزئيٍّ، هناك ثمانية اختبارات احتمالاتُها أقلُّ من 5%، وعليه تُرفض فرضيَّة العدم وتقبل الفرضيَّة البديلة، ممَّا يعني وجود تكاملٍ مشتركٍ بين المتغيِّرات المدروسة، وهذا ما أكَّده اختبار Kao، حيث كانت قيمةُ الاحتماليَّة (Prob) أقلَّ من (0.05)، ممَّا يؤكِّد وجود علاقةٍ توازنيَّةٍ طويلة الأجل بين الاستثمار وبين عوائد الأسهم، ممَّا يعني أنَّ هذه المتغيِّرات لا تبتعد كثيراً عن بعضها في الأجل الطَّويل، بحيث تظهر سلوكاً متشابهاً.

بما أنَّ المتغيِّرات متكاملةٌ وفق ما وضَّحه اختبار Pedroni وKao فإنَّ الخطوة التَّالية هي تقدير علاقة التَّوازن في المدى الطَّويل. حيث إنَّ طريقة المربَّعات الصُّغرى العاديَّة (OLS) تُعتَبر متحيِّزة وغير متناسقةٍ عند تطبيقها على (cointegrated Panel). لهذا السَّبب اقترح Pedroni طريقة المربَّعات الصُّغرى المصحَّحة كلِّياً (FMOLS) التي طوَّرها (Pedroni-2000) وطريقة المربَّعات الصُّغرى الديناميكيَّة (DOLS) التي طوَّرها (Saikkonen-1991) حيث تتيح طريقة (FMOLS) وطريقة (DOLS) مرونةً أكبرَ في حال وجود عدم التَّجانس

في (cointegrated vectors). حيث يوضِّح الجدول (5-17) تقدير العلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم وفقَ Cointegrated Regressions.

الجدول (5-17) Cointegrated Regressions: Panel FMOLS

Dependent Variable: DRE_{it}				
Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$DLINV_{it}$	0.045341	0.024556	8.917346	0.0000
$DLFDI_{it}$	0.031231	0.067892	6.837196	0.0023
$DLFB_{it}$	0.083415	0.098768	11.073462	0.0102
$DLFS_{it}$	0.067580	0.080322	13.953140	0.0003
R-squared		0.807687	Mean dependent var	4.913667
Adjusted R-squared		0.767621	S.D. dependent var	3.673752
S.E. of regression		1.770956	Sum squared reside	75.27085
Long-run variance		2.651137		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

نستنتج من الجدول (5-17) ما يلي:

تشير معاملات الانحدار إلى أنَّ الاستثمار المحلِّي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب على علاقة طردية مع عوائد الأسهم، وهذا يتَّفق مع النَّظريَّة الاقتصاديَّة.

تأخذ معادلةُ الانحدار الشَّكل التَّالي:

$$DRE_{it} = 0.045*DLINV_{it} + 0.031*DLFDI_{it} + 0.083*DLFB_{it} + 0.067*DLFS_{it}$$

نستنتج من المعادلة السَّابقة ما يلي:

– التَّغيُّر في الاستثمار المحليِّ ($DLINV_{it}$) يؤثِّر طرديًّا على عوائد الأسهم (DRE_{it})، ممَّا يعني أنَّ زيادة ($DLINV_{it}$) بمقدار 1% سوف تؤدِّي إلى زيادة (DRE_{it}) بمقدار 0.045.

– التغيُّر في الاستثمار الأجنبيِّ المباشر ($DLFDI_{it}$) يؤثِّر طرديًّا على عوائد الأسهم (DRE_{it})، ممَّا يعني أنَّ زيادة ($DLFDI_{it}$) بمقدار 1% سوف تؤدِّي إلى زيادة (DRE_{it}) بمقدار 0.031.

– التغيُّر في مشتريات الأجانب ($DLFB_{it}$) يؤثِّر طرديًّا على عوائد الأسهم (DRE_{it})، ممَّا يعني أنَّ زيادة ($DLFB_{it}$) بمقدار 1% سوف تؤدِّي إلى زيادة (DRE_{it}) بمقدار 0.083.

– التغيُّر في مبيعات الأجانب ($DLFS_{it}$) يؤثِّر طردياً على عوائد الأسهم (DRE_{it})، ممَّا يعني أنَّ زيادة ($DLFS_{it}$) بمقدار 1% سوف تؤدِّي إلى زيادة (DRE_{it})، بمقدار 0.067.

– قيمة معامل التَّحديد Adjusted R-squared = 0. 7676، وهذا يعني أنَّ المتغيِّرات المستقلَّة المدروسة تفسِّر حوالي 76.76% من التغيُّرات الحاصلة في عوائد الأسهم والباقي يعود لعواملَ أخرى غيرِ مضمَّنة في النَّموذج.

☒ كما يتضح من نتائج التحليل المبيّنة بالجدول أعلاه وجود علاقة ذات دلالة معنويّة بين الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب وبين عوائد الأسهم وفقاً لاختبار (t) عند مستوى معنوية (5%)، حيث بلغت قيمة (t) المحسوبة لمعاملات الانحدار للمتغيرات المذكورة آنفاً وعوائد الأسهم على التوالي (8.917, 6.837, 11.073, 13.953) بمستوى دلالات بلغت على التوالي (0.000, 0.002, 0.010, 0.000)، وهذه القيم أصغر من مستوى الدلالة المفروض (5%).

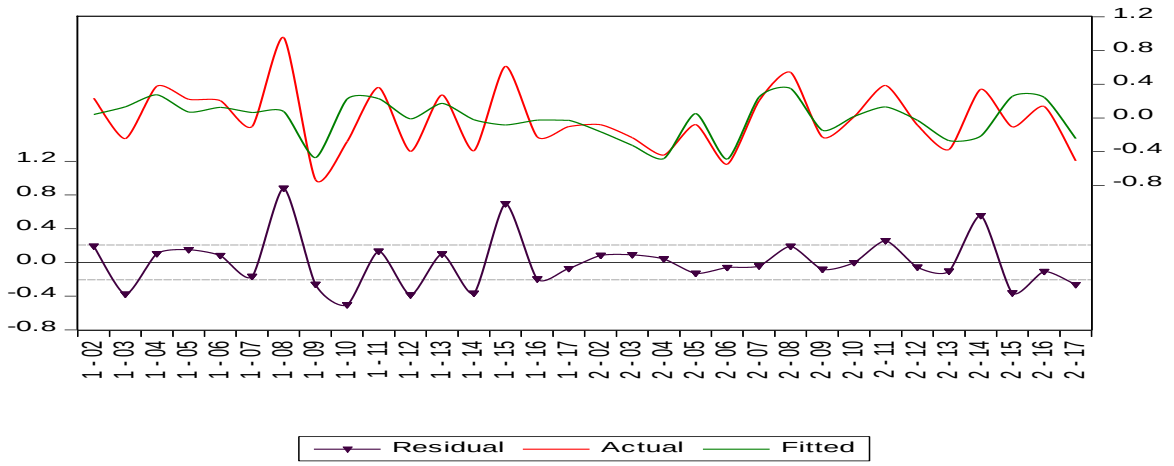
مما يعني رفض فروض العدم وقبول الفروض البديلة والتي تشير إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر وتعاملات الأجانب وبين عوائد الأسهم.

وحتَّى يكون الانحدار السَّابق غير زائفٍ، وليكون هناك علاقةٌ طويلةُ الأجل بين المتغيِّرات يجب أن تكون البواقي مستقرَّةً لذلك نلجأ إلى اختبار موثوقيَّة النَّموذج.

1- اختبار استقرار البواقي:

لهذا الهدف تمَّ رسم بياني لقيم بواقي التَّقدير كما هو مبيَّنٌ بالشَّكل (5-7)، حيث يُلاحظ من الشَّكل أدناه تقاربُ القيم المقدَّرة من القيم الحقيقيَّة، ممَّا يشير إلى جودة الأنموذج المقدَّر.

الشكل (5-7) اختبار استقرار البواقي لمعادلة التَّكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم



2- اختبار الارتباط الذَّاتيِّ للبواقي:

تمَّ فحص معاملات الارتباط الذَّاتيِّ لبواقي التَّقدير بهدف اختبار استقراريَّة سلسلة البواقي، والشَّكل (5-8) يبيِّن دالتَي الارتباط الذَّاتيِّ والجزئيِّ لسلسلة البواقي، حيث تبيَّن أنَّ معظم هذه الدَّوالِّ وعند مجموعة كبيرةٍ من الفجوات تقعُ داخل مجال الثِّقة، وبالتَّالي لا يوجد ارتباطٌ ذاتيٌّ بين المتغيِّرات والسَّلاسل مستقرَّة، حيث نلاحظ أنَّ قيمةَ احتماليَّة Q-stat أكبرُ من 0.05.

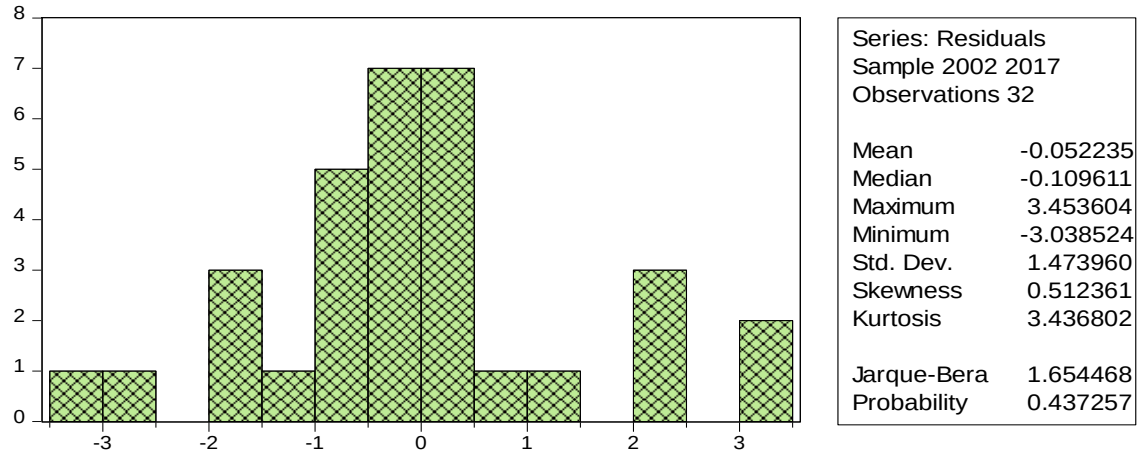
الشكل (5-8) اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1	-0.417	-0.417	3.3443	0.067
		2	0.026	-0.180	3.3580	0.187
		3	-0.293	-0.444	5.2574	0.154
		4	0.219	-0.192	6.4130	0.170
		5	-0.073	-0.216	6.5517	0.256
		6	0.178	-0.027	7.4692	0.280
		7	-0.114	0.014	7.8860	0.343
		8	-0.020	-0.046	7.9002	0.443
		9	-0.188	-0.256	9.3510	0.406
		10	0.250	-0.052	12.358	0.262
		11	0.017	0.043	12.374	0.336
		12	-0.151	-0.273	14.021	0.299

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وقد بيَّن اختبار التَّوزيع الطَّبيعيِّ للأخطاء أنَّ أخطاء النَّموذج تتبَعُ التَّوزيع الطَّبيعيَّ، لأنَّ إحصائيَّة (Jarque- Bear = 1.654)، وهي أصغرُ من 5.99، كما أنَّ الاحتماليَّة تساوي (Prob. = 0.437) وهي أكبرُ من مستوى المعنويَّة 5%.

حيث يبيِّن الشَّكل (5-9) اختبار التَّوزيع الطَّبيعيِّ لمعادلة التَّكامل المشترك بين الاستثمار وعوائد الأسهم.



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-1-3-4-5 اختبار سببيَّة Granger المطوَّرة (Toda&Yamamoto-1995) بين الاستثمار وعوائد الأسهم: تُعدَّ منهجيَّة (Toda & Yamamoto-1995) أحدَ الاختبارات السَّببيَّة البديلة التي تعتمد على معادلة (Granger) السَّببيَّة، تمَّ تطويرُها بإضافة الفترات المتباطئة للمعادلة[1]. حيث إنَّ النَّموذج الإحصائيَّ القابلَ للتَّقدير وفقَ هذه الطَّريقة يعتمدُ على نموذج VAR وفق الخطواتِ التَّالية:

1. نتعرَّف على رتبِ استقرارِ السَّلاسل الزَّمنيَّة الدَّاخلة في النَّموذج.
2. نحدِّد عدد الإبطاءاتِ المناسبةِ لنموذج VAR.
3. نضيفُ كلَّ المتغيِّرات بإبطاءٍ هو $(K + d_{max})$، حيث إنَّ K عدد الإبطاءات المقترحة وd_{max} هي أعلى رتبةِ استقرارٍ للسَّلاسل الزَّمنيَّة المستخدمةِ في النَّموذج والمقدَّرة من خلال أحدِ اختبارات جذر الوحدةِ.
4. يُكتَب النَّموذجُ الإحصائيُّ لهذا الأسلوب أو وفقاً لطريقة (Toda & Yamamoto) من أجل متغيِّرين X&Y كما يلي:

$$\mathbf{Y_t} = \boldsymbol{\alpha_1} + \sum_{i=1}^{k} \boldsymbol{\beta_i} \mathbf{Y_{t-i}} + \sum_{i=k+1}^{k+dmax} \boldsymbol{\beta_i} \mathbf{Y_{t-i}} + \sum_{i=1}^{k} \boldsymbol{\lambda_i}\ \mathbf{X_{t-i}} + \sum_{i=k+1}^{k+dmax} \boldsymbol{\lambda_i}\ \mathbf{X_{t-i}} + \boldsymbol{\mu_t}$$

[1] فضل، حسن توكل أحمد، دراسة العلاقة السببية طويلة الأجل بين معدلات سعر الصرف والاحتياطي من النقد الأجنبي في السودان للفترة 1975-2016، باستخدام منهجية (Toda and Yamamoto-1995)، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز الديموقراطي العربي، ألمانيا، برلين، العدد 2، 2018، ص ص23-43.

$$X_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^{k} \Psi_i Y_{t-i} + \sum_{i=k+1}^{k+dmax} \Psi_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k} \zeta_i X_{t-i} + \sum_{i=k+1}^{k+dmax} \zeta_i X_{t-i} + \nu_t$$

حيث إنَّ: α_1، α_2، β، λ، Ψ، ζ مقدَّرات النَّموذج وμ،ν حدود الخطأ بمجموع ووسط حسابيٍّ صفريٍّ لكلٍّ منهما.

ويقوم هذا الأسلوب المقترحُ باختبارِ فرضيَّة العدم القائلةِ بأنَّه لا توجد علاقةٌ سببيَّة تتَّجه من X إلى Y (وفق المعادلة الأولى في النَّموذج) التي يمكن صياغتُها رياضيًّاً كما يلي:

$H_0: \lambda_i = 0 \; \forall \; i = 1, 2, \ldots\ldots, k.$

ووفق نموذج VAR تمَّ اختيار فترةِ إبطاءٍ واحدة، كما هو مبيَّنٌ بالجدول (5-18).

جدول (5-18) اختبار عدد فترات الإبطاء الأمثل

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
.0	-43.36455	NA	0.150277	3.780380	3.878551	3.806424
1	2.927879	81.01176*	0.004440*	0.224275*	0.550524*	0.334145*
2	6.594520	5.805515	0.004610	0.283790	0.774646	0.414014
3	11.30594	6.674509	0.004443	0.224505	0.911703	0.406819
4	15.30871	5.003459	0.004633	0.256010	1.107815	0.458678
5	16.06925	0.823923	0.006512	0.494229	1.574112	0.780722

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وبالتَّالي فإنَّ (K= 1)، كذلك استقرت السَّلاسل المدروسة عند الفرق الأوَّل، وبالتَّالي dmax = (1)، وعليه فإنَّ ($K+ d_{max}$=2) وبالتَّالي تكون نتائج اختبار السَّببيَّة وفق اختبار (Toda & Yamamoto) كما هي مبيَّنةٌ بالجدول (5-19).

الجدول (5–19) اختبار سببية غرانجر المطورة المعتمدة على أسلوب (Toda & Yamamoto) بين الاستثمار وعوائد الأسهم

فرضية العدم	قيمة (Wald) المحسوبة	P-Value
$DLINV_{it}$ does not Granger Cause DRE_{it}	8.023901	0.0032
DRE_{it} does not Granger Cause $DLINV_{it}$	4.350321	0.0012
$DLFDI_{it}$ does not Granger Cause DRE_{it}	0.635478	0.0917
DRE_{it} does not Granger Cause $DLFDI_{it}$	0.950921	0.4553
$DLFB_{it}$ does not Granger Cause DRE_{it}	6.730214	0.0351
DRE_{it} does not Granger Cause $DLFB_{it}$	0.643215	0.3945
$DLFS_{it}$ does not Granger Cause DRE_{it}	1.326481	0.3456
DRE_{it} does not Granger Cause $DLFS_{it}$	1.235610	0.0732

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يتَّضح من الجدول أعلاه وجود علاقةٍ سببيَّةٍ ثنائية الاتجاه بين الاستثمار المحلي وعوائد الأسهم، في حين توجد علاقة سببية أحادية الاتجاه من مشتريات الأجانب باتجاه عوائد الأسهم.

5-4-3-1-6 نموذج تصحيحِ الخطأ:

إنَّ وجود التَّكامل المشتركِ بين متغيِّرات النَّموذج يعني أنَّ إضافة حدِّ تصحيح الخطأ ECM، والذي يقيس سرعة تكييفِ الاختلالات في الأجل القصير إلى التَّوازن في الأجل الطَّويل، إنَّ النَّموذج المقدَّر يعطي نتائجَ أكثرَ موثوقيَّة. وقد أشار (Jones and jaoulfaian, 1991) إلى أنَّ القيم المتباطئةَ للتغيُّر في المتغيِّرات المستقلَّة تمثِّل أثر العلاقة السَّببيَّة في الأجل القصير، بينما يمثِّل حدُّ تصحيح الخطأ أثرَ العلاقة السَّببيَّة في الأجل الطَّويل[1].

الجدول (5-20) نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

$(DLFS_{it})$	$(DLFB_{it})$	$(DLFDI_{it})$	$(DLINV_{it})$	(DRE_{it})	Error Correction:
1.665706	0.470422	1.482053	-0.046817	-0.279844	**CointEq1**
(0.59198)	(0.45400)	(0.35514)	(0.11298)	(0.31863)	
[2.81378]	[1.03618]	[4.17310]	[-0.41438]	[-0.87828]	
-0.692486	-0.148667	-0.511707	0.132073	-0.636968	**$(DRE_{it}(-1))$**
(0.41943)	(0.32167)	(0.25163)	(0.08005)	(0.22575)	
[-1.65101]	[-0.46218]	[-2.03360]	[1.64989]	[-2.82153]	
-0.985985	-0.802987	1.396412	0.301976	-1.017342	**(DLINVit(-1))**
(1.12801)	(0.86509)	(0.67672)	(0.21528)	(0.60714)	
[-0.87409]	[-0.92822]	[2.06350]	[1.40268]	[-1.67564]	
0.060954	-0.153179	-0.486601	-0.027272	0.226430	**$(DLFDI_{it}(-1))$**
(0.31693)	(0.24306)	(0.19013)	(0.06049)	(0.17058)	
[0.19232]	[-0.63022]	[-2.55925]	[-0.45086]	[1.32739]	
0.316692	0.350842	-0.068729	0.233663	-0.357395	**$(DLFB_{it}(-1))$**
(0.40309)	(0.30913)	(0.24182)	(0.07693)	(0.21696)	
[0.78566]	[1.13492]	[-0.28421]	[3.03731]	[-1.64731]	
0.199538	0.356063	0.458394	-0.063920	-0.193650	**(DLFSit(-1))**
(0.32453)	(0.24889)	(0.19469)	(0.06194)	(0.17467)	
[0.61485]	[1.43062]	[2.35443]	[-1.03200]	[-1.10863]	
0.222071	0.171586	0.051103	0.042711	0.200503	**C**
(0.19329)	(0.14823)	(0.11596)	(0.03689)	(0.10403)	
[1.14893]	[1.15755]	[0.44070]	[1.15781]	[1.92730]	
0.513675	0.431783	0.552501	0.496260	0.715181	**R-squared**
0.367777	0.261318	0.418251	0.345138	0.629735	**Adj. R-squared**
13.60197	8.000061	4.895475	0.495450	3.940470	**Sum sq. resides**
0.824681	0.632458	0.494746	0.157393	0.443873	**S.E. equation**
3.520790	2.532973	4.115471	3.283842	8.369989	**F-statistic**
-29.05544	-21.89011	-15.25974	15.66334	-12.33009	**Log likelihood**
2.670773	2.140008	1.648870	-0.641729	1.431859	**Akaike AIC**
3.006731	2.475966	1.984828	-0.305772	1.767816	**Schwarz SC**
0.193371	0.170164	0.176506	0.098287	0.031206	**Mean dependent**
1.037172	0.735873	0.648656	0.194496	0.729462	**S.D. dependent**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

[1] المصبح، عماد الدين أحمد، محددات التضخم في سورية خلال الفترة (1970-2004)، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 34 (4)، 2006، ص ص45-71.

يتَّضح من النَّتائج المبيَّنة بالجدول أعلاه أنَّ أغلب معلمات النَّموذج معنويَّة، ولا سيَّما معلمة حدِّ تصحيح الخطأ (-0.279844) Error Correction عند مستوى دلالة 5%. وتشيرُ هذه النَّتيجة إلى أنَّ هناك علاقةً طويلةَ الأجل بين الاستثمار (الاستثمار المحليُّ، والاستثمار الأجنبيُّ المباشر، ومشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب) من جهةٍ وعوائد الأسهم من جهةٍ ثانية.

حدُّ تصحيح الخطأ يشير أيضاً إلى أنَّ نسبة 27.98% من الخطأ يتمُّ تصحيحُها خلال فترةٍ زمنيَّةٍ واحدة (سنة)، الأمر الذي يعني أنَّ تصحيح الخطأ يحتاج إلى 3.5 سنة، لتعودَ عوائد الأسهم إلى مستواها التَّوازنيِّ طويل الأجل، بعد حصول أيَّةِ صدمةٍ في أحدِ المتغيِّرات التَّفسيريَّة.

وقد بلغت قيمةُ معامل التَّحديد المعدل 62.97%، وهو ما يدلُّ على جودة توفيق النَّموذج ومقدرتِه في تفسير التَّغيُّرات في عوائد الأسهم، حيث إنَّ التغيُّرات في المتغيِّرات المستقلَّة من المحتمل أن تفسِّر 62.97% من التغيُّرات في عوائد الأسهم.

وتأخذ معادلة نموذج تصحيح الخطأ الشكل التالي:

$$D(RE_{it}) = - 0.279*(RE_{it}(-1) + 0.510*LINV_{it}(-1) + 0.065*LFDI_{it}(-1) + 0.732*LFB_{it}(-1) - 0.912*LFS_{it}(-1) - 1.125) - 0.636*D(RE_{it}(-1)) - 1.017*D(LINV_{it}(-1)) + 0.226*D(LFDI_{it}(-1)) - 0.357*D(LFB_{it}(-1)) - 0.193*D(LFS_{it}(-1)) + 0.200$$

5-4-3-1-6-1 اختبارات التَّأكُّد من موثوقيَّة VECM:

حيث تمَّ استخدام الاختباراتِ التَّالية للتَّأكُّد من موثوقيَّة نَّموذج تصحيح الخطأ: اختبار استبعاد التَّباطؤات (Wald Test for lag exclusion)، اختبار الارتباط الذَّاتي للبواقي (LM test for Serial Correlation)، واختبار عدم التجانس (عدم ثبات التباين)، اختبار التَّوزيع الطَّبيعيِّ (Normality).

حيث تؤكِّد هذه الاختباراتُ موثوقيَّة اختبار نموذجِ تصحيح الخطأ للعلاقةِ بين الاستثمار وعوائد الأسهم باستخدامِ الـــ (Panel Data)، كما هو مبيَّنٌ بالجدول (5-21).

الجدول (5-21) اختبار موثوقية VECM

VEC Lag Exclusion Wald Test (Chi-squared test statics for lag exclusion) for lag: 1 (Joint test)	**P-Value**
	0.734
VEC Residual Serial Correlation LM test for lag 1.	**P-Value**
0.8295	0.8415
VEC Residual Heteroskedasticity Tests	**P-Value**
	0.1057
VEC Residual Normality test –Joint J-B test	**P-Value**
4.2465	0.5103

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

5-4-3-2 تقدير العلاقة بين الاستثمارِ والقيمةِ السُّوقيَّة وفق نماذجِ السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة (Panel data):

حيث يتمُّ التَّقدير باستخدام نماذج السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة الثَّلاثة: وهي نموذج الانحدارِ التَّجميعيِّ PRM، ونموذج التَّأثيرات الثَّابتة FEM، ونموذج التَّأثيرات العشوائيَّة REM، وعليه يمكن تلخيصُ نتائجِ التَّقدير بالاعتمادِ على مخرجات برنامجِ Eviews10 كما هو مبيَّنٌ بالجدول (5-22).

الجدول (5-22) تقدير العلاقة بين الاستثمارِ والقيمةِ السُّوقيَّة وفق نماذجِ (Panel data)

Dependent variable: LMCit				
Independent variables		**Pooled Regression Model**	**Fixed Effects Model**	**Random Effects Model**
Intercept		0.0995	0.0995	0.0995
Prob.		0.2199	0.0000	0.2291
$DLINV_{it}$	**Coefficient**	-0.4013	-0.4012	-0.4013
	T-statistics	-0.9210	-50.7380	-0.9024
	Prob.	0.3658	0.0000	0.3754
$DLFDI_{it}$	**Coefficient**	0.0560	0.0560	0.0560
	T-statistics	0.5236	3.7891	0.5130
	Prob.	0.6051	0.0009	0.6124
$DLFB_{it}$	**Coefficient**	0.1639	0.1639	0.1639
	T-statistics	1.0636	1.2339	1.0421
	Prob.	0.2977	0.2292	0.3073
$DLFS_{it}$	**Coefficient**	0.0582	0.0585	0.0585
	T-statistics	0.5590	1.2036	0.5477
	Prob.	0.5811	0.2405	0.5887
Adjusted R-squared		%20.71	%20.71	%20.71
F		1.6331	1.2542	1.6331
Prob. F		0.1971	0.3155	0.1971
Observations		32	32	32

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

يتَّضح من الجدولِ أعلاهُ أنَّ القيمَ الاحتماليَّة (Prob. F) الكليَّة للنَّماذج الثَّلاثة (PRM, FEM, REM)، أكبرُ من (0.05) وكذلك قيمة F كانت في النَّماذج الثَّلاثة أصغرُ من 1.96. الأمر الذي يدلُّ على عدم سلامة النَّماذج المدروسة. أمَّا فيما يتعلَّق بالقيم الاحتماليَّة للمعلمات الجزئيَّة فقد كانت إشارةُ متغيِّر الاستثمار المحليِّ ($DLINV_{it}$) سالبةً في كلِّ النَّماذج، ممَّا يجعلها غيرَ متوافقةٍ مع النَّظريَّة الاقتصاديَّة. أمَّا فيما يتعلَّق بالاستثمار الأجنبيِّ المباشر ($DLFDI_{it}$) فقد كانت إشارةُ هذا المتغيِّر موجبةً في كلِّ النَّماذج، وهذا يتَّفق مع النَّظريَّة الاقتصاديَّة. أمَّا فيما يتعلَّق بمشترياتِ الأجانبِ ($DLFB_{it}$) ومبيعات الأجانبِ ($DLFS_{it}$)، فقد كانت إشارةُ المتغيِّرين موجبةً في النَّماذج الثَّلاثة وهذا يتَّفق مع النَّظرية الاقتصاديَّة.

أمَّا فيما يتعلَّق بمعامل التَّحديد (Adjusted R-squared) فقد بلغت قيمتُه في النَّماذج الثَّلاثة 20.71%.

تمَّ التَّطرُّق في هذا الفصل إلى قياس علاقةِ الاستثمارِ بأسعار الأسهم في الاقتصاد المصريِّ خلال الفترة 2001-2017. حيث تمَّت دراسة هذه العلاقةِ من خلال عدَّة نقاطٍ، تمثَّلت النُّقطة الأولى في دراسةِ متغيِّرات البحثِ، وذلك من خلال توصيفِ المتغيِّرات المدروسة. وفي النُّقطة الثَّانية تمَّ تحليل السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات وفق منهجِ التَّكامل، وذلك من خلال اختباراتِ جذرِ الوحدةِ للتَّحقُّق من استقراريَّة السَّلاسل الزَّمنيَّة للمتغيِّرات المدروسة بواسطة اختبارِ (ADF) وتحديد المتغيِّرات الواجب إدخالُها في النَّماذج، ثمَّ في النُّقطة الثَّالثة تمَّ تحليل التَّكامل المشترك بين المتغيِّرات بواسطة اختبارِ جوهانسن واختبارِ العلاقة بين المتغيِّرات المدروسة بواسطةِ طريقةِ المُربَّعات الصُّغرى المُصحَّحة كلِّيَّاً (FMOLS) وطريقة المُربَّعات الصُّغرى الديناميكيَّة (DOLS) ودراسة العلاقة السَّببيَّة بواسطة سببيَّة (Granger causality)، وأخيراً تمَّ اختبار نموذجِ تصحيحِ الخطأ VECM.

كذلك تمَّ التطرُّق من خلال المبحث الرَّابع إلى قياس علاقة الاستثمارِ بأسعار الأسهمِ في الاقتصاد التُّركيِّ والمصريِّ خلال فترة الدِّراسة، حيث تمَّ التعرُّف إلى المتغيِّرات المستخدمة في الدِّراسة ومصادرها، وكذلك التَّعرُّف على بعض المفاهيم المتعلِّقة بتحليل السَّلاسل الزَّمنيَّة المقطعيَّة، والنَّماذج المكوِّنة لها، والبحث عن أفضلها لهذه الدِّراسة عن طريق اختباراتِ المفاضلة بين النَّماذج الثَّلاثة لـــ Panel Data.

كذلك تمَّ التطرُّق إلى اختبارات التَّكامل المشترك لفحص وجود علاقةٍ توازنيَّةٍ طويلة الأجل بين المتغيِّرات المدروسة، ونموذج تصحيح الخطأ، والعلاقة السَّببيَّة بواسطة اختبار سببيَّة Granger المطوَّرة (Toda & Yamamoto – 1995).

النَّتائج:

تمت المحاولة من خلال هذه الأطروحة الإحاطة بموضوع أثر الاستثمار على أسعار الأسهم من خلال دراسة مقارنة بين سوق المال التركي وسوق المال المصري خلال الفترة 2001-2017، وبعد القيام بالدراسة التحليلية لأهم المؤشرات الرئيسية للاقتصاد التركيِّ والمصريِّ من خلال الفصل الثاني والثالث وكذلك بعد إجراء الدراسة القياسيّة بين المتغيّرات التيِّ تضمنتها نَّماذج الدَّراسة، تم التوصل من خلال الدَّراسة التحليليَّة والقياسيَّة إلى النتائج التالية:

أوَّلاً: النَّتائج المتعلِّقة بالاقتصاد التُّركيِّ:

1- حلَّ قطاع الخدمات في المرتبة الأولى من بين القطاعات الاقتصاديَّة المساهمةِ في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ التُّركي خلال فترة الدِّراسة، في حين جاء في المرتبة الثَّانية قطاع الصِّناعة، وأخيراً قطاع الزِّراعة في المرتبة الثَّالثة. ويمكن إرجاع انخفاض نصيبِ كلٍّ من الزِّراعة والصِّناعة في النَّاتج المحليِّ الإجماليِّ للأسباب التَّالية: تنامي دور السِّياحة في الاقتصاد التُّركيِّ، وكذلك تنامي دورِ النَّقد والمصارفِ والتَّأمين والأسواق الماليَّة في الاقتصاد التُّركيِّ وجذبُ الاستثمارات الأجنبيَّة.

2- تم استخدام اختبار جذر الوحدة (ADF) لفحص خواص السلسلة الزمنيَّة للمتغيرات المضمنَّة في نَّماذج الدراسة للفترة 2001-2017، وتبين أنَّ المتغيرات التالية: الاستثمار المحلي، الاستثمار الأجنبي المباشر، مشتريات الأجانب، مبيعات الأجانب، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف، سعر الفائدة غير مستقرة في المستوى ولكنها أصبحت مستقرة عند الفروق الأولى، في حين أنَّ متغير التضخم مستقر عند المستوى، أما المتغيرات التالية: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، إجمالي الديون الخارجية والعرض النقدي لم تستقر عند المستوى ولا عند الفروق الأولى لذلك تم استبعدها من التحليل. لتفسير العلاقة التّكامليَّة في النَّماذج والحصول نتائجَ صحيحةً ومتوافقةً مع المنطق الاقتصاديِّ.

3- للتأكد من وجود علاقة توازنية بين المتغيرات المضمنَّة في نَّماذج الدراسة على المدى الطويل تم استخدام اختبار التكامل المشترك جوهانسن جيسليوس (Johansen and Juselius test)، حيث اتَّضح من نتائجِ اختبارَي الأثر والقيمة المميَّزة العظمى وجود التّكامل المشترك بين المتغيِّرات المضمنّة في نَّماذج الدراسة عند المستوى الدلالة المفروض 5%.

4- تبيَّن من علاقة الانحدار بين الاستثمار المحلي وعوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية وجود علاقة طردية بين المتغيرين المذكورين. الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة " توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017".

5- لا توجد علاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، الأمر الذي يعني قبول فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". ويمكن تفسير ذلك إنَّ الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تم استثمارها في مشاريع مادية لم يتم استثمار عوائدها في سوق المال في الدولة المضيفة (تركيا)، إنما تم استثمارها في توسيع المشاريع القائمة أو استثمارها في مشاريع ملموسة جديدة أو تحويل الفوائض المالية إلى الدولة الأم.

6-توجد علاقة طردية بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة "توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017".

7-توجد علاقة طردية بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة "توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017".

8-توجد علاقة طردية بين النَّاتج المحلِّي الإجماليّ وعوائد الأسهم من جهة والقيمة السُّوقية من جهة أخرى في سوق اسطنبول للأوراق المالية، وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الطردية بين معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الأسهم، فالاقتصاد النشط يولّد أرباحاً جيدة للشركات، ويزيد من العوائد المتوقعة على الاستثمار في الأسهم. كما هو معلوم الناتج المحلي الإجمالي التركي في ارتفاع مستمر فقارب إلى الوصول إلى تريليون دولار أمريكي، وهذا ما تطمح الوصول إليه الحكومة التركية في عيد جمهوريتها المئة في عام 2023.

9- توجد علاقة طردية بين سعر الصرف وعوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، حيث من المفترض وجود علاقة عكسية بين معدلات الصرف وعوائد الأسهم، فعندما تزيد معدلات الصرف، وخصوصاً في الاقتصادات التي تعتمد على التصدير، تنخفض القوة الشرائية بشكل ملحوظ وبالتالي تتحول المدخرات إلى الاستهلاك عوضاً عن الاستثمار مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وعوائدها الرأسمالية.

10- بينت نتائج تحليل الانحدار بين سعر الفائدة وعوائد الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، وجود علاقة طردية بين المتغيرين المذكورين، في حين توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة والقيمة السُّوقية، حيث من المفترض وجود علاقة سلبية بين معدل الفائدة وعوائد الأسهم لسببين رئيسيين:

السبب الأول: يؤثر ارتفاع معدلات الفائدة على مستوى أرباح الشركات بسبب ارتفاع تكلفة الديون، وبالتالي يتأثر السعر الذي سوف يدفعهُ المستثمرون لشراء أسهم هذه الشركات انخفاضاً بسبب انخفاض التوقعات بشأن الأرباح والتوزيعات، وعند انخفاض أسعار الفائدة يحدث العكس.

السبب الثاني: يشتري العديد من المستثمرين أسهمهم من خلال الاقتراض، وبالتالي فعند ارتفاع معدلات الفائدة تصبح تكلفة الاقتراض عالية، وسوف يتردد المستثمرين في الاقتراض من أجل تحقيق عائد أعلى على الاستثمار في الأسهم، لأنَّ المهمة تصبح أصعب في حالة ارتفاع معدل الفائدة والذي يترافق مع ارتفاع معدل التضخم، وبالتالي سوف ينخفض الطلب الكلي على الأسهم وتنخفض الأسعار، ومن البديهي أنَّ تقلبات أسعار الأسهم انخفاضاً سوف تؤثر سلباً على الأرباح والعوائد الرأسمالية للأسهم. في حين يؤكد بعض الباحثين أنَّ العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم ليست سلبية، ويدعمون آرائهم انطلاقاً من نموذج خصم التوزيعات المستقبلية.

11- لتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرات وقياسها تم استخدام اختبار سببية غرانجر وتبين أنَّ هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من عوائد الأسهم باتجاه: الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومبيعات الأجانب، والناتج المحلي الإجمالي، كذلك كان هناك أيضاً علاقة أحادية الاتجاه تتجه من سعر الفائدة باتجاه عوائد الأسهم. وهذا يعني أنَّ التغيرات السابقة في عوائد الأسهم تفسر التغيرات الحالية في الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومبيعات الأجانب، والناتج المحلي الإجمالي. حيث يُعد ذلك دليلاً على تأثر عوائد الأسهم بالمتغيرات آنفة الذكر، الأمر الذي يؤكد أيضاً على أنَّ أي تغير في المتغيرات آنفة الذكر سوف يؤثر على عوائد الأسهم.

كذلك فإن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من سعر الفائدة باتجاه عوائد الأسهم، يدل على أنَّ التغيرات السابقة في أسعار الفائدة تفسر التغيرات الحالية في عوائد الأسهم. حيث تعتبر معدلات الفائدة وتوقعاتها المستقبلية من أهم مدخلات القرار الاستثماري، فإذا كان الفرد يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة، فإنَّه لن يتجه إلى الاستثمار طويل الأجل، والعكس بالعكس.

12- توجد علاقة طردية بين مشتريات الأجانب والقيمة السُّوقية في سوق اسطنبول للأوراق المالية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب والقيمة السُّوقية خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة "توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب والقيمة السُّوقية خلال الفترة 2001-2017".

13-توجد علاقة عكسية بين مبيعات الأجانب والقيمة السُّوقية في سوق اسطنبول للأوراق المالية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السُّوقية خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة "توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السُّوقية خلال الفترة 2001-2017".

14- بيَّنت نتائج اختبار سببية غرانجر أنَّ هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من القيمة السُّوقية باتجاه: الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومبيعات الأجانب، والناتج المحلي الإجمالي، كذلك كان هناك أيضاً علاقة أحادية الاتجاه تتجه من سعر الفائدة باتجاه القيمة السُّوقية. وهذا يعني أنَّ التغيرات السابقة في القيمة السوقية تفسر التغيرات الحالية في الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، ومبيعات الأجانب، والناتج المحلي الإجمالي. حيث يُعد ذلك دليلاً على تأثر القيمة السُّوقية بالمتغيرات آنفة الذكر، الأمر الذي يؤكد أيضاً على أنَّ أي تغير في المتغيرات آنفة الذكر سوف يؤثر على القيمة السُّوقية.

كذلك فإن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من سعر الفائدة باتجاه القيمة السُّوقية، يدل على أنَّ التغيرات السابقة في أسعار الفائدة تفسر التغيرات الحالية في القيمة السُّوقية. حيث تعتبر معدلات الفائدة وتوقعاتها المستقبلية من أهم مدخلات القرار الاستثماري، فإذا كان الفرد يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة، فإنَّه لن يتجه إلى الاستثمار طويل الأجل، والعكس بالعكس.

15- بينت نتائج نَّماذج تصحيح الخطأ (VECM) أنَّ هناك علاقةً طويلة الأجل بين المتغيِّرات التفسيرية التي تضمنتها نَّماذج الدراسة من جهةٍ والمتغيرات المفسَّرة (عوائد الأسهم والقيمة السُّوقية) من جهةٍ ثانيةٍ.

ثانياً: النَّتائج المتعلِّقة بالاقتصاد المصريِّ:

1- تصدَّر قطاع الخدمات القطاعات المساهمةِ في النَّاتج المحلِّي الإجماليِّ المصريِّ خلال فترة الدِّراسة، في حين جاء في المرتبة الثَّانية قطاع الصِّناعة، وأخيراً قطاع الزِّراعة في المرتبة الثَّالثة. يمكن إرجاعُ زيادة نسبة مساهمةِ قطاع الخدماتِ في الناتج المحليِّ الإجماليِّ المصريِّ، إلى استمرار وجود عجزٍ تجاريٍّ لمصر خلال فترة الدراسة، وزيادة نصيب الواردات عن الصَّادرات السِّلعيَّة، وكذلك يمكن تفسير ذلك بأنَّه لم تدخل صناعات خارجيَّة أو رؤوس أموال أجنبيَّة لدعم القطاع الصِّناعيِّ بسبب سيطرة رأس المال المحليِّ على قرارات الحكومة، ومنع استقبال الشَّركات الأجنبيَّة، الأمر الذي خفض دور الصِّناعة في النَّاتج المصريِّ لصالح قطاع الخدمات.

2- بيَّنت نتائج اختبار (Jarque-Bear) أنَّ المتغيِّرات التي تضمَّنتها نماذج الدِّراسة تتبع التَّوزيع الطَّبيعيَّ عند مستوى الدلالة المفروض، باستثناء المتغيَّرات التاليّة: التضخم، وسعر الصرف، وسعر الفائدة، وإجماليُّ الدَّين الخارجيِّ.

3- بيَّنت نتائج اختبار جذرِ الوحدة (ADF) المستخدم لفحص خواص السلسلة الزمنيَّة للمتغيرات المضمنَّة في نَّماذج الدراسة للفترة 2001-2017، أنَّ المتغيرات التالية: الناتج المحلي الإجمالي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، وسعر الصرف وسعر الفائدة، غير مستقرة لا في المستوى ولا عند الفروق الأولى، لذلك تم استبعدها من التحليل، والإبقاء على المتغيرات المستقرة لتفسير العلاقة التّكامليَّة في النَّماذج والحصول نتائجَ صحيحةً ومتوافقةً مع المنطق الاقتصاديِّ.

4- تم استخدام اختبار التكامل المشترك جوهانسن جيسليوس (Johansen and Juselius test)، للتأكد من وجود علاقة توازنية بين المتغيرات المضمنَّة في نَّماذج الدراسة على المدى الطويل حيث اتَّضح من نتائجِ اختبارَي الأثر والقيمة المميَّزة العظمى وجود التّكامل المشترك بين المتغيِّرات المضمنّة في نَّماذج الدراسة عند المستوى الدلالة المفروض 5%. ممَّا يعني أنَّ هذه المتغيِّرات لا تبتعد عن بعضها في الأجل الطَّويل، بحيث تظهر سلوكاً متشابهاً.

5- بينَّت نتائج تحليل الانحدار بين الاستثمار المحلي وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية وجود علاقة طردية بين المتغيرين المذكورين. الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة " توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017".

5- توجد علاقة عكسية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة. وعليه فإنَّ للاستثمارات الأجنبية المباشرة دور سلبي في عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، وهذا لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ومخالف للنتيجة التي توصلت إليها دراسة (Vladimir et al., 2013)، والتي توصلت إلى وجود دور إيجابي للاستثمارات الأجنبية المباشرة في سوق الأسهم الكرواتية.

6- لا توجد علاقة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، الأمر الذي يعني قبول فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017".

7- توجد علاقة طردية بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة "توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وهذا بخلاف دراسة (عبدالعال، 2013)، ودراسة (عواد، 2016) التي توصلت إلى وجود آثار سلبية لتعاملات الأجانب بالرغم من زيادة حجمها في سوق الأوراق المالية المصرية.

8- توجد علاقة طردية بين العرض النقدي وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الطردية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، حيث إنَّ زيادة العرض النقديَّ تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم، وذلك لأنَّ زيادة العرض النقديَّ تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماريِّ مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهمِ

وارتفاع أسعارها السُّوقية، بمعنى أخر إنَّ الزيادة في العرض النقديَّ تؤدي إلى الزيادة في الشراء وبالتالي زيادة الأرباح مما ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم.

9- بينت نتائج تحليل الانحدار بين إجمالي الديون الخارجية وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، وجود علاقة طردية بين المتغيرين المذكورين. الأمر الذي يعني أن الأموال المقترضة يستثمر جزءً منها للاستثمار في الأسهم بهدف تحقيق عائد أعلى على الاستثمار في سوق الأسهم.

10- تم استخدام اختبار سببية غرانجر لتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرات المضمنَّة في النَّماذج وقياسها، وتبين أنَّ هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من المتغيرات التالية: مشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب، وإجمالي الديون الخارجية باتجاه عوائد الأسهم. كذلك كان هناك أيضاً علاقة ثنائية الاتجاه بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد الأسهم. وهذا يعني أنَّ التغيرات السابقة في مشتريات الأجانب، ومبيعات الأجانب، وإجمالي الديون الخارجية تفسر التغيرات الحالية في عوائد الأسهم.

كذلك فإن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد الأسهم، يدل على أنَّ التغيرات السابقة في الاستثمار الأجنبي المباشر تفسر التغيرات الحالية في عوائد الأسهم. وكذلك التغيرات السابقة في عوائد الأسهم تفسر التغيرات الحالية في الاستثمار الأجنبي المباشر.

11– بينَّت نتائج تحليل الانحدار بين الاستثمار المحلي والقيمة السوقية في سوق الأوراق المالية المصرية وجود علاقة طردية بين المتغيرين المذكورين. الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ والقيمة السوقية خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة " توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار المحليِّ والقيمة السوقية خلال الفترة 2001-2017".

12- توجد علاقة عكسية بين الاستثمار الأجنبي المباشر والقيمة السوقية في سوق الأوراق المالية المصرية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين الاستثمار الأجنبيِّ المباشر والقيمة السوقية خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة.

13- توجد علاقة طردية بين مشتريات الأجانب والقيمة السوقية في سوق الأوراق المالية المصرية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مشتريات الأجانب وعوائد الأسهم خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة.

14-توجد علاقة طردية بين مبيعات الأجانب والقيمة السوقية في سوق الأوراق المالية المصرية، الأمر الذي يعني رفض فرضية العدم التي تنص على: "لا توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السوقية خلال الفترة 2001-2017". وقبول الفرضية البديلة "توجد علاقةٌ ذات دلالةٍ إحصائيَّة بين مبيعات الأجانب والقيمة السوقية خلال الفترة 2001-2017".

15-بينت نتائج تحليل الانحدار بين إجمالي الديون الخارجية والقيمة السوقية في سوق الأوراق المالية المصرية، وجود علاقة طردية بين المتغيرين المذكورين. الأمر الذي يعني أن الأموال المقترضة يستثمر جزءً منها للاستثمار في الأسهم مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم.

16- توجد علاقة طردية بين العرض النقدي والقيمة السوقية في سوق الأوراق المالية المصرية، وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية. حيث إنَّ زيادة العرض النقديَّ تؤدي زيادة أسعار الأسهم، وذلك لأنَّ زيادة العرض النقديَّ تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماريِّ مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهمِ وارتفاع أسعارها السُّوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للأسهم.

17- بينت نتائج نَّموذج تصحيح الخطأ (VECM) أنَّ هناك علاقةً طويلة الأجل بين المتغيِّرات التفسيرية التي تضمنها نموذج عوائد الأسهم من جهةٍ والمتغير المفسَّر (عوائد الأسهم) من جهةٍ ثانيةٍ.

ثالثاً: نتائج الـــ(Panel Data) المتعلِّقة بالاقتصاد التُّركي والمصريِّ:

1- بيَّنت نتائج اختبار (Jarque-Bear) أنَّ المتغيِّرات المدروسة تتبع التَّوزيع الطَّبيعي عند مستوى الدلالة المفروض (0.05).

2- بيَّنت نتائج اختبار جذر الوحدةِ (LLC, IPS, ADF) بأنَّ البيانات غيرُ مستقرَّة عند المستوى، في حين أصبحت مستقرَّةً عند الفروق الأولى، ممَّا يعني أنَّها متكاملةٌ من الدَّرجة الأولى.

3- باستخدام نماذجِ البيانات الطُّولية الثَّلاثة (نموذج الانحدار التَّجميعيِّ PRM، ونموذج التَّأثيرات الثَّابتة FEM، ونموذج التَّأثيرات العشوائيَّة REM)، تبيَّن أفضليَّة نموذج الأثار الثَّابتة لتقدير العلاقة بين الاستثمار وعوائد الأسهم، أمَّا فيما يتعلَّق بتقدير العلاقة بين الاستثمار والقيمة السُّوقيَّة فقد تبيَّن عدمُ سلامة نماذج البيانات الطُّوليَّة الثَّلاثة.

4- توجد علاقة توازنيَّةٌ في الأجل الطَّويل وفق نتائج اختبار Pedroni وKao بين المتغيِّرات التَّفسيريَّة التَّالية: الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، وتعاملات الأجانب وبين عوائد الأسهم. ممَّا يعني أنَّ هذه المتغيِّرات لا تبتعد عن بعضها في الأجل الطَّويل، بحيث تظهر سلوكاً متشابهاً.

5- تبيَّنَ وفق اختبار سببيَّة Granger المطوَّرة (Toda & Yamamoto - 1995) وجود علاقةٍ سببيَّة ثنائية الاتجاه بين الاستثمار المحليِّ وعوائد الأسهم، في حين توجد علاقةٍ سببيَّة أحادية الاتجاه من مشتريات الأجانب باتجاه عوائد الأسهم.

إنَّ وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الاستثمار المحلي وعوائد الأسهم، يدل على أنَّ التغيرات السابقة في الاستثمار المحلي تفسر التغيرات الحالية في عوائد الأسهم. وكذلك التغيرات السابقة في عوائد الأسهم تفسر التغيرات الحالية في الاستثمار المحلي. إن وجود علاقةٍ سببيَّة أحادية الاتجاه من مشتريات الأجانب باتجاه عوائد الأسهم، يعني أنَّ التغيرات السابقة في مشتريات الأجانب تفسر التغيرات الحالية في عوائد الأسهم.

6- أشارت نتائج اختبار (VECM) إلى وجودِ علاقةٍ طويلةٍ وقصيرةِ الأجل تتَّجه من الاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، وتعاملات الأجانب إلى عوائد الأسهم.

التَّوصيات:

بعد استعراض المعلومات والبيانات وتحليلها بهذه الدراسة ومناقشتها في ظل الفرضيات المطروحة، وبناءً على النتائج المتحصل عليها يمكن اقتراح جملة من التوصيات من شأنَّها تطوير سوق اسطنبول وسوق مصر للأوراق المالية والاستفادة منها في تطوير سوق دمشق للأوراق المالية، وتفعيل دورها في جذب المزيدَّ من المستثمرين وتوجيه الاستثمارات في قنوات استثمارية تحقق أهداف المستثمرين من جهة وزيادة الناتج القومي من جهة أخرى، وهي كما يلي:

1- الاستعانة بالمستشارين الماليين عند اتخاذ أي قرار استثماري، وذلك بهدف التعرَّف على الفرص المتاحة في السوق المالي.

2- تشجيع إنشاء المزيد من المؤسسات الخدمات الماليّة التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة في السُّوق المالي، لتسهيل وتوفير المعلومات المالية لدَّى المستثمر.

3- تخفيّض أسعار الضريبة على أرباح الشركات المدرجة في السوق المالي، وتشجيعها على إصدار المزيد من الأسهم بهدف تمويل أنشطتها بدلاً من الاتجاه إلى الاقتراض.

4- دعم جهود تطبيق حوكمة الشركات، من أجل بلوغِ مستوى جيد من الإفصاح والشفافية في المعاملاتِ، مما يقلل ما يُعرف باحتكار المعلومات.

5- العمل على متابعة الجهود في مجال تعميّق السُّوق وزيادة كفاءتهُ وسيولتهُ وزيادة نشر الوعي لدى المواطنين بالسوق المصري للأوراق المالية والاستثمار فيه، بهدف رفع مستوى الوعيّ الاستثماريِّ، ولا سيما لدَّى العاملين في الخارج والذين يبحثون عن استثمار مدَّخراتهم.

6- الاستفادة من الأبحاث الأكاديمية المنّجزة من قبل الباحثين والمختصين في مجال الأسواق المالية، وخاصة فيما يتعلق بالسوق المصري والتركي للأوراق المالية، وذلك بهدف تحسيّن وتطوير نشاط السوق بما يساهم في جذب المزيد من المستثمرين المحليّن والأجانب.

7- إنَّ توفير المناخ الاستثماريِّ الملائم وتوفير الوضع الاقتصادي والسياسي الملائمين للاستثمار يعتبر من أهم العوامل المؤثرة في قرارات المستثمرين لتوظيّف أموالهم في البلد المضيف. وهذا ما تم ملاحظته من انخفاض حجم الاستثمارات المحلية والأجنبية في مصر بعد أحداث 2011،

وكذلك انخفاض حجم الاستثمارات في تركيا في عام 2016 –2017، بسبب محاولة الانقلاب الفاشلة، الأمر الذي دفع المستثمرين المحليين والأجانب عن الامتناع عن الاستثمار بسبب عدم توفر البيئة المناسبة للاستثمار والبحث عن دول أكثر أمان لاستثماراتهم.

8- إنَّ تنويّع الأوراق الماليّة واستحداث أنواع جديدة منها وتداولها في سوق الأوراق الماليّة، يعمل على جذب المزيد من الاستثمارات الجديدة للسوق على المستوى المحليِّ والمستوى الدوليِّ، الأمر الذي يؤدي إلى توفير الأموال اللازمة لتمويل الشركات وإقامة المشاريع التي تؤدي إلى زيادة الناتج القومي ورفع مستوى التنمية الاقتصادية للبلد المضيف، وتحقيق الرفاهية للمواطنيّن.

9- العمل المستمر على تطوير القوانين والأنظمة المنظمة للاستثمار وجعلها تتميز بالوضوح والشفافيّة، والعمل على تطوير الهيئات الاستثماريَّة، بهدف توفير المعلومات الدقيقة حول الفرص الاستثمارية المتاحة، الأمر الذي يؤدي إلى جذب المزيد من المستثمرين.

10- العمل على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبيَّة غير المباشرة، من خلال منح الحوافز والمزايا التفضيليّة، حيث إنَّ المستثمر الأجنبيِّ يبحث عن الاستثمار في الدولِ التيِّ تقدَّم له أفضل الحوافز والمزايا وخاصة فيما يتعلق بالإعفاءات الضريبيَّة.

التوصيات والمقترحات المتعلقة بالاقتصاد السوري:

صدر العديد من التشريعات في سورية التي تتضمن الإعفاءات من الضرائب لجذب الاستثمارات المحلية والخارجية، بالرغم من ذلك لم يكّن هناك تدفق للاستثمارات. إذاً هناك أسباب أخرى يجب البحث عنها ومراعاتها من أجل الوصول إلى جذب استثمارات كبيرة وحقيقية للاقتصاد السوري والذي يُعد بأمس الحاجة إليها وخاصة في المرحلة المقبلة (مرحلة إعادة الإعمار) بعد الحرب الكونيّة على سورية التي استنزفت الرصيد الاقتصادي والاجتماعي وخلقت تحديات سياسية واقتصادية واجتماعية، وتوظيّف هذه الاستثمارات في مشاريع البنية التحتية وتطوير كافة القطاعات الإنتاجيّة والعمل على الاستثمار الأمثل للموارد المتاحة وتوظيفها بالشكل الذي يحقق المنفعة القصوى.

ويمكن الاستفادة من النجاحات التي حققها الاقتصاد التركي بعد عام 2002، وتطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي القائمة على اعتماد مبادئ الحرية الاقتصادية، وتشجيع الاستثمارات الأجنبية بشقيها المباشر وغير المباشر، حيث يعتبر الاستثمار الأجنبيُّ المباشر وسيلةً ذات أهميَّة تساهم في دفع عجلة التَّنمية الاقتصاديَّة والاجتماعيَّة للدَّولة، إذ تعمل على زيادة القدرات الإنتاجيَّة للدَّولة وتوظيف العمالة الوطنيَّة وتصنيع المواد الأوّليَّة المحلِّيَّة الرَّخيصة كالقطن والنِّفط....وغيرها من الموارد، الأمر الذي يؤدّي إلى زيادة الإنتاج وزيادة معدَّل النُّمو الاقتصاديِّ، وهذا من خلال زيادة التَّكامل بين القطاعات، ممَّا يحقِّق تنمية متواصلة ومتنامية، ويتم هذا عن طريق نقل التكنولوجيا ورؤوس الأموال من دولة إلى أخرى. وعليه يجب تهيئة البيئة الاستثماريَّة المناسبة، وخلق المناخ الملائم لجذبِ الاستثمار الأجنبيِّ في مختلف الأنشطة الاستثماريَّة. وخاصة بعد سنَّ العديد من التشريعات التي تهدف إلى جذب الاستثمارات إلى سورية بعد إحداث هيئة الاستثمار بموجب المرسوم التشريعي رقم (9) لعام 2007 وتعديل قانون الاستثمار رقم (8) لعام 2007، والأنظمة المعمول بها حالياً.

وبهدف الاستفادة من النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية، يوصي الباحث فيما يتعلق بالاقتصاد السوري بما يلي:

1- تنشيط وتفعيل دور سوق دمشق للأوراق المالية من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق، حيث أنَّ عدد الشركات المدرجة في السوق قليل جداً وترتكز معظمها في قطاع

المصارف والتأمين، وهنا لابد من تشجيع إدراج شركات من قطاعات أخرى، كشركات التشييد والبناء والسياحة وغيرها من الشركات. ويمكن أن يتم ذلك من خلال تشجيع التحول من شركات الأشخاص إلى الشركات المساهمة، نظراً لما تحققه عملية التحول من مزايا سواء بالنسبة لمديري شركات الأشخاص والاقتصاد الوطني كلل، وعلى الرغم من صدور العديد من القوانين التي تشجع على ذلك وخصوصاً المرسوم رقم /61/ لعام 2007 الخاص بتحويل نوع الشركة وإعادة تقويم أصولها الثابتة إلا أنَّ عملية التحول لم تتم إلا بشكل محدود ويمكن إرجاع ذلك للأسباب التالية:

1-1 إن التحول من الشركات العائلية إلى شركات مساهمة يشترط بالضرورة تطبيق مبدأ فصل الإدارة عن الملكية، وهذا ما يترتب عليه فقدان العائلة للوضع الاجتماعي المتميز بسبب ملكيتها للشركة وكذلك سيطرة الغير على إدارة الشركة وإقصاء دور العائلة عن مكتسبات تحققت بفضل جهود العائلة عبر سنوات طويلة. وعليه يجب زيادة الوعي الاقتصادي لدى القطاع العائلي لمزايا التحول من الشركات العائلية إلى الشركات المساهمة، وإعادة النظر بالقوانين والأنظمة وآلية تطبيقها ومكافحة التهرب الضريبي الغير مشروع.

1-2 إن غالبية قطاع الأعمال السوري هو اقتصاد ظل لا يتسم بالشفافية، وذلك بهدف التهرب الضريبي، واشترط المرسوم في مادته الأولى إعادة تقييم أصول الشركة للبدء بإجراءات التحول أو الاندماج، مما يعني ضرورة الإفصاح وإعادة تقييم أصول هذه الشركات بقيمها الحقيقية، الأمر الذي يترتب عليه خضوعها للضريبة، الأمر الذي دفع بأصحاب هذه الشركات بعدم تطبيق المرسوم تفادياً لخضوعهم للضرائب.

2- العمل على توفير البيئة المناسبة لإحداث صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية وإدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك استناداً لنظام صناديق الاستثمار الذي أصدرته هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بتاريخ 2011/8/18، وذلك بهدف الاستفادة من دور صناديق الاستثمار في تمويل الاستثمار وتوجيهه.

3- تشجيع إنشاء شركات وبنوك استثمار وذلك من خلال سن القوانين والتشريعات الناظمة لعمل هذه الشركات، ويمكن الاستفادة من التجربة التركية في هذا المجال وفقاً لقانون الاستثمار التركي لعام 2012، وقانون الاستثمار المصري رقم 72 لعام 2017.

4- العمل على تحقيق أكبر قدر ممكن من الشراكات الاقتصادية الدولية لتعزيز الصادرات السورية، بهدف تحقيق معدلات نمو مرتفعة.

5- العمل على توجيه الاستثمار نحو قطاعات الإنتاج المادي المولد لفرص العمل في الزراعة والصناعة، حيث أنَّه تم توجيه الاستثمار نحو قطاع الخدمات والسياحة والعقارات والمصارف والتأمين في العقد الماضي في ظل سياسات ونهج التحرر الاقتصادي والانتقال لاقتصاد السوق الاجتماعي.

المراجع:

الكتب:

1. حداد، فايز سليم. (2009). الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان.
2. حنفي، عبدالغفار، وقرياقص، رسمية. (2008). الأسواق والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية.
3. الحوراني، أكرم محمود، وحساني، عبدالرزاق حسن. (2017). النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.
4. خليل، سامي. (1994). نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة، الجزء الثاني، الكويت.
5. الراوي، خالد وهيب. (2009). إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، عمان.
6. شيخي، محمد. (2011). طرق الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر.
7. الطويل، رواء زكي يونس. (2010). الاقتصاد التركي والأبعاد المستقبلية للعلاقة العراقية التركية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
8. علي، عبد المنعم، والعيسى، نزار سعد الدين. (2004). النقود والمصارف والأسواق المالية، جامعة عمان، الطبعة الأولى.
9. فاخر، عبد الستار حيدر. (2002). التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصادي الكلي، دار المريخ، المملكة العربية السعودية.
10. مطر، محمد، وتيم، فايز. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
11. المليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (2011). تحليل وتشكيل المحافظ المالية، جامعة بنها، كلية التجارة، القاهرة.

الأبحاث:

1. أبو عمشة، محمد كمال. (2013). الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 61-62، ص ص 70-115.

2. ادم، الهادي أحمد الدوم، وموسى، علي إبراهيم. (2017). استخدام نماذج الاتجاه العام والانحدار الخطي المتعدد في التنبؤ بقيم الظاهرة الاقتصادية في المستقبل، مجلة الدراسات العليا، جامعة النيلين، المجلد 7، العدد 26، ص ص 295-320.

3. إسماعيل، إبراهيم يعقوب، وصالح، هلال يوسف. (2016). إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية "دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم التكنولوجيا، المجلد 17، العدد 2، ص ص1-24.

4. إسماعيل، السيدة عبدالفتاح عبدالسلام. (2005). محددات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، مجلة التجارة والتمويل، المجلد 2، العدد 2، ص ص1-41.

5. آل طعمة، حيدر حسين. (د.ت). أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي، جامعة كربلاء، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 73، ص ص363-381.

6. بتال، أحمد حسين، ومطر، سراب عبدالكريم. (2017). أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية: تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة 2005-2015، مجلة الاقتصاد والأعمال – غزة، المجلد 25، العدد 2، ص ص96-117.

7. البدراني، ظافر رمضان مطر، والحموشي، وسن رعد ذنون. (2012). دراسة في سلوك معيار SIC باستخدام المحاكاة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21)، ص ص 1-23.

8. بن مرزوق، نبيل، وسراي، صالح. (2018). الاستثمار الأجنبي المباشر ودوره في ترقية الصناعة السياحية في الجزائر– دراسة تحليلية تقييمية، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 3.

9. بو حسون، ياسر، وزهرة، شادي أحمد. (2005). الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 1.

10. التميمي، زهرة حسن عباس، وحميد، خديجة عدنان. (2016). منهج تحليل متجه الارتباط الذاتي (VAR) وتصحيح الخطأ (VEC) باستخدام الـــ (Panel Data) مع حالة تطبيقية: الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي للمدة (1970-2012)، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 30، ص ص1-30.

11. الجبوري، ياسمين، وباسم البدري. (2017). تطبيق نموذج الجاذبيّة في التّجارة الخارجيّة (حالة تطبيقيّة عن الجلود في العراق للمدّة (1990-2014))، مجلّة العلوم الزّراعيّة العراقيّة، المجلد 4، العدد 48، ص ص 1032-1039.

12. الجمّال، زكريا. (2012). اختيار النّموذج في نماذج البيانات الطّوليّة الثّابتة والعشوائيّة، المجلة العراقيّة للعلوم الإحصائيّة، العدد 21، ص ص 266-285.

13. جمعه، مرفت سيف الدين. (2017). المحددات الجغرافية للتجارة الخارجية السورية مع دول الجوار وفق نموذج الجاذبية، مجلة جامعة البعث، المجلد 39، العدد 49، ص ص11-38.

14. الحجايا، سليم سليمان. (2018). محددات الإنفاق العام في بعض الدول العربية للفترة (2000-2014)، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، ص ص93-110.

15. خلف، عمار حمد، وعزيز، رفل جميل. (2016). تحليل العلاقة السببية بين البنية المالية التحتية والاستثمارات الأجنبية في ماليزيا واندونيسيا للمدة من (1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 91، ص ص322-339.

16. رشاد، ندوى خزعل. (2011). استخدام اختبار غرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 19، ص ص 267-288.

17. الزيود، حسين علي، والحوري، سليمان إبراهيم. (2012). تحليل الارتباط الديناميكي الشرطي في الأسواق المالية الناشئة، دراسة حالة بورصة عمان وبورصة السعودية خلال الفترة 1998-2009، مجلة المنارة، المجلد 18، العدد 2، ص ص127-152.

18. سعيدي، يحيى، والعمراوي، سليم. (2013). مساهمة قطاع السياحة في تحقيق التنمية الاقتصادية (حالة الجزائر)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 36، ص ص93-114.

19. سلمان، محمد صالح. (2014). تحليل العلاقة السببية الطويلة والقصيرة الأجل بين سعر النفط الخام العالمي وسعر الذهب وسعر صرف الدولار، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 75، ص ص332-353.

20. السواعي، خالد محمد. (2017). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على المتغيرات الكلية في الاقتصاد الأردني، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلد 3، العدد 1، ص ص 62-95.

21. شاكر، صابر عدلي. (2015). العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية: حالة مصر، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد 29، العدد 2، الجزء الأول، ص ص1-23.

22. الشريده، محمد عبيد. (2016). نقل التكنولوجيا بواسطة الاستثمار الدولي في القانون البحريني (دراسة مقارنة)، المجلة المصرية للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد 8، الجزء 1، ص ص63-97.

23. صالح، مفتاح، وعلي، بوعبدالله. (2013). واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، ص ص 65-86.

24. الصاوي، عبد الحافظ. (2016). خرائط القوى الداخلية في الجمهورية التركية– خرائط القوى الاقتصادية التركية، الجزء الثاني، المعهد المصري للدراسات السياسية والاستراتيجية.

25. الطويل، رواء زكي يونس. (2008). تركيا وصندوق النقد الدولي (2000-2002)، مركز الدراسات الإقليمية، دراسات إقليمية، المجلد 5، العدد 12، ص ص1-34.

26. العارضي، جليل كاظم مدلول، وجعفر، زيد عبد الزهرة. (2016). إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى – بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد 38، ص ص241-268.

27. عبد الحكيم، هشام طلعت، وحسن، أنوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستعمال نموذج الخصم – نموذج جوردن "دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في

سوق العراق للأوراق المالية"، الجامعة المستنصرية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، العراق، 2010، ص ص52-67.

28. عبد الرزاق، كنعان عبداللطيف، والجبوري، أنسام خالد حسن. (2012). دراسة مقارنة في طرائق تقدير انحدار التكامل المشترك مع تطبيق عملي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة العاشرة، العدد 33، ص ص151-172.

29. عبد الزهرة، كرار سليم وآخرون. (2013). قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 29، ص ص189-218.

30. عبدالعال، علا عادل علي. (2013). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 63 – 64، ص ص74-94.

31. عبدالعظيم، عادل. (2007). اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 67، تشرين الثاني.

32. العبدلي، عابد. (2007). محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح عبدالله كامل للاقتصاد الإسلامي _ مصر، المجلد 11، العدد 32، ص ص1-56.

33. عربش، شفيق، وعثمان، نقار، واسماعيل، رولى شفيق. (2011). اختبارات السببيّة والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 5، ص ص 75-97.

34. العزاوي، وصال نجيب، والطويل، رواء زكي يونس. (2002). العلاقات الإقليمية لتركيا، سلسلة دراسات استراتيجية، العدد 34، مركز الدراسات الدولية، جامعة بغداد، العراق.

35. عطية، محمود صالح. (2012). تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي، العدد 54، ص ص1-35.

36. علي، إبراهيم محمد. (2018). التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة – استكشاف العلاقة التوازنية طويلة الأجل في الاقتصاد المصري، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 1، ص ص107-122.

37. علي، رغد جلال، والزبيدي، خالد محمد، ومحمود، زهرة هادي. (2017). تحليل اقتصادي لاستجابة عرض محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة (1980-2014)، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية، المجلد 17، العدد 1، ص ص274-286.

38. عواد، فاضل جويد. (2016). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية للمدة 1996-2010، السوق المالية في مصر أنموذجاً، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 47، ص ص105-130.

39. فضل، حسن توكل أحمد. (2017). استخدام نموذج قياسي للكشف عن محددات ديون السودان الخارجية خلال الفترة 1980-2008، مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتطبيقية، المجلد 1، العدد 2، ص ص1-29.

40. فضل، حسن توكل أحمد. (2018). دراسة العلاقة السببية طويلة الأجل بين معدلات سعر الصرف والاحتياطي من النقد الأجنبي في السودان للفترة 1975-2016، باستخدام منهجية (Toda and Yamamoto-1995)، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز الديموقراطي العربي، ألمانيا، برلين، العدد 2، ص ص23-43.

41. كاظم، أحمد صالح حسن. (2016). تحليل العلاقة بين الإيرادات النفطية والاستدامة المالية في العراق للمدة (1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 94، ص ص428-449.

42. الكبيسي، محمد صالح سلمان، وحسن، نضال قادر. (2014). قياس وتحليل العلاقة السببية بين الإنفاق الحكومي الاستثماري والناتج المحلي الإجمالي غير النفطي في العراق للمدة (1990–2011)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 78، ص ص278-296.

43. مجيد، رجاء كامل. (2017). دراسة تطبيقية عن تحليل نماذج البيانات المقطعية الثابتة والعشوائية والمختلطة المقاسة في فترات زمنية محددة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 100، المجلد 23، ص ص 542-552.

44. محمد سراج، نصر الدين أحمد. (2016). أثر المؤشرات المحاسبية على القيمة السُّوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الجوف بالمملكة العربية السعودية–كلية العلوم الإدارية والإنسانية، المجلد 17، العدد 1، ص ص172-186.

45. محمد، أياد طاهر، وأحمد، صلاح حسن. (2013). الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، ص ص99-126.

46. المصبح، عماد الدين أحمد. (2006). محددات التضخم في سورية خلال الفترة (1970-2004)، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، 34 (4)، ص ص45-71.

47. مصطفى، صايم، وعبدالناصر، بوثلجة. (2018). نموذج مقترح لكيفية المفاضلة بين الاستثمار في الأسهم "دراسة مقارنة تحليلية لكل من سهم JTEL&JOPT المدرجين في بورصة عمان المالية، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، ألمانيا، العدد 4، ص ص116-138.

48. النداوي، خضير عباس احمد. (2016). التحولات السياسة والتطورات الاقتصادية التركية المعاصرة الخلفيات والتجليات والاحتمالات المستقبلية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 88، ص ص 348-368.

49. نوفل، موسى عبد الهادي وأخرون. (2012). تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية باستخدام معدل العائد للفترة من 1997-2007، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، ص ص211-344.

الأطروحات:

1. بركة، آلاء أكرم. (2014). محددات وطرق قياس إنتاجية العمل في سورية "دراسة قياسية"، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.

2. خليل، فاطمة صالح. (2015). أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، رسالة ماجستير منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.

3. دللول، محمد إياد. (2014). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في الناتج المحلي الإجمالي في سورية للفترة (2000- 2010)، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.

4. الشهاب، أيمن. (2015). اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة، دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها في سوريا، رسالة دكتوراه منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة حلب.

5. 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.

6. عبد الكريم، سماح غانم. (2015). ظاهرة التضخم الركودي في الاقتصاد السوري، دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.

7. عيساوي، حنان خالد حنش. (2016). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة: سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان أنموذجاً، رسالة ماجستير منشورة، جامعة القادسية، كلية الإدارة والاقتصاد.

8. مصطفي، عبد العظيم عبد الرحمن البشير. (2016). مؤشرات الأداء المالي المبنية على الأرباح والمبنية على النقدية ودورها في التنبؤ بعوائد الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة دكتوراه منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا.

9. الموسوي، حيدر يونس كاظم. (2009). أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية– الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)-رسالة دكتوراه منشورة، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد.

المؤتمرات وأوراق العمل:

1. جباري، شوقي، والعوادي، حمزة. (2014). سياسة استهداف التضخم كإطار لإدارة السياسة النقدية مع الإشارة إلى تجارب البرازيل، وتشيلي، وتركيا، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، رؤى استراتيجية، تشرين الأول، ص ص70-105.
2. الجليلاتي، محمد. (2007). متطلبات تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، دمشق.

3. حنا، نعيم فهيم. (2003). تقييم سياسة الحوافز الضريبية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، بحث مقدم إلى المؤتمر الثالث لكلية التجارة – الإسكندرية، الاستثمار والتنمية وتحديات القرن الحادي والعشرين 11-13 أيلول، الإسكندرية.
4. دوابه، أشرف محمد. (2016). أزمة الدين العام المصري– رؤية تحليلية، دراسات اقتصادية، المعهد المصري للدراسات السياسية والاستراتيجية،ص ص1-46.
5. علاونة، عاطف. (2008). الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، يومي 17-18 من شهر تشرين الثاني، ص ص1-19.
6. ملكاوي، عصام فاعور. (2013). تركيا والخيارات الاستراتيجية المتاحة، بحث مقدم في الملتقى العلمي "الرؤى المستقبلية العربية والشركات الدولية"، المنعقد بمدينة الخرطوم بالتعاون ما بين كلية العلوم الاستراتيجية بجامعة نايف للعلوم الأمنية والرابطة العربية للدراسات المستقبلية لاتحاد مجالس البحث العلمي العربي، الخرطوم، السودان، ص ص1-51.

تقارير:

1. التقرير السنوي للبنك المركزي المصري، 2016/2015.
2. التقرير السنوي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2012-2013.
3. التقرير السنوي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2014.
4. التقرير السنوي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2016.
5. التقرير السنوي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2017.
6. تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، ملامح الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية، العدد الثاني، 2018.
7. التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي، 2017.
8. التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2016.
9. تقرير الاستثمار العالمي، 2018، *UNCTAD*.

قوانين وقواميس:

1. قانون الاستثمار في مصر رقم (72)، 2017.
2. فرحات، فادي، وإبراهيم، ميشال. (2007). معجم المال والأعمال (إنكليزي – عربي)، دار الكتب العلمية، الطبعة الأولى، لبنان، بيروت.

Foreign Resources:

BOOKS:

1. Azab B. (2002). The Performance of the Egyptian Stock Market. The University of Birmingham.
2. Baltagi B H. (2005). Econometric Analysis of Panel Data, 3th ed., John Wiley and Sons, Ltd, West Sussex.
3. Bruno S. (2000). international investment, 4thed, Addison Wesly, Longman, Inc.
4. Elton et al. (2002). Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 6th Edition, John Wiley & Sons, New York.
5. Franke J, Härdle W, and Hafner C, (2011). Statistics of Financial Markets, 3th ed, Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
6. Gangadhar V and Ramesh B G. (2006). Principles of Investment management, 1st Edition, Anmol Publication Pvt. Ltd.
7. Greene W H. (2012). Econometrics Analysis, 7th ed., Pearson Education, Inc., NJ.
8. Gujarati D N. (2011). Econometrics By Example, The Mc Graw –Hill Companies , Inc., New York, USA.
9. Gujarati D. (2003). Basic Econometrics. 4th ed. New York: McGraw Hill.
10. Horne V and James C. (2004). Financial Mangement and policy , 9th Edition, Printic-Hall of Jnc.New-Jersey.
11. Horne V, James C and Wachowicz M. (2005). Fundamentals of Financial Management. 12th Edition, Prentice-Hall, Inc. London.
12. Keith C B, and Frank K R. (2006). Analysis of Investments and Management of Portfolios, 9th Edition, (South Western: Cengage Learning).
13. Keith C B, Frank K R. (2006). Analysis of Investments and Management of Portfolios (South Western: Cengage Learning), 8th Edition.

14. Kettell B. (2002). Economics for Financial Markets, Butterworth-Heinemann Finance.
15. Mankiw N G. (2001). principles of economics, second edition, USA, Harcourt College Publishers.
16. Mark H, and John N. (2010). Investments: Analysis and Behavior, 2th Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York, USA.
17. Ozbay E. (2009). The Relationship between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey, University of Exeter.
18. Paavola M. (2006). Test of arbitrage pricing theory using macroeconomic variables in The Russian Equity Market. Bachelor's Thesis.
19. Reilly, Frank. F. Brown Keith. C. (2006). Investment Analysis and Portfolio Management, 8th Edition, Thomson South-Western, USA.
20. Richard P, Bill N and Philip L. (2012). Corporate Finance and Investment, 7th Edition, Pearson Education Limited, England.
21. Tsounis N, and Vlachvei A. (2018). Advances in Panel Data Analysis in Applied Economic Research International Conference on Applied Economics (ICOAE), Springer Proceedings in Business and Economics, Macedonia University of Applied Sciences Kastoria, Greece, Springer International Publishing AG.
22. Xiaowen T. (2007). Managing International Business in China, New York: Cambridge University Press.

Articles and Papers:

1. Abu Shanab S. (2017). The Effect of Foreign Portfolio Investment (FPI) on Capital Market Indices (Evidence from Amman Stock Exchange), *International Review of Management and Business Research*, Vol. 6, No. 4, p p1469-1477.

2. Acikalin S, Aktas R, and Unl S. (2008**)**. Relationships between stock markets and macroeconomic variables: an empirical analysis of the Istanbul Stock Exchange, *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 5, No. 1, P P8-16.

3. Al-Farah A, Almeri M and Shanikat M. (2014). The Accounting Variables Ability in Explaining the Volatility of Stock's Price: The Case of Amman Stock Exchange, *European Journal of Business and Management*, Vol.6, No.5, PP 216-223.

4. Alleyne A, and Lorde T. (2014). A Gravity model Approach to Analyzing the Trade Performance of CARICOM Member states, *Applied Econometrics and International Development*, Vol. 14, No. 2, pp145-160.

5. Amtiran et al. (2017). Macroeconomic Factors And Stock Returns In APT Framework, *International Journal of Economics and Management*, 11 (S1), PP 197 – 206.

6. Baker K. and Meyer J. (1980). Impact of discount rate changes on treasury bills, *Journal of Economics and Business*, Vol. 33, PP43-48.

7. Barakat et al. (2016). Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No. 1, pp195-207.

8. Carhart, Mark M. (1997). On Persistence in Mutual funds and Performance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, PP 57-82.

9. Cinko M, and Avci E. (2009). Examining The Day Of The Week Effect in Istanbul Stock Exchange (ISE), *International Business & Economics Research Journal* – November, Vol. 8, No. 11, pp45-50.

10. Dolinar D, Orsag S, and Suman P. (2015). Test of the Chen-Roll-Ross Macroeconomic Factor Model: Evidence from Croatian Stock Market, *UTMS Journal of Economics*, Vol. 6, No. 2, PP185–196.

11. Edwin B and Marjorie B M. (1988). Joint Estimation of Factor Sensitivities and Risk Premia for the Arbitrage Pricing Theory, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, PP 721-733.

12. Elton et al. (2003). Incentive Fees and Mutual Funds, *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2, PP779-804.

13. Errunza ,V. (1985). international asset pricing under mild segmentation, *Journal of finance*, Vol. 41, No. 5, PP 105-124.

14. Eugene F. Fama and Kenneth R. French. (1993). Common Risk Factors in the Return on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, PP 3-56.

15. Eugene F. Fama and Kenneth R. French. (1996). "Multifactor explanation of Asset Pricing Anomalies", *The Journal of Finance*, vol. 51, No. 1, PP 5-84.

16. Geetha R, and Stack, M. (2014). The Gravity Model and Trade Efficiency: A Stochastic Frontier Analysis of Eastern European Countries, Potential Trade, *The World Economy*, 37(5), 690-704.

17. GIIRI A K, and Pooja J. (2017). The Impact of Macroeconomic Indicators on Indian Stock Prices: An Empirical Analysis, *Studies in Business and Economics*, Vol. 12, No. 1, pp61-78.

18. Gregory C and Robert K. (1986). Performance Measurement with the Arbitrage Pricing Theory: A New Framework for Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 3, PP 373-394.

19. Gregory C. (1984). A Unified Beta Pricing Theory, *Journal of Economic Theory*, Vol. 34,PP 13-31.

20. Gumus G, and et al. (2013). The Relationship between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables**,** *European Scientific Journal*, December, Vol. 9, No. 34, p p209-226.

21. Hafer, W. (1986). The response of stock prices to changes in weekly money and the discount rate, *Review- Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 68, PP 5-14.

22. Haider M, et al. (2017). The Impact of Stock Market Performance on Foreign Portfolio Investment in China, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 7, No. 2, p p460-468.

23. Hardouvelis A. (1987). Macroeconomic information and stock prices, *Journal of Economics and Business*, Vol. 39, PP131-140.

24. Hausman J. (1978). Specification Test in Econometrics, Vol. 46, pp1251-1271.

25. Henriksson R, and Merton R. (1981). On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills, *Journal of Business*, Vol. 54, No. 4, pp. 513-533.

26. Issahaku, Harouna. "Macroeconomic Variables and Stock Market returns in Ghana: Any Casual link", *Asian Economic and Financial Review*, Vol. 3, No. 8, (2013), PP 1044-1062.

27. Jamaludin et al. (2017). Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Panel Analysis from Selected ASEAN Countries, *International Journal of Economics and Financial*, Vol.7, No.1, pp37-45.

28. Jensen G. and Johnson R. (1993). An examination of stock price reaction to discount rate changes under alternative monetary policy regimes, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 32, PP26-41.

29. Kisman, Z. M. (2013). Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in Predicting the Return of Stock in Indonesia Stock Exchange 2008-2010, *American Journal of Economics, Finance and Management,* Vol. 1 No. 3, pp. 184-189.

30. Lawrence K, Simon L. and Chau M. (1997). Performance Attribution Using APT with Pre-specified Macro-factors, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 2, PP 207- 208.

31. Maysami et al. (2004). Relationship between Macroeconomic variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All-S Sector Indices, *Journal Pengurusan*, Vol. 24, PP 53-54.

32. Oduro R and Adam A. (2012). Testing the Validity of Capital Assert Pricing Model (CAPM) And Arbitrage Pricing Theory(APT) in the Ghana Stock Exchange, *GRP International Journal of Business and Economics*, Vol. 1 No.2, PP.159- 184**.**

33. Ozbay E. (2009). The Relationship Between Stock Returns and Macroeconomic Factor: Evidence from Turkey, *To the University of Exeter as dissertation towards the degree of Master of Science By advanced study in Financial Analysis and Fund Management*, September.

34. Pindyck, S. (1988). Risk aversion and determinants of stock market behavior, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 70, PP183-190.

35. Rasiah D, and Kim P K. (2011). The effectiveness of Arbitrage Pricing Model in Modern Portfolio Theory, *International journal of economics and research*, Vol. 2, No. 3, 2011, PP 125-136.

36. Roll R and Ross S. (1980). An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory, *The Journal of Finance*, vol. 35, No. 5, PP 1073-1103.

37. Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing, *Journal of economic theory*, Vol. 13 No. 3, pp. 341-360.

38. Sentürk C, and Sataf C. (2015). The Determination of Panel Causality Analysis on the Relationship between Economic Growth and Primary Energy Resources Consumption of Turkey and Central Asian Turkish Republics, Procedia - *Social and Behavioral Sciences* 195, pp393-402.

39. Shukla R, Charles T. (1990). Sequential Tests of the Arbitrage Pricing Theory: A Comparison of Principal Components and Maximum Likelihood Factors, *The Journal of Finance* Vol. 45, No. 5 (December 1990), PP. 1523-1541.

40. Smirlock M. and Starks L. (1985). A further examination of stock price changes and transaction volume, *The Journal of Financial Research*, Vol. 8, PP217-225.

41. Soumare I, and Tchana, F. (2011). Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets, *MPRA Paper* No. 31328, posted 9. June, p5-6.

42. Sweeney J. and Warga D. (1986). An analysis of exchange rates and stock prices – the U.S. experience between 1980-1986, *Akron Business and Economic Review*, Vol. 19, PP7-16.

43. Tandiontong M, and Rusdin M. (2015). Komparasi Capital Asset Pricing Model Versus Arbitrage Pricing Theory atas Volatilitas Return Saham, *Journal Keuangan & Perbankan*, Vol. 19 No. 2, pp181-199.

44. TİRYAKİ et al., (2017). The Causal Relationship between Selected Macroeconomic Variables and Stock Returns in Turkey, *Anadolu International Conference in Economics*, Vol. 5, May 11-13, Eskişehir, Turke, PP1-23.

45. Tomáš P. (2016). Granger Causality Between Stock Market and Macroeconomic Indicators: Evidence from Germany, *Acta Universitatis*

Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis,Vol. 64, No. 6, p p2101-2108.

46. Tursoy T, Gunsel N, and Rjoub, H. (2008). "Macroeconomic factors, the APT and the Istanbul stock market," *International Research Journal of Finance and Economics,* Vol. 22, PP. 49-57.

47. Uwubanmwen A, and Obayagbona J. (2012). Tests of the Arbitrage pricing using Macroeconomic variables in the Nigerian stock market, *Ethiopian Journal of Economics*, Vol. 21, No 1, PP 1-18.

48. Vladimir et al. (2013). The relationship between the stock market and foreign direct investment in Croatia: evidence from VAR and Cointegration analysis, University of Zagreb, *Faculty of Economics and Business*, Croatia, Vol. 37, No. 1, p p 109-126.

49. Waud R. (1970). Public interpretation of federal reserve discount rate changes: Evidence on the announcement effect, *Econometric, Vol. 38, PP231-250.*

50. Wayne F, and Rudi W S. (1996). Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions, *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 2, PP 425-461.

51. Wei K. C. (1988). An Asset Pricing Theory Unifying the CAPM and APT, *The Journal of Finance*, vol. 43, No. 4, PP 881–892.

المواقع الإلكترونية:

1. الموقع الرسمي لبورصة اسطنبول.

https://www.first-istanbul.com

2. موقع البنك الدولي.

https://data.albankaldawli.org/.

3. موقع البنك الدولي – إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD.

4. موقع البنك الدولي – معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

http://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG.

5. موقع البنك الدولي، معدل نمو الزيادة السكانية سنوياً.

http://data.albankaldawli.org/indicator/SP.POP.GROW.

6. موقع البنك الدولي، القيمة المضافة في قطاع الزراعة كنسبة (%) من الـــ GDP.

http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.AGR.TOTL.ZS.

7. موقع البنك الدولي، القيمة المضافة في قطاع الخدمات كنسبة (%) من الـــ GDP.
http://data.albankaldawli.org/indicator/NV.SRV.TETC.ZS

8. موقع البنك الدولي، إجمالي الادخار كنسبة (%) من الـــ GDP.

http://dhttp://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS.

9. موقع البنك الدولي، إجمالي تكوين رأس المال كنسبة (%) من الـــ GDP.
http://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS.

10. موقع البنك الدولي، الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة (%) من الـــ GDP.
http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS/countries?display=default.

11. موقع معهد الإحصاء التركي، الصادرات والواردات التركية.
http://www.turkstat.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=621.

12. موقع معهد الإحصاء التركي، التوزع الجغرافي للصادرات التركية.
http://www.turkstat.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=1545.

13. موقع معهد الإحصاء التركي، التوزع الجغرافي للواردات التركية.
http://www.turkstat.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=1546.

14. موقع وزارة الخارجية التركية.
http://www.mfa.gov.tr/rusya-ekonomisi.tr.mfa.

15. موقع البنك الدولي، صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.
http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD.

16. موقع وزارة الاستثمار التركية.
http://www.invest.gov.tr/arSA/investmentguide/investorsguide/Pages/FDIinTurkey.aspx.

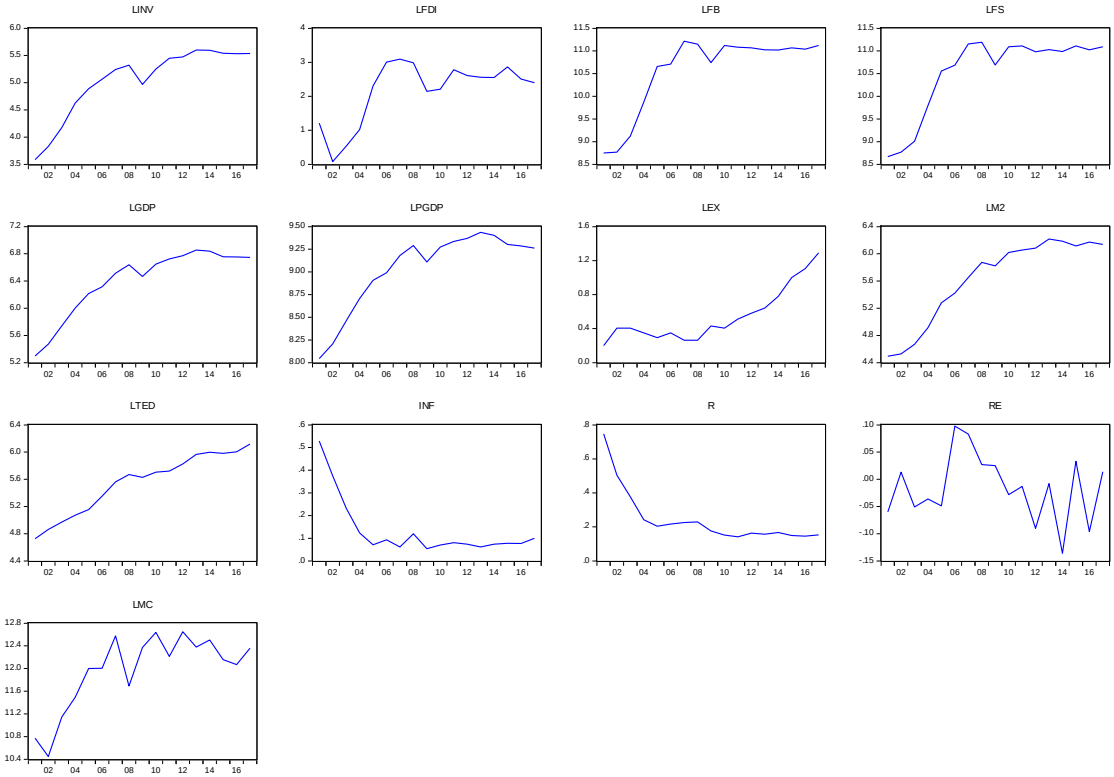
17. الموقع الرسمي لسوق المال المصري.

www.egx.com.eg

الملاحق

الملحق رقم (1)

الأشكال البيانية للمتغيّرات المدّروسة المضمنّة في نّماذج دّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية

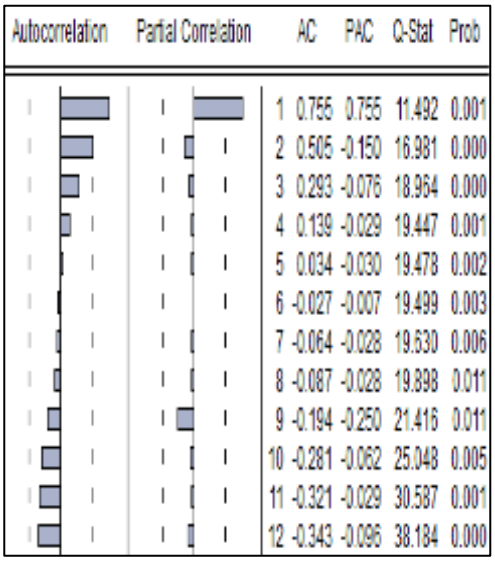


المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

الملحق رقم (2)

دوال الارتباط الذاتي والجزئي لسلاسل المتغيرات المضمنّة في نّماذج دِّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية

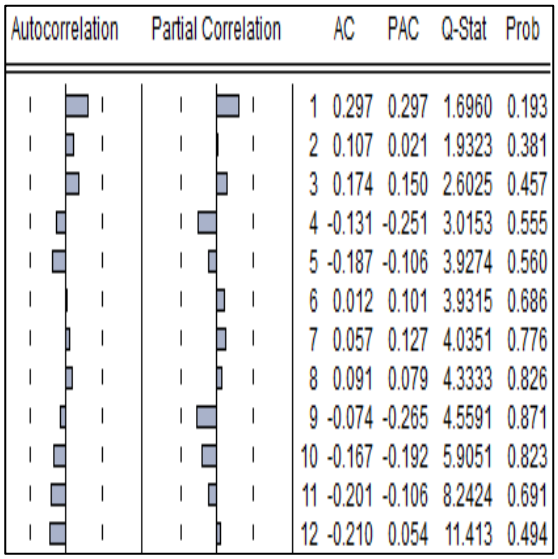
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LINV)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.755	0.755	11.492	0.001
		2	0.505	-0.150	16.981	0.000
		3	0.293	-0.076	18.964	0.000
		4	0.139	-0.029	19.447	0.001
		5	0.034	-0.030	19.478	0.002
		6	-0.027	-0.007	19.499	0.003
		7	-0.064	-0.028	19.630	0.006
		8	-0.087	-0.028	19.898	0.011
		9	-0.194	-0.250	21.416	0.011
		10	-0.281	-0.062	25.048	0.005
		11	-0.321	-0.029	30.587	0.001
		12	-0.343	-0.096	38.184	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

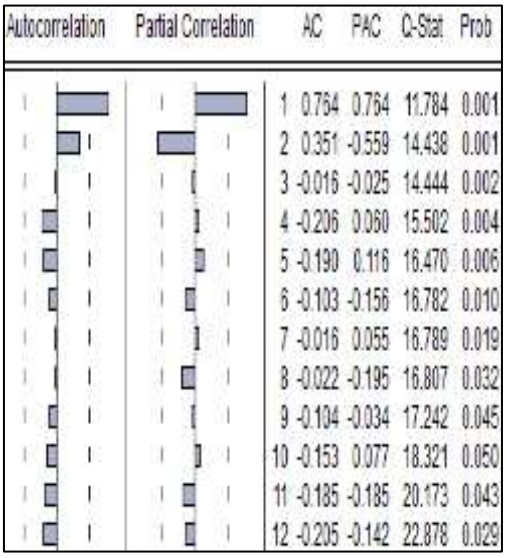
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLINV)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.297	0.297	1.6960	0.193
		2	0.107	0.021	1.9323	0.381
		3	0.174	0.150	2.6025	0.457
		4	-0.131	-0.251	3.0153	0.555
		5	-0.187	-0.106	3.9274	0.560
		6	0.012	0.101	3.9315	0.686
		7	0.057	0.127	4.0351	0.776
		8	0.091	0.079	4.3333	0.826
		9	-0.074	-0.265	4.5591	0.871
		10	-0.167	-0.192	5.9051	0.823
		11	-0.201	-0.106	8.2424	0.691
		12	-0.210	0.054	11.413	0.494

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

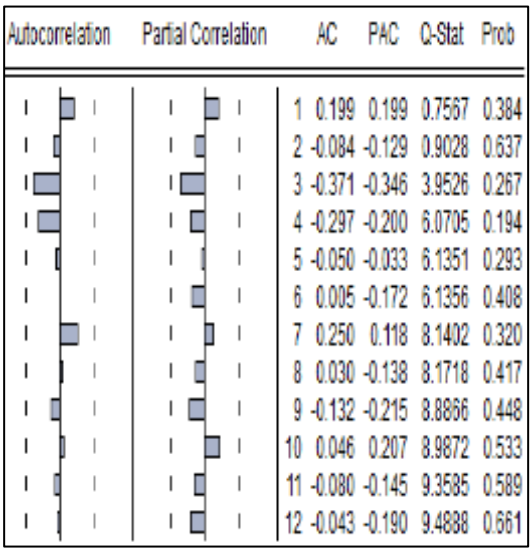
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LFDI)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.764	0.764	11.784	0.001
		2	0.351	-0.559	14.438	0.001
		3	-0.016	-0.025	14.444	0.002
		4	-0.206	0.060	15.502	0.004
		5	-0.190	0.116	16.470	0.006
		6	-0.103	-0.156	16.782	0.010
		7	-0.016	0.055	16.789	0.019
		8	-0.022	-0.195	16.807	0.032
		9	-0.104	-0.034	17.242	0.045
		10	-0.153	0.077	18.321	0.050
		11	-0.185	-0.185	20.173	0.043
		12	-0.205	-0.142	22.878	0.029

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

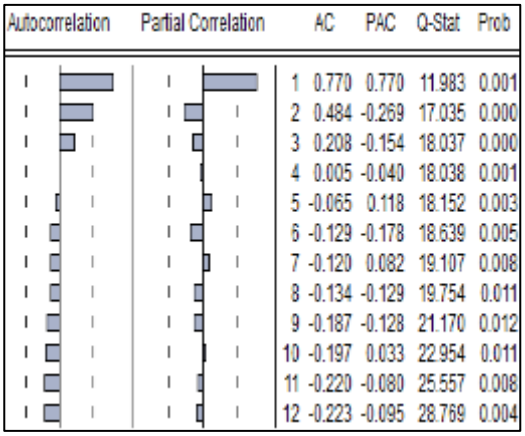
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLFDI)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.199	0.199	0.7567	0.384
		2	-0.084	-0.129	0.9028	0.637
		3	-0.371	-0.346	3.9526	0.267
		4	-0.297	-0.200	6.0705	0.194
		5	-0.050	-0.033	6.1351	0.293
		6	0.005	-0.172	6.1356	0.408
		7	0.250	0.118	8.1402	0.320
		8	0.030	-0.138	8.1718	0.417
		9	-0.132	-0.215	8.8866	0.448
		10	0.046	0.207	8.9872	0.533
		11	-0.080	-0.145	9.3585	0.589
		12	-0.043	-0.190	9.4888	0.661

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

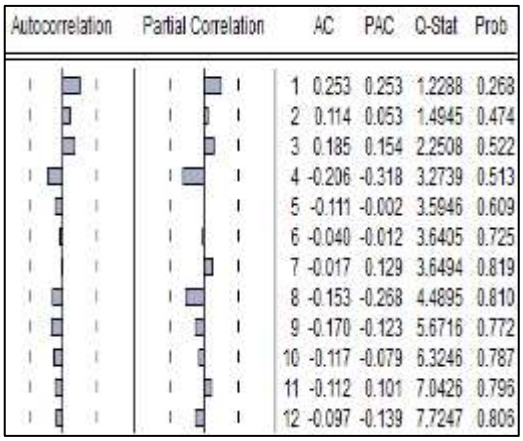
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LFB)



	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.770	0.770	11.983	0.001
2			0.484	-0.269	17.035	0.000
3			0.208	-0.154	18.037	0.000
4			0.005	-0.040	18.038	0.001
5			-0.065	0.118	18.152	0.003
6			-0.129	-0.178	18.639	0.005
7			-0.120	0.082	19.107	0.008
8			-0.134	-0.129	19.754	0.011
9			-0.187	-0.128	21.170	0.012
10			-0.197	0.033	22.954	0.011
11			-0.220	-0.080	25.557	0.008
12			-0.223	-0.095	28.769	0.004

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

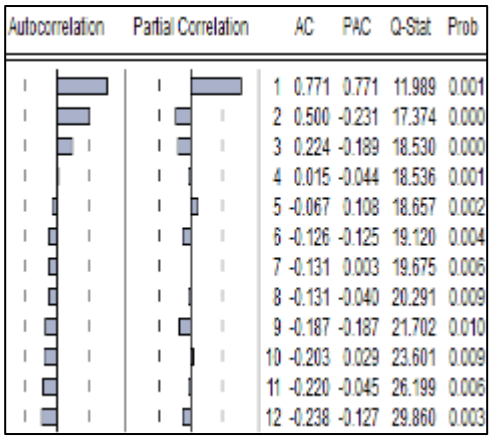
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLFB)



	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.253	0.253	1.2288	0.268
2			0.114	0.053	1.4945	0.474
3			0.185	0.154	2.2508	0.522
4			-0.206	-0.318	3.2739	0.513
5			-0.111	-0.002	3.5946	0.609
6			-0.040	-0.012	3.6405	0.725
7			-0.017	0.129	3.6494	0.819
8			-0.153	-0.268	4.4895	0.810
9			-0.170	-0.123	5.6716	0.772
10			-0.117	-0.079	6.3246	0.787
11			-0.112	0.101	7.0426	0.796
12			-0.097	-0.139	7.7247	0.806

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

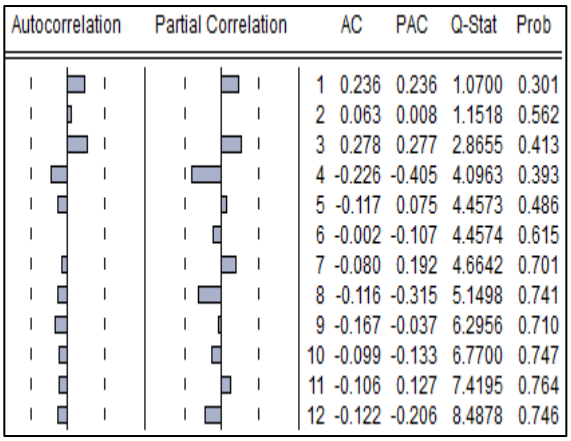
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LFS)



	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.771	0.771	11.989	0.001
2			0.500	-0.231	17.374	0.000
3			0.224	-0.189	18.530	0.000
4			0.015	-0.044	18.536	0.001
5			-0.067	0.108	18.657	0.002
6			-0.126	-0.125	19.120	0.004
7			-0.131	0.003	19.675	0.006
8			-0.131	-0.040	20.291	0.009
9			-0.187	-0.187	21.702	0.010
10			-0.203	0.029	23.601	0.009
11			-0.220	-0.045	26.199	0.006
12			-0.238	-0.127	29.860	0.003

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

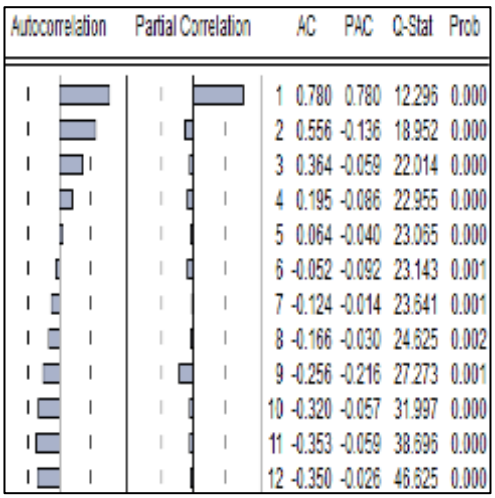
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLFS)



	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.236	0.236	1.0700	0.301
2			0.063	0.008	1.1518	0.562
3			0.278	0.277	2.8655	0.413
4			-0.226	-0.405	4.0963	0.393
5			-0.117	0.075	4.4573	0.486
6			-0.002	-0.107	4.4574	0.615
7			-0.080	0.192	4.6642	0.701
8			-0.116	-0.315	5.1498	0.741
9			-0.167	-0.037	6.2956	0.710
10			-0.099	-0.133	6.7700	0.747
11			-0.106	0.127	7.4195	0.764
12			-0.122	-0.206	8.4878	0.746

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

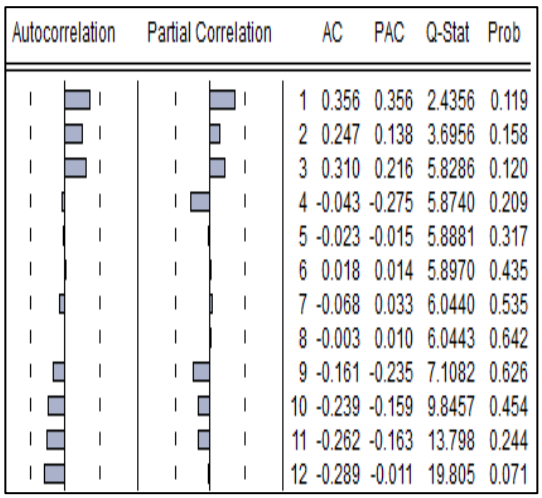
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LGDP)



	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.780	0.780	12.295	0.000
2			0.556	-0.136	18.952	0.000
3			0.364	-0.059	22.014	0.000
4			0.195	-0.086	22.955	0.000
5			0.064	-0.040	23.065	0.000
6			-0.052	-0.092	23.143	0.001
7			-0.124	-0.014	23.641	0.001
8			-0.166	-0.030	24.625	0.002
9			-0.256	-0.216	27.273	0.001
10			-0.320	-0.057	31.997	0.000
11			-0.353	-0.059	38.696	0.000
12			-0.350	-0.026	46.625	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

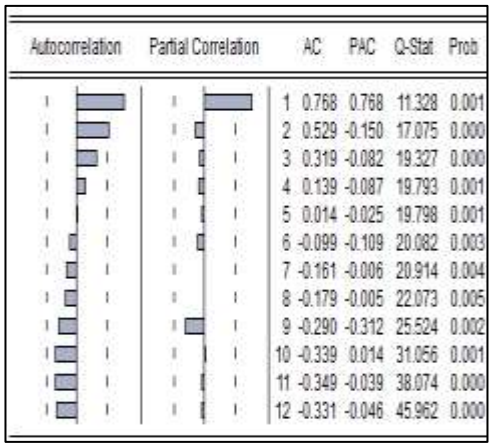
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLGDP)



	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.356	0.356	2.4356	0.119
2			0.247	0.138	3.6956	0.158
3			0.310	0.216	5.8286	0.120
4			-0.043	-0.275	5.8740	0.209
5			-0.023	-0.015	5.8881	0.317
6			0.018	0.014	5.8970	0.435
7			-0.068	0.033	6.0440	0.535
8			-0.003	0.010	6.0443	0.642
9			-0.161	-0.235	7.1082	0.626
10			-0.239	-0.159	9.8457	0.454
11			-0.262	-0.163	13.798	0.244
12			-0.289	-0.011	19.805	0.071

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

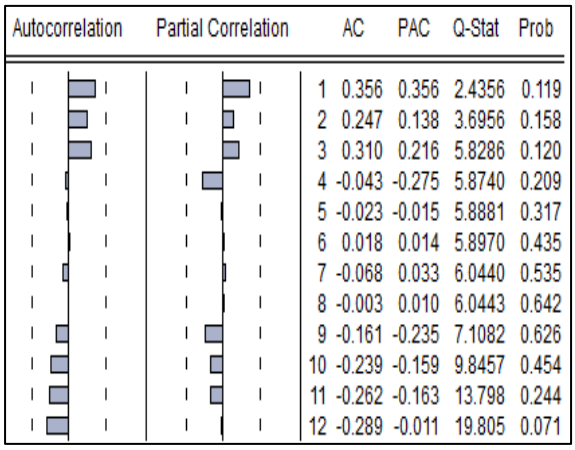
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LPGDP)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.768	0.768	11.328	0.001
		2	0.529	-0.150	17.075	0.000
		3	0.319	-0.082	19.327	0.000
		4	0.139	-0.087	19.793	0.001
		5	0.014	-0.025	19.798	0.001
		6	-0.099	-0.109	20.082	0.003
		7	-0.161	-0.006	20.914	0.004
		8	-0.179	-0.005	22.073	0.005
		9	-0.290	-0.312	25.524	0.002
		10	-0.339	0.014	31.056	0.001
		11	-0.349	-0.039	38.074	0.000
		12	-0.331	-0.046	45.962	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

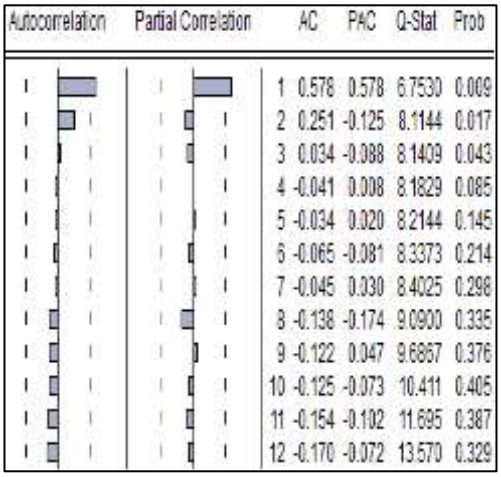
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLPGDP)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.356	0.356	2.4356	0.119
		2	0.247	0.138	3.6956	0.158
		3	0.310	0.216	5.8286	0.120
		4	-0.043	-0.275	5.8740	0.209
		5	-0.023	-0.015	5.8881	0.317
		6	0.018	0.014	5.8970	0.435
		7	-0.068	0.033	6.0440	0.535
		8	-0.003	0.010	6.0443	0.642
		9	-0.161	-0.235	7.1082	0.626
		10	-0.239	-0.159	9.8457	0.454
		11	-0.262	-0.163	13.798	0.244
		12	-0.289	-0.011	19.805	0.071

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

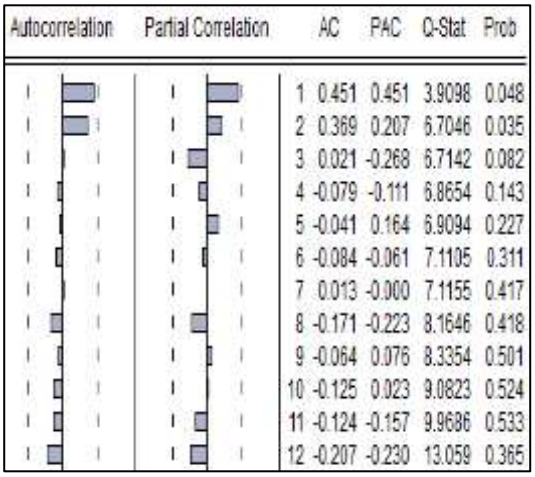
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (INF)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.578	0.578	6.7530	0.009
		2	0.251	-0.125	8.1144	0.017
		3	0.034	-0.088	8.1409	0.043
		4	-0.041	0.008	8.1829	0.085
		5	-0.034	0.020	8.2144	0.145
		6	-0.065	-0.081	8.3373	0.214
		7	-0.045	0.030	8.4025	0.298
		8	-0.138	-0.174	9.0900	0.335
		9	-0.122	0.047	9.6867	0.376
		10	-0.125	-0.073	10.411	0.405
		11	-0.154	-0.102	11.695	0.387
		12	-0.170	-0.072	13.570	0.329

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

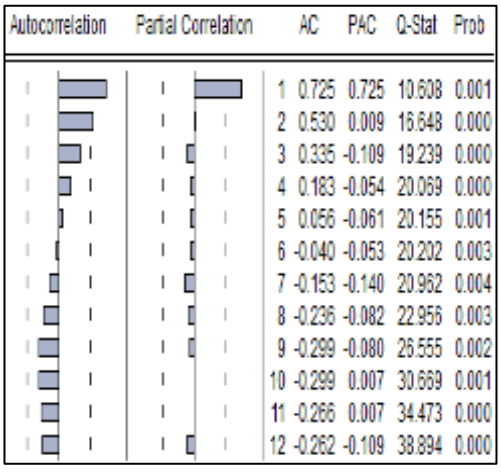
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DINF)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.451	0.451	3.9098	0.048
		2	0.369	0.207	6.7046	0.035
		3	0.021	-0.268	6.7142	0.082
		4	-0.079	-0.111	6.8654	0.143
		5	-0.041	0.164	6.9094	0.227
		6	-0.084	-0.061	7.1105	0.311
		7	0.013	-0.000	7.1155	0.417
		8	-0.171	-0.223	8.1646	0.418
		9	-0.064	0.076	8.3354	0.501
		10	-0.125	0.023	9.0823	0.524
		11	-0.124	-0.157	9.9686	0.533
		12	-0.207	-0.230	13.059	0.365

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

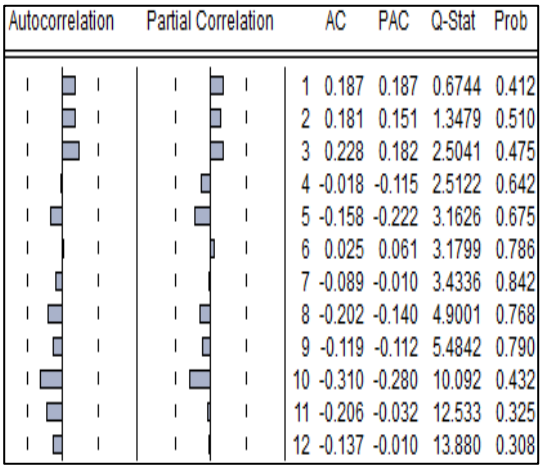
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LEX)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.725	0.725	10.608	0.001
		2	0.530	0.009	16.648	0.000
		3	0.335	-0.109	19.239	0.000
		4	0.183	-0.054	20.069	0.000
		5	0.056	-0.061	20.155	0.001
		6	-0.040	-0.053	20.202	0.003
		7	-0.153	-0.140	20.962	0.004
		8	-0.236	-0.082	22.956	0.003
		9	-0.299	-0.080	26.555	0.002
		10	-0.299	0.007	30.669	0.001
		11	-0.266	0.007	34.473	0.000
		12	-0.262	-0.109	38.894	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

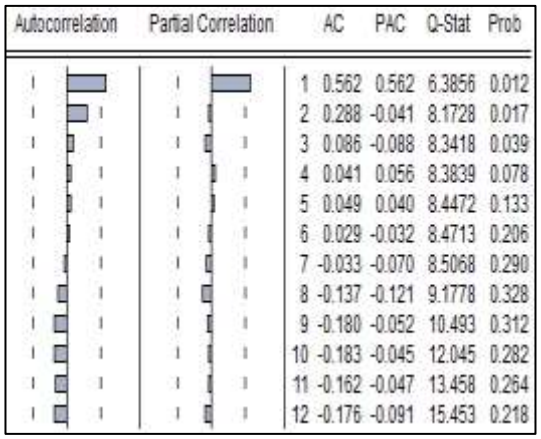
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLEX)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.187	0.187	0.6744	0.412
		2	0.181	0.151	1.3479	0.510
		3	0.228	0.182	2.5041	0.475
		4	-0.018	-0.115	2.5122	0.642
		5	-0.158	-0.222	3.1626	0.675
		6	0.025	0.061	3.1799	0.786
		7	-0.089	-0.010	3.4336	0.842
		8	-0.202	-0.140	4.9001	0.768
		9	-0.119	-0.112	5.4842	0.790
		10	-0.310	-0.280	10.092	0.432
		11	-0.206	-0.032	12.533	0.325
		12	-0.137	-0.010	13.880	0.308

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

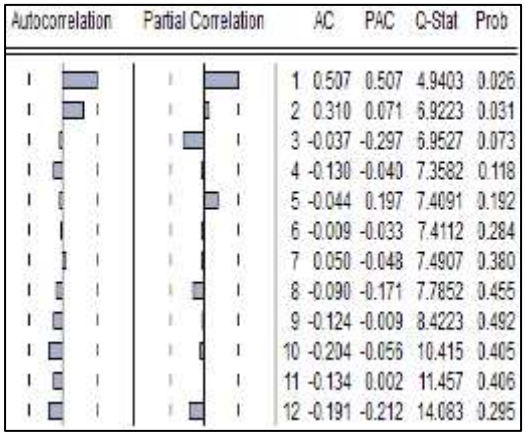
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (R)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.562	0.562	6.3856	0.012
		2	0.288	-0.041	8.1728	0.017
		3	0.086	-0.088	8.3418	0.039
		4	0.041	0.056	8.3839	0.078
		5	0.049	0.040	8.4472	0.133
		6	0.029	-0.032	8.4713	0.206
		7	-0.033	-0.070	8.5068	0.290
		8	-0.137	-0.121	9.1778	0.328
		9	-0.180	-0.052	10.493	0.312
		10	-0.183	-0.045	12.045	0.282
		11	-0.162	-0.047	13.458	0.264
		12	-0.176	-0.091	15.453	0.218

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

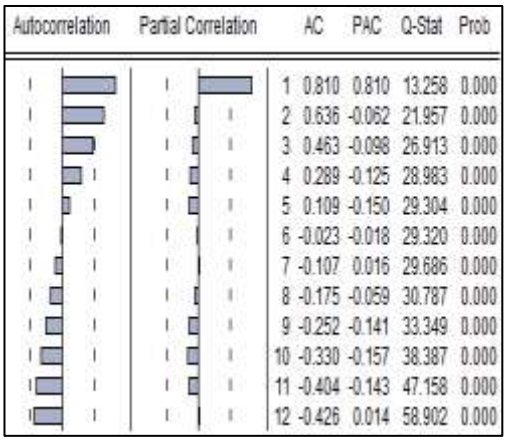
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DR)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.507	0.507	4.9403	0.026
		2	0.310	0.071	6.9223	0.031
		3	-0.037	-0.297	6.9527	0.073
		4	-0.130	-0.040	7.3582	0.118
		5	-0.044	0.197	7.4091	0.192
		6	-0.009	-0.033	7.4112	0.284
		7	0.050	-0.048	7.4907	0.380
		8	-0.090	-0.171	7.7852	0.455
		9	-0.124	-0.009	8.4223	0.492
		10	-0.204	-0.056	10.415	0.405
		11	-0.134	0.002	11.457	0.406
		12	-0.191	-0.212	14.083	0.295

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

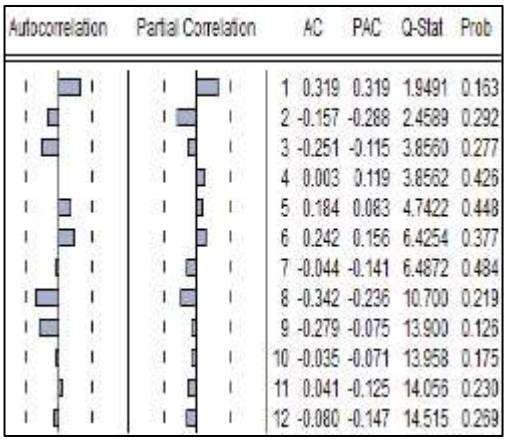
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LTED)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.810	0.810	13.258	0.000
		2	0.636	-0.062	21.957	0.000
		3	0.463	-0.098	26.913	0.000
		4	0.289	-0.125	28.983	0.000
		5	0.109	-0.150	29.304	0.000
		6	-0.023	-0.018	29.320	0.000
		7	-0.107	0.016	29.686	0.000
		8	-0.175	-0.059	30.787	0.000
		9	-0.252	-0.141	33.349	0.000
		10	-0.330	-0.157	38.387	0.000
		11	-0.404	-0.143	47.158	0.000
		12	-0.426	0.014	58.902	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

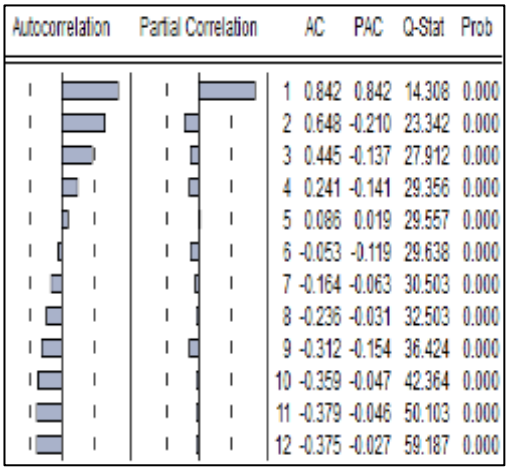
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLTED)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.319	0.319	1.9491	0.163
		2	-0.157	-0.288	2.4589	0.292
		3	-0.251	-0.115	3.8560	0.277
		4	0.003	0.119	3.8562	0.426
		5	0.184	0.083	4.7422	0.448
		6	0.242	0.156	6.4254	0.377
		7	-0.044	-0.141	6.4872	0.484
		8	-0.342	-0.236	10.700	0.219
		9	-0.279	-0.075	13.900	0.126
		10	-0.035	-0.071	13.958	0.175
		11	0.041	-0.125	14.056	0.230
		12	-0.080	-0.147	14.515	0.269

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

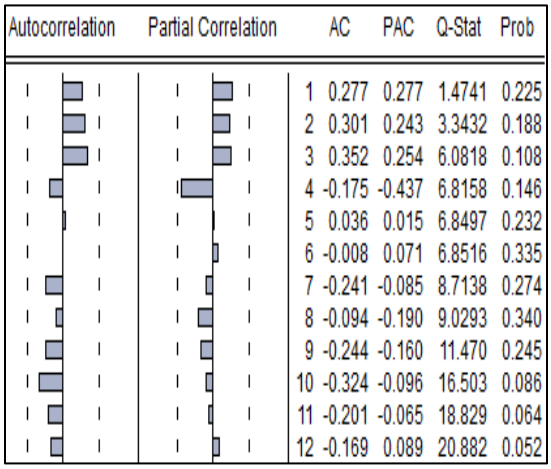
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LM2)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.842	0.842	14.308	0.000
		2	0.648	-0.210	23.342	0.000
		3	0.445	-0.137	27.912	0.000
		4	0.241	-0.141	29.356	0.000
		5	0.086	0.019	29.557	0.000
		6	-0.053	-0.119	29.638	0.000
		7	-0.164	-0.063	30.503	0.000
		8	-0.236	-0.031	32.503	0.000
		9	-0.312	-0.154	36.424	0.000
		10	-0.359	-0.047	42.364	0.000
		11	-0.379	-0.046	50.103	0.000
		12	-0.375	-0.027	59.187	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

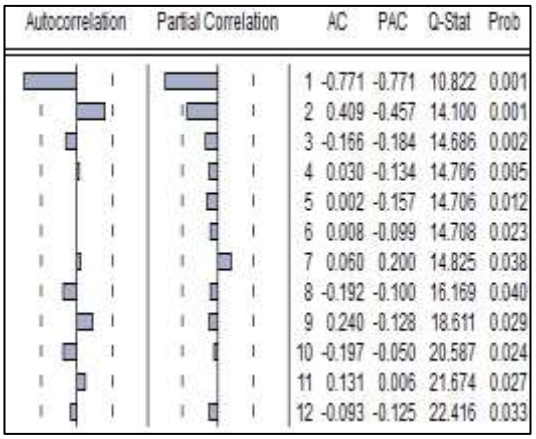
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLM2)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.277	0.277	1.4741	0.225
		2	0.301	0.243	3.3432	0.188
		3	0.352	0.254	6.0818	0.108
		4	-0.175	-0.437	6.8158	0.146
		5	0.036	0.015	6.8497	0.232
		6	-0.008	0.071	6.8516	0.335
		7	-0.241	-0.085	8.7138	0.274
		8	-0.094	-0.190	9.0293	0.340
		9	-0.244	-0.160	11.470	0.245
		10	-0.324	-0.096	16.503	0.086
		11	-0.201	-0.065	18.829	0.064
		12	-0.169	0.089	20.882	0.052

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

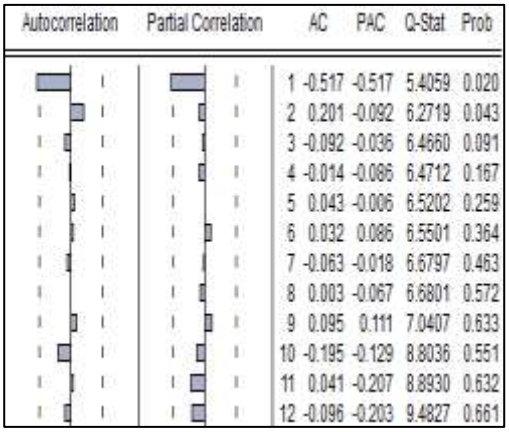
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (RE)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.771	-0.771	10.822	0.001
		2	0.409	-0.457	14.100	0.001
		3	-0.166	-0.184	14.686	0.002
		4	0.030	-0.134	14.706	0.005
		5	0.002	-0.157	14.706	0.012
		6	0.008	-0.099	14.708	0.023
		7	0.060	0.200	14.825	0.038
		8	-0.192	-0.100	16.169	0.040
		9	0.240	-0.128	18.611	0.029
		10	-0.197	-0.050	20.587	0.024
		11	0.131	0.006	21.674	0.027
		12	-0.093	-0.125	22.416	0.033

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

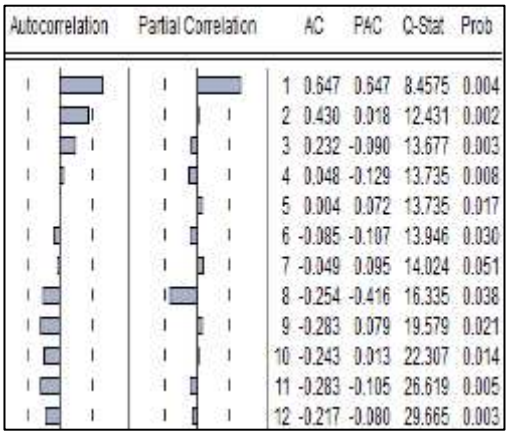
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DRE)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.517	-0.517	5.4059	0.020
		2	0.201	-0.092	6.2719	0.043
		3	-0.092	-0.036	6.4660	0.091
		4	-0.014	-0.086	6.4712	0.167
		5	0.043	-0.006	6.5202	0.259
		6	0.032	0.086	6.5501	0.364
		7	-0.063	-0.018	6.6797	0.463
		8	0.003	-0.067	6.6801	0.572
		9	0.095	0.111	7.0407	0.633
		10	-0.195	-0.129	8.8036	0.551
		11	0.041	-0.207	8.8930	0.632
		12	-0.096	-0.203	9.4827	0.661

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

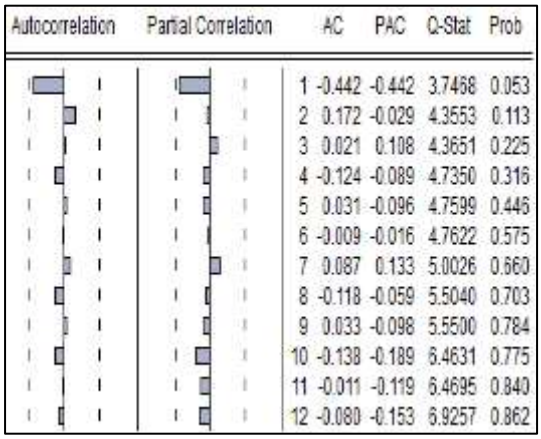
دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LMC)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.647	0.647	8.4575	0.004
		2	0.430	0.018	12.431	0.002
		3	0.232	-0.090	13.677	0.003
		4	0.048	-0.129	13.735	0.008
		5	0.004	0.072	13.735	0.017
		6	-0.085	-0.107	13.946	0.030
		7	-0.049	0.095	14.024	0.051
		8	-0.254	-0.416	16.335	0.038
		9	-0.283	0.079	19.579	0.021
		10	-0.243	0.013	22.307	0.014
		11	-0.283	-0.105	26.619	0.005
		12	-0.217	-0.080	29.665	0.003

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (DLMC)

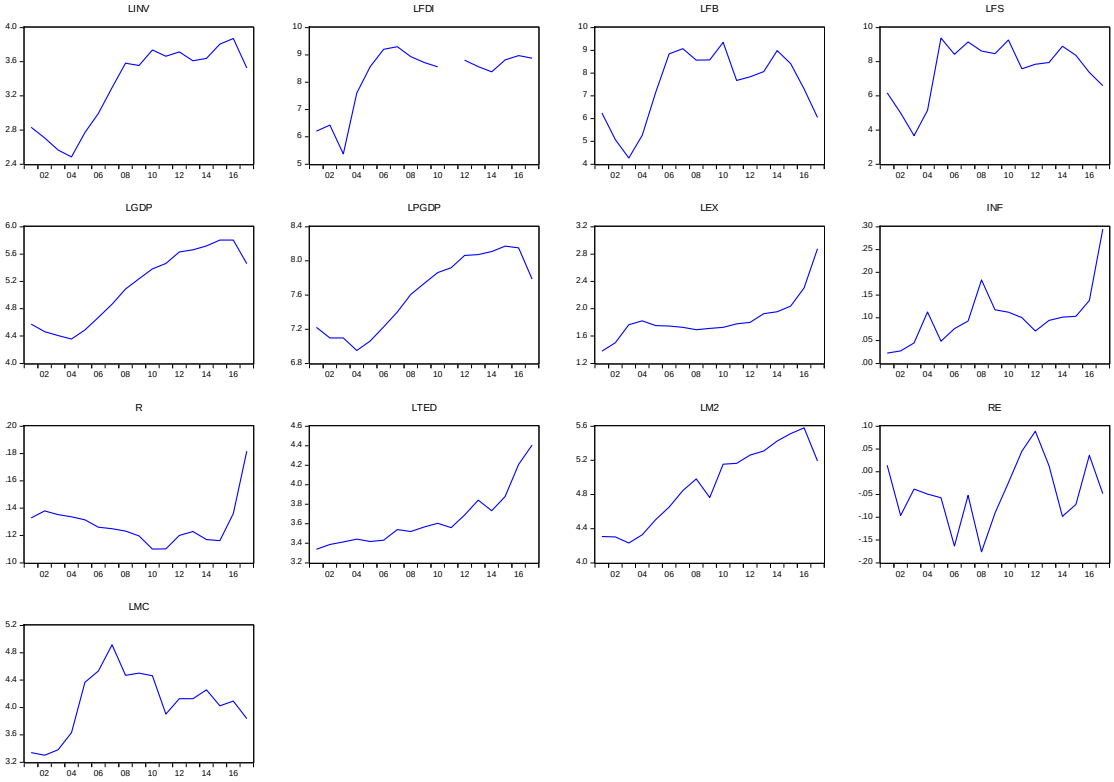


Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.442	-0.442	3.7468	0.053
		2	0.172	-0.029	4.3553	0.113
		3	0.021	0.108	4.3651	0.225
		4	-0.124	-0.089	4.7350	0.316
		5	0.031	-0.096	4.7599	0.446
		6	-0.009	-0.016	4.7622	0.575
		7	0.087	0.133	5.0026	0.660
		8	-0.118	-0.059	5.5040	0.703
		9	0.033	-0.098	5.5500	0.784
		10	-0.138	-0.189	6.4631	0.775
		11	-0.011	-0.119	6.4695	0.840
		12	-0.080	-0.153	6.9257	0.862

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

الملحق رقم (3)

الأشكال البيانية للمتغيّرات المدّروسة المضمنّة في نّماذج دّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية

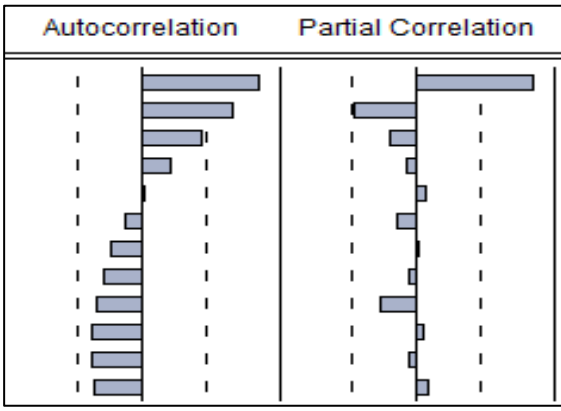


المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

الملحق رقم (4)

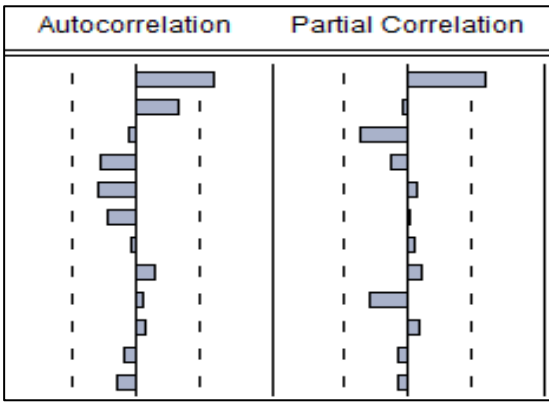
دوال الارتباط الذاتي والجزئي لسلاسل المتغيرات المضمنّة في نّماذج دِّراسة أثر الاستثمار في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LINV)



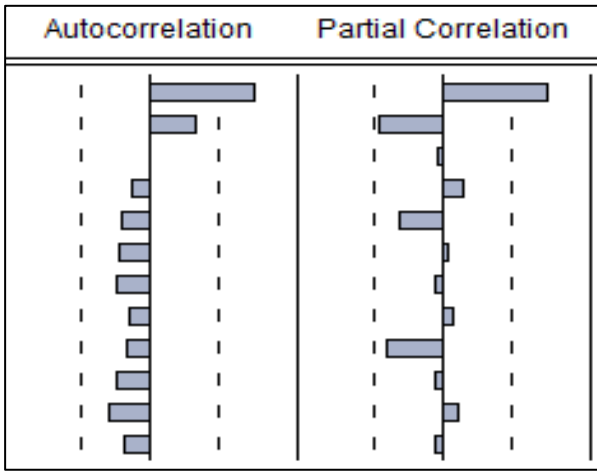
	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.886	0.886	15.830	0.000
2			0.685	-0.459	25.936	0.000
3			0.444	-0.203	30.484	0.000
4			0.205	-0.076	31.532	0.000
5			0.016	0.069	31.539	0.000
6			-0.136	-0.145	32.083	0.000
7			-0.233	0.021	33.834	0.000
8			-0.286	-0.061	36.774	0.000
9			-0.344	-0.273	41.540	0.000
10			-0.372	0.062	47.917	0.000
11			-0.384	-0.054	55.837	0.000
12			-0.354	0.092	63.929	0.000

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LFDI)



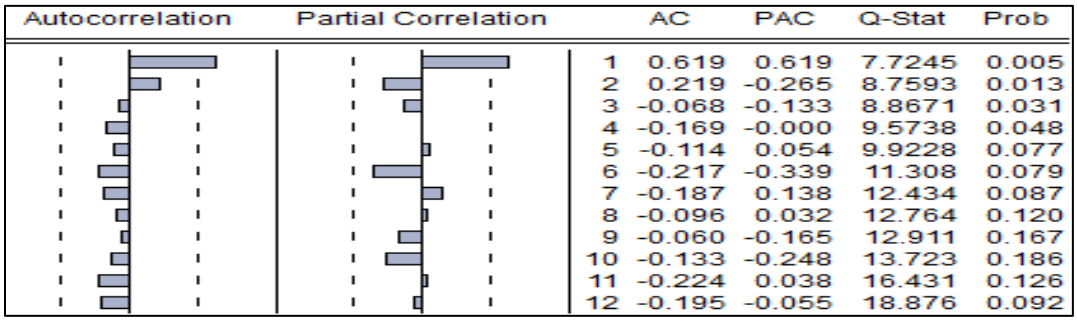
	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.595	0.595	7.1477	0.008
2			0.324	-0.047	9.4024	0.009
3			-0.064	-0.369	9.4972	0.023
4			-0.267	-0.122	11.273	0.024
5			-0.293	0.070	13.583	0.018
6			-0.209	0.016	14.870	0.021
7			-0.033	0.059	14.904	0.037
8			0.147	0.111	15.678	0.047
9			0.065	-0.293	15.848	0.070
10			0.080	0.086	16.142	0.096
11			-0.086	-0.066	16.543	0.122
12			-0.147	-0.071	17.942	0.117

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LFB)



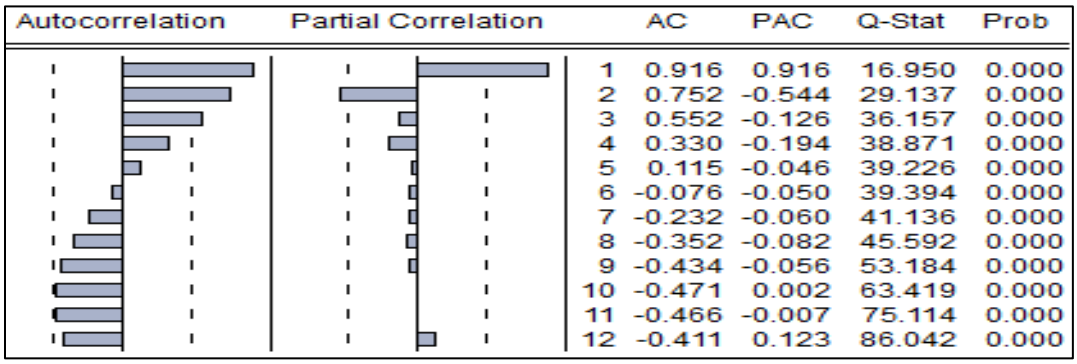
	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.733	0.733	10.834	0.001
2			0.327	-0.452	13.138	0.001
3			-0.001	-0.049	13.138	0.004
4			-0.119	0.134	13.489	0.009
5			-0.195	-0.298	14.514	0.013
6			-0.225	0.035	16.001	0.014
7			-0.235	-0.056	17.790	0.013
8			-0.146	0.081	18.555	0.017
9			-0.163	-0.399	19.632	0.020
10			-0.240	-0.054	22.280	0.014
11			-0.280	0.100	26.493	0.005
12			-0.173	-0.058	28.421	0.005

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LFS)



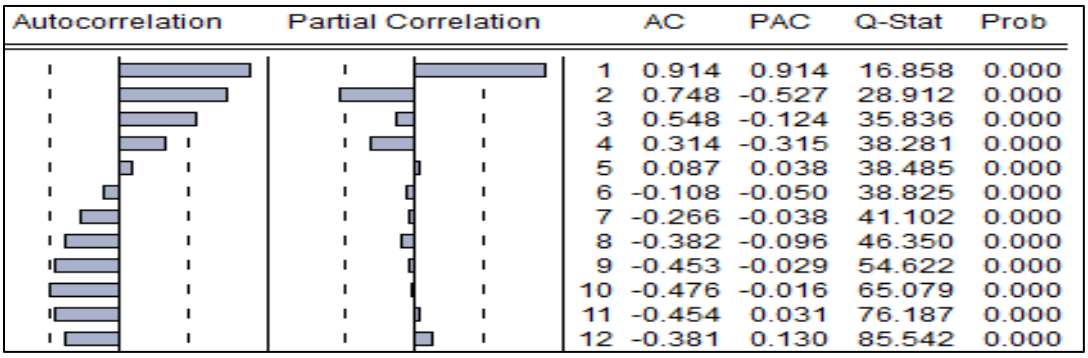
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.619	0.619	7.7245	0.005
		2	0.219	-0.265	8.7593	0.013
		3	-0.068	-0.133	8.8671	0.031
		4	-0.169	-0.000	9.5738	0.048
		5	-0.114	0.054	9.9228	0.077
		6	-0.217	-0.339	11.308	0.079
		7	-0.187	0.138	12.434	0.087
		8	-0.096	0.032	12.764	0.120
		9	-0.060	-0.165	12.911	0.167
		10	-0.133	-0.248	13.723	0.186
		11	-0.224	0.038	16.431	0.126
		12	-0.195	-0.055	18.876	0.092

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LGDP)



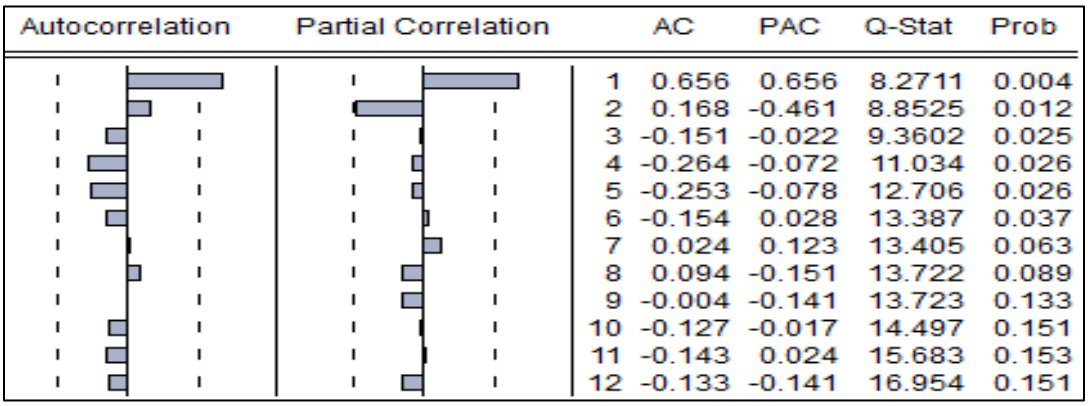
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.916	0.916	16.950	0.000
		2	0.752	-0.544	29.137	0.000
		3	0.552	-0.126	36.157	0.000
		4	0.330	-0.194	38.871	0.000
		5	0.115	-0.046	39.226	0.000
		6	-0.076	-0.050	39.394	0.000
		7	-0.232	-0.060	41.136	0.000
		8	-0.352	-0.082	45.592	0.000
		9	-0.434	-0.056	53.184	0.000
		10	-0.471	0.002	63.419	0.000
		11	-0.466	-0.007	75.114	0.000
		12	-0.411	0.123	86.042	0.000

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LPGDP)



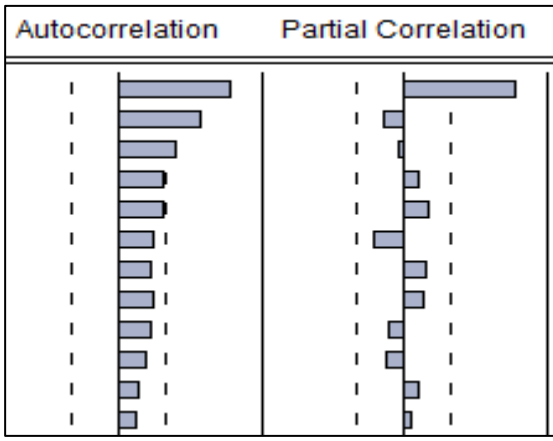
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.914	0.914	16.858	0.000
		2	0.748	-0.527	28.912	0.000
		3	0.548	-0.124	35.836	0.000
		4	0.314	-0.315	38.281	0.000
		5	0.087	0.038	38.485	0.000
		6	-0.108	-0.050	38.825	0.000
		7	-0.266	-0.038	41.102	0.000
		8	-0.382	-0.096	46.350	0.000
		9	-0.453	-0.029	54.622	0.000
		10	-0.476	-0.016	65.079	0.000
		11	-0.454	0.031	76.187	0.000
		12	-0.381	0.130	85.542	0.000

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (INF)



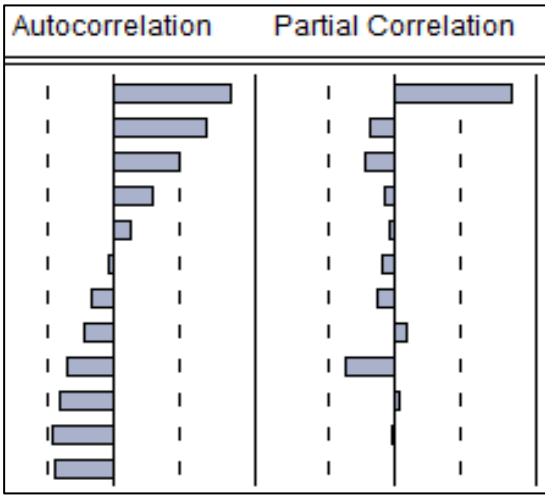
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.656	0.656	8.2711	0.004
		2	0.168	-0.461	8.8525	0.012
		3	-0.151	-0.022	9.3602	0.025
		4	-0.264	-0.072	11.034	0.026
		5	-0.253	-0.078	12.706	0.026
		6	-0.154	0.028	13.387	0.037
		7	0.024	0.123	13.405	0.063
		8	0.094	-0.151	13.722	0.089
		9	-0.004	-0.141	13.723	0.133
		10	-0.127	-0.017	14.497	0.151
		11	-0.143	0.024	15.683	0.153
		12	-0.133	-0.141	16.954	0.151

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LEX)



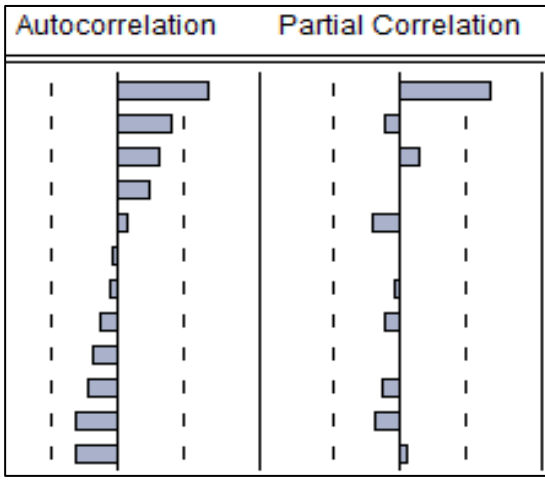
	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.806	0.806	24.116	0.000
2	0.598	-0.150	37.790	0.000
3	0.419	-0.043	44.723	0.000
4	0.324	0.113	49.009	0.000
5	0.321	0.173	53.350	0.000
6	0.254	-0.214	56.169	0.000
7	0.235	0.169	58.679	0.000
8	0.250	0.140	61.621	0.000
9	0.240	-0.101	64.452	0.000
10	0.199	-0.118	66.474	0.000
11	0.139	0.102	67.497	0.000
12	0.120	0.065	68.300	0.000

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LM2)



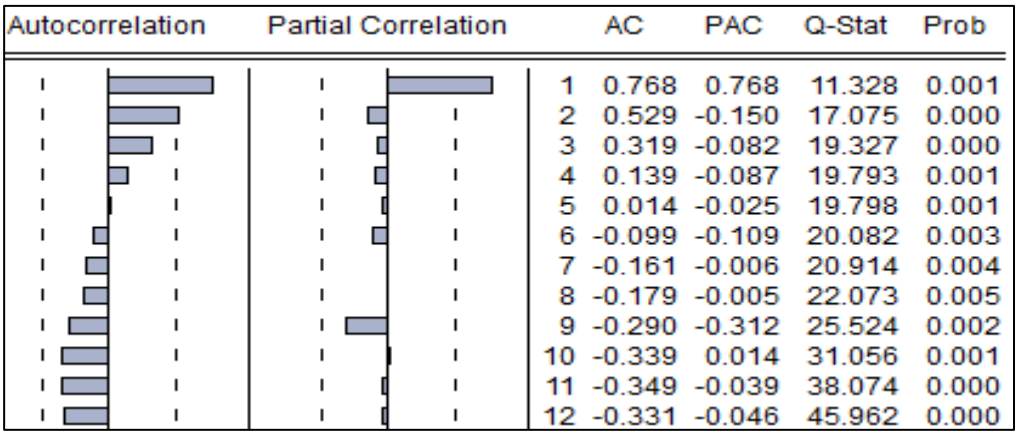
	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.858	0.858	14.853	0.000
2	0.688	-0.182	25.035	0.000
3	0.483	-0.227	30.419	0.000
4	0.291	-0.073	32.519	0.000
5	0.123	-0.040	32.928	0.000
6	-0.025	-0.096	32.947	0.000
7	-0.159	-0.126	33.763	0.000
8	-0.228	0.097	35.628	0.000
9	-0.346	-0.367	40.454	0.000
10	-0.409	0.040	48.162	0.000
11	-0.446	-0.014	58.869	0.000
12	-0.436	0.004	71.177	0.000

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LTED)



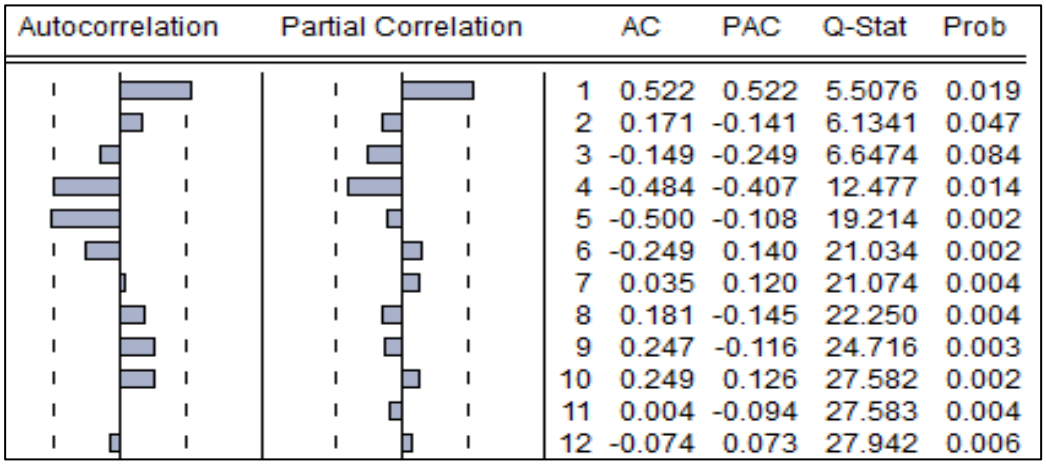
	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.671	0.671	9.0909	0.003
2	0.394	-0.102	12.434	0.002
3	0.302	0.145	14.536	0.002
4	0.244	0.003	16.017	0.003
5	0.076	-0.194	16.171	0.006
6	-0.026	0.004	16.191	0.013
7	-0.058	-0.038	16.298	0.023
8	-0.124	-0.112	16.851	0.032
9	-0.172	-0.000	18.049	0.035
10	-0.217	-0.118	20.222	0.027
11	-0.304	-0.183	25.195	0.009
12	-0.305	0.043	31.187	0.002

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (R)



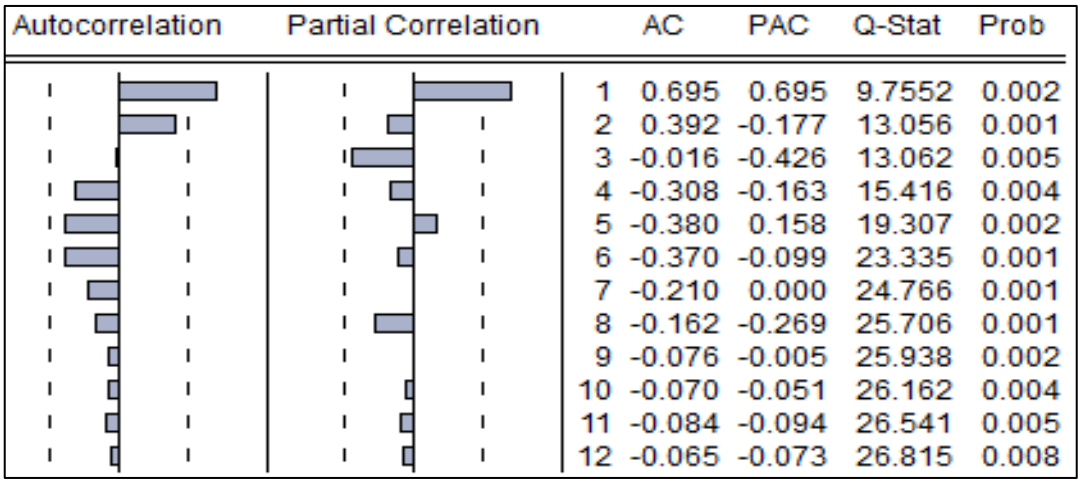
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.768	0.768	11.328	0.001
		2	0.529	-0.150	17.075	0.000
		3	0.319	-0.082	19.327	0.000
		4	0.139	-0.087	19.793	0.001
		5	0.014	-0.025	19.798	0.001
		6	-0.099	-0.109	20.082	0.003
		7	-0.161	-0.006	20.914	0.004
		8	-0.179	-0.005	22.073	0.005
		9	-0.290	-0.312	25.524	0.002
		10	-0.339	0.014	31.056	0.001
		11	-0.349	-0.039	38.074	0.000
		12	-0.331	-0.046	45.962	0.000

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (RE)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.522	0.522	5.5076	0.019
		2	0.171	-0.141	6.1341	0.047
		3	-0.149	-0.249	6.6474	0.084
		4	-0.484	-0.407	12.477	0.014
		5	-0.500	-0.108	19.214	0.002
		6	-0.249	0.140	21.034	0.002
		7	0.035	0.120	21.074	0.004
		8	0.181	-0.145	22.250	0.004
		9	0.247	-0.116	24.716	0.003
		10	0.249	0.126	27.582	0.002
		11	0.004	-0.094	27.583	0.004
		12	-0.074	0.073	27.942	0.006

دالة الارتباط الذاتي لسلسلة (LMC)



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.695	0.695	9.7552	0.002
		2	0.392	-0.177	13.056	0.001
		3	-0.016	-0.426	13.062	0.005
		4	-0.308	-0.163	15.416	0.004
		5	-0.380	0.158	19.307	0.002
		6	-0.370	-0.099	23.335	0.001
		7	-0.210	0.000	24.766	0.001
		8	-0.162	-0.269	25.706	0.001
		9	-0.076	-0.005	25.938	0.002
		10	-0.070	-0.051	26.162	0.004
		11	-0.084	-0.094	26.541	0.005
		12	-0.065	-0.073	26.815	0.008

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10

Abstract

This study analyzes the relationship between investment and stock prices through a comparative study between the Turkish capital market and the Egyptian stock market during the period 2001-2017, Through the use of modern standard methods. To determine whether the measured time series are stationary or not, we request the use of the unit root tests using the ADF, to examine the properties of the time series of the variables included in the study models and to ascertain their stationary and determine the rank of integration of each variable separately. It was found that some variables are unstable and some are stable at the level, while others are integrated first class, In this light, the joint integration test was used (Johansen and Juselius test) and (Pedroni & Kao) to determine the existence of a long-term relationship between the variables included in the study models or not, The analysis revealed a common integration of variables, Thus, the equation of co-integration was estimated in a way Fully Modified Least Squares (FMOLS) and Dynamic Ordinary Least Squares Method (DOLS) Ganger's causality test was also used (Toda & Yamamoto-1995) to demonstrate the causal relationship between the variables studied, and then to estimate the VECM error correction model.

The most important findings of this study for the Turkish capital market: There is a positive relationship between the following variables: Domestic investment, foreign transactions, GDP, exchange rate, interest rate and stock returns. There is also a positive correlation between foreign transactions, GDP and market capitalization, while there is an inverse relationship between the interest rate and the market capitalization.

As for the Egyptian capital market, there was a positive relationship between the following variables: Domestic investment, foreign sales, cash supply, total external debt and stock returns. While there is an inverse relationship between FDI and stock returns on the one hand and market capitalization on the other. There is also a direct correlation between domestic investment, foreign purchases, foreign sales, cash supply, total external debt and market capitalization.

While the results of the use of data models showed (Panel Data) The preference of the fixed effects model to estimate the relationship between investment and stock returns, While the correlation between investment and market capitalization showed that the three Panel Data models were not valid.

Damascus University

Faculty of Economy

Department of Banks and insurance

The Ph.D. of financial markets

The Impact of Investment on Stock Prices

"A Comparative Study between the Turkish Capital Market and the Egyptian Capital Market During the period (2001 - 2016)"

A Thesis Submitted for a Ph.D. Degree In financial markets

Prepared by:

Hussien Atia Al Daaif

Supervision by:

Prof. Ali Kanaan

A Professor in the Department of Banking and Insurance

Damascus: $\frac{\mathbf{2018-2019}\ \boldsymbol{AD}}{\mathbf{1439-1440}\ \boldsymbol{HD}}$