

قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي: دليل من فلسطين

The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: Evidence from Palestine

جميل النجار

Jameel El Najjar

قسم المحاسبة، كلية العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القدس المفتوحة، فرع شمال غزة،
غزة، فلسطين

Accounting Department, Faculty of Administrative and Economic
Sciences, Al-Quds Open University, North Gaza Branch, Gaza, Palestine

الباحث المرسل: jnajjar@qou.edu

تاريخ التسليم: (2019/9/2)، تاريخ القبول: (2020/2/2)

ملخص

هدفت الدراسة الى بيان مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم، ومعدل الفائدة السائد في السوق) على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين (مؤشر القدس، مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي)، وقد استخدمت الدراسة منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL خلال الفترة ما بين 2008-2018م. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي للتضخم على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين (مؤشر القدس، مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي) وأن هناك تكامل مشترك وتوازن طويل الأجل بين التضخم وعوائد مؤشرات بورصة فلسطين خلال الفترة 2008-2018م، كما أظهرت الدراسة وجود أثر سلبي لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين. وأوصت الدراسة الجهات الحكومية في فلسطين بضرورة اتباع سياسة اقتصادية واضحة واستغلال كافة أدوات السياسة المالية والنقدية بهدف تخفيض معدلات التضخم في فلسطين، والتأثير إيجاباً على عوائد مؤشرات الأسهم، مما يحفز الاستثمار غير المباشر داخل بورصة فلسطين.

الكلمات المفتاحية: متغيرات الاقتصاد الكلي، مؤشرات بورصة الأوراق المالية، نموذج

ARDL

Abstract

The study aimed to show the impact of macroeconomic variables (inflation rate, market interest rate) on returns of Palestine Stock Exchange Indices (Al-Quds index, Investment sector index, Insurance sector index, Banks sector index, Services sector index, Industry sector index). The Auto- Regressive Distributed Lag Model (ARDL) has been applied in the study during the period 2008-2018. The results of the study have shown that inflation has left a negative impact on the returns of Palestine Stock Exchange Indices (Al-Quds index, Investment sector index, Insurance sector index, Banks sector index, Services sector index, Industry sector index) and there are a co-integration and long-run relationship between inflation and the returns of Palestine Stock Exchange Indices during 2008-2018. The study also has shown that the market interest rate has a negative impact on the returns of Palestine Stock Exchange Indices. The study recommended that the governmental bodies in Palestine should follow a clear economic policy, exploit all the tools of fiscal and monetary policy in order to reduce inflation rates in Palestine and leave a positive effect on stock returns to stimulate the indirect investment within Palestine Stock Exchange.

Keywords: Macroeconomic Variables, Stock Market Returns, ARDL Model.

المقدمة

لا شك أن المتغيرات الاقتصادية تعكس المؤشرات العامة للاقتصاد بشكل عام، وهي بمثابة أداة لقياس أداء مختلف القطاعات الاقتصادية وتقييمها، وتقييم أداء الاقتصاد بصفة كلية، وتسمح كذلك بالتنبؤ المستقبلي للاقتصاد بحيث تتيح دق ناقوس الانذار المبكر لتشغيل الخطط البديلة لمواجهة وتسيير المخاطر للنهوض بالاقتصاد قبل وصوله لمرحلة يصعب فيها التعامل مع تلك المخاطر. وتتعدد المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على عوائد مؤشرات بورصة الأوراق المالية، وتتمثل تلك المتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي، الميزان التجاري، مؤشر التضخم، معدلات الفائدة، الحساب الجاري، مؤشر الإنتاج الصناعي، وغيرها.

ولاشك أن تحليل متغيرات البيئة الاقتصادية الكلية يُعد أحد أبرز المُعطيات التي تؤخذ في الاعتبار أثناء صياغة القرارات الاستثمارية المختلفة وتكوين المحافظ المالية، وتعتبر دراسة التضخم ومدى علاقته بعوائد مؤشرات الأسهم من أهم متغيرات الاقتصاد الكلي التي تؤخذ بعين

الاعتبار من قبل المستثمرين، حيث أن بلوغ معدلات التضخم في الاقتصاد لمستويات قياسية لم يصل إليها من قبل يثير العديد من الشكوك والقلق لدى جميع فئات المستثمرين في بورصة الأوراق المالية (Al Oshaibat & Majali, 2016).

ويمثل التضخم انعكاساً ونتيجة للسياسات الاقتصادية المتبعة، وفي واقع الأمر فإن وجود التضخم في الاقتصاد الوطني يعنى عدم قدرة السياسات الاقتصادية في تحقيق أحد أهم أهدافها ألا وهو هدف الحفاظ على الاستقرار العام للأسعار. من ناحية أخرى، فإن هناك ارتباطاً قوياً ومباشراً بين السياسات الاقتصادية وأهدافها وكفاءة وفعالية أدائها وبين الجوانب البنوية والهيكلية للنظام السياسي.

وقد شهد الأدب الاقتصادي انقساماً في توصيف العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية، فهناك اتجاه يعتقد بحتمية العلاقة الموجبة فيما بينهما وأن أسعار الأسهم لا بد وأن ترتفع مرافقةً مع ارتفاع معدلات التضخم، ويبررون ذلك استناداً إلى أنه رغمًا من تأثير التضخم السلبي على القوة الشرائية للنقود إلا أنه يؤثر بصورة إيجابية على إيرادات وأرباح قيمة أصول الشركات ومن ثم على أسعار وعوائد الأسهم، إلا أن هذا الاتجاه يفصل بين العائد الإسمي والعائد الحقيقي للأسهم. وأن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع العائد الإسمي للأسهم. وأما الاتجاه الآخر فهو يرى أن التضخم يؤثر سلباً على أسعار الأسهم، حيث يرى أصحاب هذا الرأي أن عوائد الأسهم تتراجع مع ارتفاع معدل التضخم، وذلك لكون ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع في مستوى تكاليف الإنتاج، ومن ثم تراجع العوائد الحقيقية للنشاط الاقتصادي وبدوره تراجع عوائد وأسعار الأسهم. ويتفحص وجهتي النظر نجد أن لكل منهما منطقة السليم من زاويته، ومن الصعب أن نجزم بصواب احدهما على الآخر، وأن الوقوف على ما إذا كان التضخم يقود إلى ارتفاع أسعار الأسهم أو إلى تراجعها بحاجة إلى مزيداً من البحوث والدراسات حول هذه العلاقة الجدلية.

ويعتبر معدل الفائدة السائد في السوق من العوامل الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر في عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية، ويعتبر متغير سعر الفائدة من المتغيرات التي يوجد جدل واسع من قبل الباحثين حول طبيعة العلاقة والاثار الذي تتركه على عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية، فهناك من يعتبر أن معدل الفائدة يؤثر إيجاباً على عوائد الأسهم من منطلق مزايا الرفع المالي للتمويل بالديون باعتباره أقل تكلفة من التمويل بالملكية، هذا بالإضافة إلى الأثر الإيجابي لخفض أسعار الفائدة في التحفيز المالي وزيادة حركة الاستثمارات المباشرة داخل الاقتصاد (Kibria, et al. 2014)، ولكن هناك أصحاب رأي يضحون هذا الرأي ويعتقدون بوجود أثر سلبي لارتفاع أسعار الفائدة على عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية، ويدعمون وجهة نظرهم بأن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل هذا بالإضافة إلى توجه الاستثمارات من بورصة الأوراق المالية إلى ربط ودائع لدى البنوك للاستفادة من ارتفاع سعر الفائدة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وبالتالي تراجع عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية (Barnor, 2014)، (Uddin & Alam, 2010).

ان ما تقدم يشير الى أهمية تكثيف البحوث العلمية نحو دراسة علاقة وأثر كل من التضخم ومعدل أسعار الفائدة على عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأسواق المالية وذلك بهدف حسم طبيعة تلك العلاقة وإزالة الغموض التي يكتنفها.

مشكلة الدراسة

تعود نشأة قطاع الأوراق المالية في فلسطين إلى العام 1995 الذي شهد تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خاصة بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار، بعد أن وافقت السلطة الوطنية الفلسطينية على المباشرة في تنفيذ مشروع إنشاء السوق وتوقيع اتفاقية تشغيل السوق في العام 1996. وقد بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة (48) شركة كما بتاريخ 31/03/2019 بقيمة سوقية بلغت حوالي 3,758 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى (8) شركات (موقع بورصة فلسطين).

ويعتبر معدل التضخم وسعر الفائدة في السوق من أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي التي تؤثر على القطاعات الاقتصادية بشكل عام، وبورصة فلسطين للأوراق المالية بشكل خاص، حيث أظهر سجل نسبة التغير في أسعار المستهلك وبشكل تراكمي خلال الفترة 2004م وحتى نهاية العام 2018 ما نسبته 47.18% (الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني)، وهي نسبة مرتفعة جداً مقارنة بقدرة الاقتصاد الفلسطيني على استيعاب هذه التغيرات، وجزء كبير من نسبة التغير في الأسعار تعتبر كتضخم مستورد بسبب ارتباط الاقتصاد الفلسطيني بالاقتصاد الإسرائيلي.

ومن جانب آخر فلا يوجد عملة فلسطينية محلية تتداول في فلسطين، بل هناك ثلاث عملات رئيسية وهي الشيكيل الإسرائيلي والدينار الأردني والدولار الأمريكي، وبالتالي فإن قدرة سلطة النقد في التحكم بسعر الفائدة المتداولة في السوق المحلي تكون محدودة جداً وهذا يجعل هناك خصوصية لطبيعية المتغيرات الاقتصادية ممثلة في التضخم وسعر الفائدة وطبيعة الأثر المتوقع لها، ومن هنا يمكن القول بأن خصوصية بورصة فلسطين جعلتها تتأثر بطريقة ليست بالضرورة بنفس الطريقة التي تتأثر بها البورصات العالمية، وهذا يبرر ضرورة القيام بدراسة طبيعة العلاقة والأثر المتوقع لمتغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين، وسوف تركز هذه الدراسة على كل من التضخم ومعدل الفائدة السائد في السوق كأحدى متغيرات الاقتصاد الكلي. وقد تم بناء أسئلة الدراسة بالاعتماد على عدة دراسات سابقة (عرموش، لارا، 2014)؛ (الهمشري، والزبون، 2017)؛ (Al Oshaibat & Majali, 2016).

تتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة على التساؤلات التالية:

التساؤل الرئيس الأول: هل يوجد تأثير لمعدل التضخم على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين.

ويمكن تجزئة التساؤل الرئيس الأول إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد تأثير لمعدل التضخم على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين.
- هل يوجد تأثير لمعدل التضخم على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين. (مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي)
- التساؤل الرئيس الثاني: هل يوجد تأثير لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين.
- ويمكن تجزئة التساؤل الرئيس الثاني الى التساؤلات الفرعية التالية:
- هل يوجد تأثير لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين.
- هل يوجد تأثير لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين (مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي).

أهمية الدراسة

الأهمية العلمية

من المعروف أن تحقيق العوائد هو من الأهداف الرئيسة والأساسية لكل شركة بغض النظر عن القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه، وبالتالي فمن الضروري التعرف على تأثير التضخم على عوائد الأسهم في بورصة فلسطين، لذا تتبع الأهمية العلمية لهذه الدراسة كونها تربط بين متغيرات الاقتصاد الكلي في فلسطين ممثلة في كل من معدل التضخم ومعدل الفائدة السائد في السوق وعوائد مؤشرات بورصة فلسطين، وبالتالي سيتم من خلال هذه الدراسة بيان مدى تأثير كل من معدل التضخم ومعدل الفائدة السائد في السوق على كل من عوائد مؤشرات بورصة فلسطين (مؤشر القدس والمؤشرات الاقتصادية الأخرى) خلال فترة الدراسة.

الأهمية التطبيقية

1. يمكن لنتائج هذه الدراسة أن تساعد أطراف متعددة في اتخاذ القرارات، خاصة متخذي القرارات الاستثمارية، وإدارات الشركات الفلسطينية مما يزيد من فعالية اتخاذ القرارات الاستثمارية.
2. يمكن لنتائج هذه الدراسة الاستفادة منها من قبل الجهات الرقابية الحكومية وخاصة هيئة سوق رأس المال الفلسطيني كونها الجهة المخولة قانونياً بمراقبة أداء بورصة فلسطين.
3. تستمد الدراسة أهميتها أيضاً كونها الدراسة الأولى في فلسطين (على حد علم الباحث) التي تناقش أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات البورصة وعوائد الأسهم المدرجة

وذلك بالاعتماد على بيانات حقيقية منشورة، وبالتالي يمكن أن تستند على نتائجها دراسات مستقبلية.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الى تحقيق الأهداف التالية

1. اختبار مدى تأثير معدل التضخم على عوائد مؤشر القدس داخل بورصة فلسطين.
2. اختبار مدى تأثير معدل التضخم على مؤشرات القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين.
3. اختبار مدى تأثير معدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس والمؤشرات الاقتصادية الأخرى داخل بورصة فلسطين.

فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى: $H0.1$: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل التضخم على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين. ويمكن تجزئة هذه الفرضية الى الفرضيات الفرعية التالية:

H01.1 لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل التضخم على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين.

H01.2 لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل التضخم على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين (مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي).

الفرضية الرئيسية الثانية: $H02$: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين. ويمكن تجزئة هذه الفرضية الى الفرضيات الفرعية التالية:

H02.1 لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين.

H02.2 . لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين (مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي).

متغيرات الدراسة

جدول (1): متغيرات الدراسة وتعريفها

تعريفها	المتغيرات المستقلة
معدل التضخم الاقتصادي	المتغير المستقل (X1)
معدل الفائدة السائد في السوق	المتغير المستقل (X2)
المتغيرات التابعة	
عائد مؤشر القدس لبورصة فلسطين	Y1
عائد مؤشر قطاع الاستثمار	Y2
عائد مؤشر قطاع التأمين	Y3
عائد مؤشر قطاع البنوك	Y4
عائد مؤشر قطاع الخدمات	Y5
عائد مؤشر قطاع الصناعة	Y6

حدود الدراسة

1. **الحد الموضوعي:** اختبرت هذه الدراسة الأثر المتوقع لمتغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي.
2. **الحد المكاني:** طبقت هذه الدراسة على مؤشر القدس والمؤشرات الاقتصادية الأخرى في بورصة فلسطين.
3. **الحد الزمني:** استخدمت الدراسة البيانات المالية المتاحة على موقع بورصة فلسطين في الفترة الممتدة من عام 2008 وحتى 2018 م.

الإطار النظري

يشير الاقتصاد الكلي الى العلم الذي يدرس العوامل التي تؤثر في الاقتصاد الوطني ككل، فهو يدرس العوامل المؤثرة على المستهلكين ومؤسسات الأعمال وبورصة الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد ككل، وتتعدد العوامل والمتغيرات ذات العلاقة بالاقتصاد الكلي، ومن أهم أدوات وعوامل الاقتصاد الكلي والتي تتناولها هذه الدراسة معدل التضخم، معدل الفائدة السائد في السوق.

مفهوم التضخم وأنواعه

تسعى السياسة الاقتصادية الكلية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف مثل المعدل الأمثل للنمو الاقتصادي والعمالة، وتحقيق الاستقرار النقدي، وتجميع المدخرات لتمويل البرامج الاستثمارية ومعالجة الاختلالات والمشكلات الاقتصادية (خليل، 2015، ص.40).

ويشير مصطلح التضخم الى "حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض، وبمفهوم بسيط للتضخم فهو زيادة كمية النقود بدرجة تنخفض معها قيمة النقود أي ارتفاع مستوى الأسعار" (الزبيدي، 2011). وبالتالي فهو الارتفاع الملموس والمستمر عبر الزمن في الأسعار، وهذا يعني أن التضخم ينبغي أن يكون ارتفاع الأسعار فيه واضحاً، أي أن الارتفاع الطفيف غير الملموس لا يعتبر تضخماً، وأن الارتفاع في الأسعار ينبغي أن يحصل خلال فترات زمنية ممتدة، ومن ثم فإن ارتفاع الأسعار لفترات قصيرة ومتباعدة لا يعتبر تضخماً (مشكور، ورشم، 2012).

وينشأ التضخم بفعل عوامل اقتصادية مختلفة ومن أبرزها: التضخم بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية، والتضخم الناشئ عن زيادة حجم الطلب النقدي والذي يصاحبه عرض ثابت من السلع والخدمات، والتضخم الناتج من تغيرات كلية في تركيب الطلب الكلي في الاقتصاد حتى لو كان هذا الطلب مفراطاً أو لم يكن هناك تركيز اقتصادي، إذ أن الأسعار تكون قابلة للارتفاع وغير قابلة للانخفاض رغم انخفاض الطلب، وهناك تضخم ناشئ عن ممارسة الحصار الاقتصادي تجاه دول أخرى (حمدوش، 2017).

إن حدوث التضخم ما هو إلا تعبيراً عن زيادة في كمية النقود بالنسبة لكمية الإنتاج، والذي يؤدي إلى تزامم مقدار كبير من النقود على كمية محدودة من السلع والخدمات، حيث يؤدي التنافس فيما بين وحدات النقد للحصول على تلك الكمية من السلع إلى رفع المستوى العام للأسعار، مع الأخذ بعين الاعتبار أن التضخم في الاقتصاد يجب أن يكون مفاجئاً وسريعاً، لأن وجود توقعات في المجتمع بحدوث سلسلة من الارتفاعات في مستويات الأسعار سوف تعطي الحكومات الوقت الكافي لاتخاذ الإجراءات الكفيلة بزيادة الإنتاج، بحيث يصاحب الزيادة في كمية النقد المتداول زيادة مماثلة في كمية السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد (الحوارني وحساني، 2011).

التضخم وعوائد بورصة الأوراق المالية

هناك العديد من الدراسات أظهرت أن متغيرات الاقتصاد الكلي تؤثر على عوائد السوق، وقد أظهرت تلك الدراسات أن عوائد الأسهم تتغير ضمن ظروف معينة، وأن التذبذب داخل الأسواق المالية تتأثر بالتغيرات في مؤشرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج المحلي الإجمالي، وكمية النقد المعروض داخل الاقتصاد، والتضخم، معدلات سعر الصرف، .. الخ، ولكن في المقابل لا يوجد طريقة يمكن أن تستخدم بشكل كامل للتأكد من ثبات العوائد الاستثمارية.

فقد توصل كل من (Chen *et al.*, 1981), (Fama, 1981), (Fama & Schwert, 1977), (1986) الى وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد بورصة الأوراق المالية، وأن الأسهم تعتبر أداة ضعيفة اذا استخدمت للتحوط من التضخم.

في المقابل توصلت دراسة (Cagli, et al. 2010) أن عوائد السوق المالي ذات علاقة بالنتائج المحلي. وكذلك أظهرت دراسة كل من (Fama, 1990; Schwert, 1990) وجود علاقة إيجابية بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم.

معدلات أسعار الفائدة مفهومه وعلاقته بعوائد بورصة الأوراق المالية

ارتبط مفهوم معدل أسعار الفائدة بوجود النظام النقدي على اعتبار أن سعر الفائدة هو ثمن التخلي عن النقود في الوقت الحالي مقابل استعادة المبلغ مضافاً إليه الفائدة في المستقبل (على، 2013). وهناك من يميز بين نوعين من أسعار الفائدة وهما: (الجنابي، 2009)

1. سعر الفائدة النقدي: وهو سعر الفائدة الذي يسود في البنوك التجارية، ويمثل ثمن رأس المال، ويتحدد سعر الفائدة النقدي بتفاعل قوى الطلب على الأموال وعرضها، فعندما يزيد عرض الأموال ينخفض سعر الفائدة، وعند زيادة الطلب على الأموال يميل سعر الفائدة للارتفاع.

2. سعر الفائدة الحقيقي: ويمثل العائد المتوقع الحصول عليه من استثمار رأس المال الحقيقي وهو يمثل الربح الذي يسعى رجال الأعمال الحصول عليه من استثماراتهم النقدية، ويعبر عن الكفاية الحدية لرأس المال، وبالتالي يتحدد الطلب على الأموال لأغراض استثمارية بسعر الفائدة الحقيقي.

وقليل هي الدراسات التي بحثت في العلاقة بين معدلات أسعار الفائدة وعوائد مؤشرات بورصة الأسواق المالية، ومن أولى الدراسات التي بحثت في تلك العلاقة دراسة (Markowitz, 1959) والتي تسمى بنظرية المحفظة الاستثمارية، وتشير تلك النظرية إلى أن عائد الأصول الرأسمالية تتأثر بمخاطر السوق، وتلك النظرية تؤكد أن مخاطر السوق تكمن في متغيرات الاقتصاد الكلي وأهمها معدلات أسعار الفائدة والتضخم، ولكن نظرية المحفظة الاستثمارية لم تبين كيفية قياس المخاطر، وكيف ترتبط تلك المخاطر بالعوائد المتوقعة (Otieno, et al. 2017)، بعد ذلك قام كل من (Sharpe, 1965 & Lintner 1965) بتحديد طبيعة العلاقة بين المخاطر والعوائد المتوقعة من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ذلك النموذج حدد بأن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين المخاطر والعوائد الرأسمالية، وبالتالي فإن المخاطر المرتفعة يفترض أن ترتبط بعوائد مرتفعة، ولكن نموذج (CAPM) لم يحدد نسبة استجابة العوائد المتوقعة للتغير في معدل الفائدة الخالي من المخاطر، في المقابل قام (Koller & Murrin, 1994) بتحديد أن الزيادة في معدل الفائدة الخالي من المخاطر يؤدي إلى تخفيض العوائد المتوقعة وذلك لأن جزءاً من الاستثمارات المالية يتم تمويلها عن طريق الديون (القروض البنكية) للاستفادة من مزايا الرفع المالي، والتي تعتبر بمثابة نفقات تمويلية تؤثر سلباً على التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي التأثير سلباً على عوائد الأسهم. لذلك فإن العلاقة بين معدل الفائدة وعوائد السوق لازالت علاقة جدلية غير متفق عليها من قبل الباحثين، وذلك لأن بعض الباحثين توصلوا إلى أن كلا المتغيرين غير ثابتين في شكل العلاقة (Erita, 2014; Gohar, Zaman, & Baloch, 2014; Pal & Mittal, 2011) وهناك البعض من

الباحثين توصلوا الى أن عوائد بورصة الأوراق المالية كانت ثابتة (Amarasinghe, 2015; Kirui, et al. 2014)، وأن معدل الفائدة كان غير ثابت ، والبعض الاخر من الباحثين توصل الى أن كل من عوائد بورصة الأوراق المالية ومعدل الفائدة كانا ثابتان في شكل مستوَاهما (Omodero & Mlaga, 2019).

وبنتج نتائج تلك الدراسات تبين أنها توصلت الى نتائج متناقضة، فمنها من أثبت وجود علاقة إيجابية بين معدلات أسعار الفائدة وعوائد مؤشرات بورصة الأوراق المالية، ومنها من توصل الى وجود علاقة سلبية، ففي دراسة لـ (Kibria, et al. 2014) فقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة إيجابية بين معدلات أسعار الفائدة وعوائد بورصة الأوراق المالية، في المقابل توصل (Barnor, 2014)، (Uddin & Alam, 2010) الى وجود علاقة سلبية بين معدلات أسعار الفائدة وعوائد بورصة الأوراق المالية حيث يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة سلباً على عوائد أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية.

نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL

تم تقديم نموذج التكامل المشترك من قبل (Engle & Granger, 1987)، وذلك لدعم للأبحاث الاقتصادية من خلال رصد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في اطار احصائي، ومن منظور اقتصادي فان بعض المتغيرات تتحرك بانتظام مع مرور الزمن، على الرغم أنها تتسم بشكل منفرد بالتذبذب العشوائي، لذا فان تحليل التكامل المشترك يعتبر احدى الأدوات المهمة عند دراسة العلاقات الاقتصادية على المدى الطويل، فضلاً عن أنه يساعد على تحديد مستوى التوازن بين البيانات غير المستقرة وتلك التي تتسم بالاستقرار (حسن وشومان، 2013).

بمعنى آخر ان بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حده، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة. ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعد مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع (الاستجابة) بدلالة مجموعة من المتغيرات التوضيحية.

ويعد التكامل المشترك (تتأخر التكامل) (Cointegration) هو المرحلة المتقدمة من أنموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model ECM)، وهناك عدة طرق لاختبار وجود تكامل مشترك بين المتغيرات منها:

1. اختبار (Engle & Granger, 1987) ويستعمل في النماذج المكونة من متغيرين فقط أحدهما تابع والآخر توضيحي.
2. اختبار (Johansen, 1988-1991)، واختبار (Johansen & Juselius, 1990) ويستعملان في حالة النماذج المتعددة المتغيرات.

إن اختبارات التكامل المشترك السابق ذكرها تتطلب أن تكون المتغيرات محل الدراسة متكاملة من الرتبة نفسها، وأن هذه الاختبارات ينتج عنها نتائج غير دقيقة في حالة إذا كان حجم عينة الدراسة (عدد المشاهدات) صغيراً. ونتيجة لهاتين المشكلتين أصبح منهج الانحدار الذاتي

لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) شائع الاستخدام في الفترة الأخيرة. والذي قدم من قبل (Pesaran, et al. 2001)، والصيغة العامة لهذا النموذج مكون من متغير تابع Y و K من المتغيرات التابعة X_1, X_2, \dots, X_K يكتب النموذج (ARDL (p,q1, q2,...qk بالشكل التالي:

$$\Delta Y_t = C + a_1 y_{t-1} + a_2 X_{1t-1} + a_3 X_{2t-1} + \dots + a_{k+1} X_{kt-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \phi_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_2-1} \phi_{3i} \Delta X_{2t-i} - i \sum_{i=1}^{q_1-1} \phi_{2i} \Delta X_{1t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{q_k-1} \phi_{ki} \Delta X_{kt-i} + \xi_t \dots (24)$$

حيث أن:

ξ_t : حد الخطأ العشوائي (التشويش الأبيض).

P, q_1, q_2, \dots, q_k تمثل فترات الإبطاء للمتغيرات Y, X_1, X_2, \dots, X_k على الترتيب. تكون فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك (علاقة توازنية طويلة الأجل) بين المتغيرات

والتي تتمثل كالآتي:

$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_{k+1} = 0$$

مقابل الفرضية البديلة التي تتمثل بالآتي:

$$H_1 : \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \dots \neq \alpha_{k+1} \neq 0$$

وجود تكامل مشترك (وجود علاقة توازنية طويلة الأجل) بين المتغيرات .

حيث أن a_1, a_2, \dots, a_{k+1} تمثل معاملات المتغيرات المبطة لفترة واحدة.

ويشار إلى الاختبار بما يلي (FY (Y/X1,X2,...Xk

وعند تقدير النموذج أعلاه فإن معامل الأثر طويل الأجل لمتغير توضيحي هو عبارة عن حاصل قسمة معامل هذا المتغير المبطة لفترة واحدة (مضروباً في إشارة سالبة) على معامل المتغير التابع المبطة لفترة واحدة فعلى سبيل المثال فإن معامل الأثر طويل الأجل للمتغير X_1 و X_2 وهو: $-\left(\frac{a_2}{a_1}\right)$ و $-\left(\frac{a_2}{a_1}\right)$ على التوالي وهكذا للمتغير X_k هو $-\left(\frac{a_k}{a_1}\right)$.

أما معاملات الآثار قصيرة الأجل لهذه المعادلة فهي عبارة عن معاملات الفروق الأولى للمتغيرات في المعادلة المذكورة نفسها $\Phi_1, \Phi_2, \dots, \Phi_{ik+1}$.

بورصة فلسطين ومؤشرات الاقتصاد الكلي

حظيت بورصة فلسطين منذ تأسيسها بخطوات منشودة في دفع الاقتصاد الفلسطيني الى حالة من النمو والازدهار أسوة بباقي الأنظمة العربية والعالمية رغم حالة عدم اليقين وعدم الاستقرار التي يمر بها الاقتصاد الفلسطيني، وقد تم تأسيس بورصة فلسطين في تشرين الثاني عام 1996م وكان الهدف من ذلك هو استقطاب وحشد رؤوس الأموال المحلية والأجنبية للانخراط في مسيرة التنمية الاقتصادية، من خلال التمويل طويل الأمد للمشاريع الإنتاجية والتجارية والبنية التحتية (النجار، 2017).

ويدرج في بورصة فلسطين (48) شركة مساهمة عامة موزعة على خمسة قطاعات اقتصادية وهي قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، وقد بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة حوالي 3,758 مليون دولار في نهاية العام 2018، وتسعى بورصة فلسطين لأن تكون نموذجاً للأسواق المالية العربية والإقليمية من خلال التميز في الخدمات المتجددة، والقدرة على خلق الفرص الاستثمارية في قطاع الأوراق المالية وجذب الاستثمارات واستخدام التقنيات المتطورة والالتزام بقواعد الحوكمة المؤسسية ونسج العلاقات البناءة مع الأسواق العربية والإقليمية والعالمية (موقع بورصة فلسطين).

وعند الحديث عن مؤشرات الاقتصاد الكلي في فلسطين، فإن أهم تلك المؤشرات تتلخص في كل من التضخم ومعدلات أسعار الفائدة، حيث تعاني فلسطين من معدلات تضخم مرتفعة نوعاً ما، فقد أظهر سجل نسبة التغير في أسعار المستهلك وبشكل تراكمي خلال الفترة 2004م وحتى نهاية العام 2018 ما نسبته 47.18% (الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني)، ويعتمد التنبؤ بمعدل التضخم بشكل كبير على افتراضات متعلقة بمسار العوامل الخارجية وهو ما يشار إليه بالتضخم المستورد بسبب تداول عملات أجنبية داخل السوق الفلسطيني، وكذلك فإن غياب وجود عملة فلسطينية فإن مستويات الفائدة في فلسطين تتأثر بكل من أوضاع السيولة النقدية في المصارف، والتنافسية، ودرجة الخطر المحيطة، إلى جانب السياسات النقدية للدول المصدرة للعملة المتداولة. وتكمن أهمية رصد تغيرات معدلات الفائدة هذه في تأثيرها على مستوى عرض النقد في السوق المحلي، وبالتالي مستويات الاستهلاك والاستثمار، ومستويات الأسعار العامة. ويتم استخدام سعر الفائدة على القروض في فلسطين للدلالة على فائدة الإقراض، كما يتم استخدام الفائدة على الودائع لأجل للدلالة على فائدة الإيداع، مع الأخذ بعين الاعتبار مقارنتها مع المعدلات الشبيهة في الدول الأخرى، حيثما كان ذلك متاح (سلطة النقد الفلسطينية، تقرير التضخم، 2017).

وتشير بعض الدراسات الى وجود علاقة بين التضخم وعوائد بورصة الأوراق المالية، حيث أشارت دراسة (Kwofie & Ansah, 2018) الى وجود علاقة طويلة الاجل بين التضخم وعوائد بورصة الأوراق المالية ويشير (Daferighe & Charlie, 2012) الى أن التضخم يمكن أن يخلق حالة من عدم اليقين داخل الاقتصاد، وبالتالي يمكن أن يؤدي ذلك الى عدم رغبة المستثمرين المحليين والأجانب الى الاستثمار بسبب الأثر السلبي المتوقع لمعدلات

التضخم على عوائدهم وأسعار الأسهم، وبالتالي يؤثر ذلك سلباً على عوائد بورصة الأوراق المالية. من جانب آخر توصلت دراسة (Ramsharan, 2019) الى وجود علاقة سلبية بين معدل الفائدة السائد في السوق وعوائد بورصة الأوراق المالية.

وتأتي هذه الدراسة بهدف المساهمة في إزالة الغموض في العلاقة بين كل من معدل التضخم ومعدل الفائدة السائد في السوق من جانب؛ وعوائد بورصة الأوراق المالية من جانب آخر، لذا سيعتمد الباحث في هذه الدراسة الى بحث مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم ومعدل الفائدة السائد في السوق) على عوائد بورصة فلسطين.

الدراسات السابقة

بمراجعة الباحث للدراسات والأدبيات السابقة حول موضوع الدراسة تبين وجود العديد من الدراسات التي تناولت الموضوع من زوايا مختلفة. ولكن لوحظ اختلاف نتائج تلك الدراسات. وتعتبر دراسة (Fama, 1981) من أولى الدراسات التي تناولت العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، وقد استندت هذه الدراسة على نظرية الطلب على النقود، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة عكسية وليست علاقة سببية بين كل من التضخم وعوائد الأسهم، لكن تلك العلاقة ناتجة عن التأثير المتبادل بينهما، وهذا بسبب ارتباط معدل التضخم بالنشاط الاقتصادي بعلاقة عكسية، ولأن العوائد ترتبط بعلاقة إيجابية مع النشاط الاقتصادي، فان العلاقة العكسية بين معدل التضخم والعوائد تبقى كما هي. وقد فتحت هذه الدراسة المجال أمام الدراسات اللاحقة للتوسع في دراسة العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، وقد قام (Modigliani & Cohn, 1979) بتقديم توضيحات أكثر حول سبب العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد السوق، وأن ارتفاع معدل التضخم يقود الى زيادة معدل خصم توزيعات الأرباح المستقبلية المتوقعة، وهذا يؤدي الى تراجع قيمة الأسهم.

بعد عام 1990م ركزت الدراسات المنشورة أكثر على أثر الإعلان عن مؤشرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم، فقد أظهرت دراسة (McQueen & Roley, 1993) أن مفاجأة الإعلان عن المؤشرات الاقتصادية يختلف أثرها من وقت لآخر حسب الدورة الاقتصادية، ففي مرحلة الازدهار الاقتصادي فان الإعلان عن ارتفاع معدلات التضخم والفائدة يقود الى أثر سلبي في عوائد الأسهم. وبعد ذلك بدأت تتوسع الدراسات في طبيعة المتغيرات الاقتصادية التي يمكن ان يكون لها تأثير على عوائد بورصة الأوراق المالية.

ولازال هناك تناقض بين الدراسات بخصوص مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية، فهناك مجموعة من الدراسات توصلت الى وجود علاقة وتأثير إيجابي للمتغيرات الاقتصادية، فقد قام كل من (Omotor, 2010) باختبار العلاقة بين التضخم وعوائد السوق في نيجيريا، وذلك بالاعتماد على بيانات شهرية وربع سنوية خلال الفترة ما بين 1985-2008م، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها: أن عوائد السوق قد توفر وسيلة فعالة لتحوط من التضخم، وهذا ما يفسر العلاقة الإيجابية بين التضخم وعوائد السوق، وكذلك قام (Vena, 2012) بدراسة أثر التضخم على مختلف مؤشرات أداء

سوق الأوراق المالية في كينيا، من حيث نشاط وسيولة السوق، خلال الفترة الممتدة بين 1998-2013، وقد تم استخدام أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد لاختبار أثر التضخم على أداء السوق المالي، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ارتباط قوية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم وأن هذا يشير الى أن الاستثمارات في سوق الأوراق المالية تزدهر بغض النظر عن معدل التضخم، وهذا يتفق مع فرضية فيشر من حيث الأثر الإيجابي لمعدل التضخم على عوائد الأسهم. وطبقت دراسة (Ndlovu, et al. 2018)، على سوق جوهانزبورغ للأوراق المالية بجنوب أفريقيا، وقد تمثلت متغيرات الاقتصاد الكلي في كل من معدل التضخم، وعرض النقود، ومعدل الفائدة، معدلات صرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي، وقد تم الاعتماد على بيانات ربع سنوية خلال الفترة من 1981-2016م وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها: أن كل من معدل الفائدة ومعدل التضخم وعرض النقود ترتبط بعلاقة إيجابية بأسعار الأسهم، في المقابل فإن أسعار الصرف تأثر بشكل عكسي على أسعار الأسهم المتداولة.

من جانب آخر هناك مجموعة من الدراسات توصلت الى وجود علاقة وتأثير سلبي للمتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم وبورصة الأوراق المالية، فقد قام (Mahmood, et al. 2015) باختبار العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم المدرجة في البورصة الباكستانية، وقد اعتمدت الدراسة على بيانات (6) سنوات متتالية خلال الفترة 2005-2010م، وقد طبقت الدراسة اختبار VAR، وقد توصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم المدرجة.

من جانب آخر قام كل من (Uddin, & Alam. 2010)، باختبار العلاقة بين معدل الفائدة وعوائد الأسهم، وقد طبقت الدراسة على بورصة دكا للأوراق المالية في بنغلادش خلال الفترة ما بين 1992-2004، وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة وعوائد الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية.

وهناك بعض الدراسات توصلت الى وجود علاقة مختلطة أو غير واضحة للمتغيرات الاقتصادية، فقد قام (Mohammed, 2007) بدراسة هدفت الى تحديد شكل العلاقة بين التضخم وأسعار الاسهم باستخدام منهجية توزيع الاخطاء المبطل لفترة طويلة في باكستان، وقد غطت الدراسة الفترة الممتدة بين 1971-2006م، وقد توصلت الدراسة الى أن الأسهم تعد وسيلة تحوط ضد التضخم في المدى الطويل وليس في المدى القصير، كما أكدت ذلك اختبارات السكون للمتغيرات في المدى الطويل خلال فترة العينة، وقام (Emarah, 2009) بدراسة هدفت الى معالجة العلاقة السببية بين أسعار الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي مثل التضخم، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف والعرض النقدي، والاقتصاد الحقيقي في تركيا، وذلك باستخدام البيانات الشهرية خلال الفترة ما بين (1998/1-2008/12)، ولغرض التعرف على تلك العلاقة تم استخدام نموذج السببية غرانجر (Granger causality model)، وقد أشارت نتائج هذه الدراسة بأن السببية ثنائية الاتجاه: أولاً: اتجاه السببية من سعر الفائدة والتضخم والنتائج المحلي الإجمالي الى عوائد الأسهم، ثانياً: اتجاه السببية من عوائد الأسهم باتجاه العرض النقدي وسعر الصرف وسعر الفائدة والتضخم، وقد قام (Sokpo, et al. 2017) باختبار أثر التضخم على

عوائد الأسهم في سوق نيجيريا للأوراق المالية وذلك بالاعتماد على بيانات شهرية ذات علاقة بمعدلات التضخم وعوائد السوق، وقد طبقت الدراسة تقنية نمذجة التقلبات GARCH و E-GARCH، وقد توصلت الدراسة الى أن التضخم لا يعتبر متغيراً هاماً في تفسير تقلبات عوائد السوق. وفي دراسة (Celebi & Hönig, 2019) أجريت بهدف اختبار أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد البورصة الألمانية، وقد اختبرت الدراسة أثر (24) عاملاً من عوامل الاقتصاد الكلي، على عوائد مؤشر (DAX30) خلال الفترة 1991-2018م قبل وبعد أزمة أسواق المال العالمية، وقد توصلت الدراسة الى وجود أثر مبطاً لمتغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم، وأن العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم خلال الأزمة المالية أكبر بكثير من تلك العوامل الاقتصادية المؤثرة قبل وبعد الأزمة المالية.

وهناك العديد من الدراسات التي طبقت في البيئة العربية، والتي اختبرت أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية، وقد اختلفت نتائج تلك الدراسات، فهناك بعض الدراسات التي أكدت وجود العلاقة والأثر الإيجابي لمتغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم وبورصة الأوراق المالية، ففي دراسة لـ Al Oshaibat & Majali (2016) والتي هدفت إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين عوائد الأسهم وبين كل من التضخم، وسعر الفائدة، وسيولة الأسهم وتحويلات العاملين في بورصة عمان خلال الفترة (1980-2014). وقد اعتمدت هذه الدراسة على نموذج متجه الانحدار (Vector Autoregressive)، كما وتم التحقق من استقرارية البيانات واستخدام تحليل التكامل المشترك، إلى جانب استخدام اختبار جرانجر لتحليل العلاقة السببية لمتغيرات الدراسة. وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أن هناك تأثير إيجابي للتضخم على عوائد أسهم بورصة عمان، وتبين أن تحويلات العاملين تؤثر إيجابياً في المدى الطويل على عوائد الأسهم في بورصة عمان من خلال تأثيرها على الطلب الكلي وزيادة النمو الاقتصادي. إلى جانب ذلك فقد أوضحت الدراسة وجود تأثير سلبي لسعر الفائدة على عوائد الأسهم في بورصة عمان.

وهناك بعض الدراسات التي توصلت الى علاقة أو تأثير سلبي للمتغيرات الاقتصادية، ففي دراسة لـ (Shukair, et al. 2012) بتحديد شكل العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم في الأردن، وقد طبقت الدراسة خلال الفترة بين 1998-2007م، وتم استخدام نموذج تحليل الانحدار لتحديد ما إذا كان هناك علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن ليس كل الشركات تعتبر الاسهم تحوط مثالي ضد التضخم، وتبين أيضاً وجود علاقة ارتباط عكسية بين التضخم وأسعار الاسهم في بعض اسهم الشركات، في حين أن بعض الشركات الأخرى أظهرت وجود علاقة طردية طفيفة بين تغيرات أسعار الأسهم. وقام كل من (بنال ومطر، 2017) باختبار أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية، وقد طبقت الدراسة منهجية الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة في تحليل أثر التضخم على قطاعات سوق العراق للأوراق المالية، بالاعتماد على بيانات مالية منشورة خلال الفترة 2005-2015. وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها: وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد كل من (قطاع المصارف، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار، القطاع السياحي

والمؤشر العام للسوق)، وكذلك هنالك تكامل مشترك وتوازن طويل الاجل بين التضخم وعوائد القطاعات خلال مدة الدراسة، وظهرت نتائج الاستجابة القصيرة وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد قطاعات (المصارف، التأمين، الاستثمار) والمؤشر العام للسوق. هذه النتائج تؤكد بأن الاسهم لاتعد وسيلة تحوط ضد التضخم في الاجل الطويل في سوق العراق للأوراق المالية. وكذلك قام كل من (الهمشري والزيون، 2017) بدراسة هدفت إلى التعرف على تأثير التضخم على عوائد الأسهم والتقلبات الشرطية في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2015)، وذلك من خلال استخدام بيانات السلاسل الزمنية خلال الفترة (1998-2015)، وتم جمع البيانات الشهرية وتحليلها باستخدام نموذج $GARCH(1,1)$ ، ونموذج EGARCH. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير إيجابي للتضخم على عوائد الأسهم في بورصة عمان، بينما تبين وجود تأثير إيجابي للتضخم على التقلبات الشرطية في بورصة عمان، ووجود تأثير للتضخم على عوائد الأسهم والتقلبات الشرطية معاً. وقد توصلت نتائج بعض الدراسات الى وجود علاقة مختلطة للمتغيرات الكمية، فقد اختبرت (بلجيلية، 2010) آثار المتغيرات الكلية خاصة التضخم على أسواق الأوراق المالية ودراسة الظاهرة النقدية وانعكاسها على عوائد الأسهم، وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها: أن كل من قطاع التأمين والخدمات يرتبط ارتباطاً طردياً بمتوسط القوة تجاه معدلات التضخم، في حين أظهرت النتائج أن قطاع الصناعة يرتبط بعلاقة عكسية ضعيفة بمعدلات التضخم. وقد فحصت دراسة (El-Nader & Alraimony, 2012) طبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (1991-2010). ولتحقيق هدف الدراسة فقد تم الاعتماد على نموذج المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، وكل من نموجي ARCH و GARCH، أظهرت النتائج أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من عرض النقد والتضخم، وسعر الصرف، والتغير في أسعار الفائدة، وبين عوائد الأسهم، كما وأظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وبين عوائد الأسهم في بورصة عمان. وقام (عرموش، 2014) بدراسة هدفت الى اختبار أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية، خلال الفترة الممتدة 2009-2013م وقد شملت العينة مجموعة مختارة من الدول العربية تبعاً لتوفر البيانات المطلوبة خلال فترة الدراسة، حيث تضمنت العينة خمس دول عربية وهي: (سوريا، العراق، مصر، الجزائر، الكويت). وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في كل من الجزائر والكويت، وهو ما يتوافق مع فرضية فاما وفيشر حيث أكدوا على وجود علاقة بين التضخم وعوائد الأسهم بغض النظر عن طبيعة هذه العلاقة، في المقابل تبين عدم وجود لتلك العلاقة في سوريا والعراق ومصر، وهو ما يتناقض مع الفرضيات التي جاء بها فاما وفيشر، وقد هدفت دراسة (خليل، 2015) الى إيضاح أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسواق المالية الناشئة (تركيا، مصر، سوريا) وبيان أي المتغيرات أكثر تأثيراً من غيرها في عوائد الأسهم، ولغرض اختبار العلاقة بين هذه المتغيرات وهي (التضخم وسعر الصرف والعرض النقدي ومعدل الفائدة قصير الأجل)، فقد تم أخذ البيانات التاريخية لكل دولة على حدة، لبعض المتغيرات النقدية الأكثر شيوعاً في التأثير على عوائد الأسهم ضمن سلاسل زمنية شهرية بالنسبة لسوريا امتدت 46

شهرًا خلال الفترة (2002/1-2014/6)، ومصر امتدت 90 شهرًا (2005/1-2016/6) وتركيا خلال مدة 150 شهرًا (2002/1-2014/6)، وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها: وجود علاقة عكسية على المستوى المتوسط والطويل بين سعر الصرف وعوائد الأسهم، وكذلك وجود علاقة طردية على المدى الطويل بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم في بورصة إسطنبول، في حين لم تكن هناك علاقة بين هذين المتغيرين في سوق دمشق للأوراق المالية والبورصة المصرية. وكذلك اختبرت دراسة (Barakat, et al. 2016) العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم في كل من البورصة المصرية والبورصة التونسية، وقد تم استخدام مقاييس السببية VAR و Granger وذلك بهدف اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد اعتمدت الدراسة على بيانات منشورة خلال الفترة 1998-2014م، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة سببية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم المدرجة في البورصة المصرية، في حين تبين عدم وجود لتلك العلاقة السببية بالنسبة لأسهم الشركات المدرجة في البورصة التونسية. من جانب آخر قام (حمدوش، 2017) بدراسة اختبرت أثر التضخم على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، وقد اعتمدت الدراسة على البيانات الشهرية لمعدل التضخم ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2013م، وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج منها: وجود علاقة ارتباط ايجابية ضعيفة ولكنها غير دالة احصائياً لمعدل التضخم على مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

ما يميز الدراسة الحالية

على الرغم من تعدد الدراسات السابقة، الا أن تلك الدراسات لازالت نتائجها متناقضة، فهناك دراسات توصلت الى وجود علاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، في المقابل توصلت بعض الدراسات الى عدم وجود لتلك العلاقة، وكذلك توصلت بعض الدراسات الى وجود علاقة وتأثير إيجابي للتضخم على عوائد الأسهم في المقابل أظهرت نتائج بعض الدراسات الى وجود علاقة وتأثير سلبي للتضخم على عوائد الأسهم وقد تشابهت نتائج الدراسات التي أجريت في البيئة العربية مع تلك التي أجريت لدى الدول الأجنبية.

وحسب منشورات سلطة النقد الفلسطينية فان كل من معدلات التضخم ومعدل الفائدة السائد في السوق هي أهم متغيرات الاقتصاد الكلي المؤثرة على الاقتصاد الفلسطيني (سلطة النقد الفلسطينية، تقرير التضخم، 2017)، لذلك تأتي هذه الدراسة بهدف اختبار مدى تأثير التضخم ومعدلات الفائدة على عوائد الأسهم، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وبالتالي فان أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو اختبار تأثير كل من معدلات التضخم ومعدل الفائدة السائدة في السوق كمتغيرات مستقلة على مجموعة من عوائد مؤشرات السوق المالي كمتغيرات تابعة والمتمثلة بكل من (عائد مؤشر القدس لبورصة فلسطين، عائد مؤشر قطاع الاستثمار، عائد مؤشر قطاع التأمين، عائد مؤشر قطاع البنوك، عائد مؤشر قطاع الخدمات، عائد مؤشر قطاع الصناعة) وذلك بالاعتماد على تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL، ووفقاً لذلك تعتبر هذه الدراسة هي الأولى التي تطبق في البيئة الفلسطينية على حد علم الباحث.

الدراسة التطبيقية

منهجية الدراسة

لإختبار فرضيات الدراسة وتحقيق أهدافها، استخدم الباحث منهجية متعارف تقوم على الوصف ومن ثم اختبار البيانات الحقيقية المنشورة من قبل بورصة فلسطين، حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الذي يقوم على وصف خصائص ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها دون تحيز، ويتم من خلال القيام بالمسح الشامل، الذي يهدف إلى توفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع الدراسة، لتفسيرها والوقوف على دلالاتها، كما تم اعتماد المنهج التاريخي في استعراض الدراسات السابقة، أما طبيعة الدراسة فهي دراسة تطبيقية.

وسائل جمع البيانات

استخدم الباحث مصدرين أساسيين للمعلومات

1. المصادر الثانوية: حيث اتجه الباحث في معالجة الإطار النظري للدراسة إلى مصادر البيانات الثانوية والتي تتمثل في الكتب والمراجع العربية والأجنبية ذات العلاقة، والدوريات والمقالات والإحصاءات، والأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، والبحث والمطالعة في مواقع الإنترنت المختلفة.

2. المصادر الأولية: لمعالجة الجوانب التحليلية لموضوع الدراسة قام الباحث بجمع البيانات اللازمة للدراسة من واقع سجلات بورصة فلسطين والنشرات الصادرة عن سلطة النقد الفلسطينية ومركز الإحصاء المركزي الفلسطيني، وكذلك مراجعة البيانات المالية الخاصة بالشركات المساهمة العامة ضمن عينة الدراسة، ومن واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل هذه الشركات خلال الفترة من 2008م وحتى 2018م.

ويتكون تحليل السلاسل الزمنية التي اعتمدها الدراسة على مراحل متتابعة، تبدأ بمرحلة التشخيص للنموذج، تليها مرحلة تقدير معاملات النموذج، ثم مرحلة فحص مدى ملاءمة النموذج، وأخيراً مرحلة التنبؤ (كما في المخطط المناسب) (الزوبعي والتكريتي، 2013).

وبما أن هذه الدراسة ستعتمد على دراسة سلسلة زمنية للعلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، فإن البيانات المطلوبة لدراسة العلاقة هي الرقم القياسي الشهري لأسعار المستهلك، وأسعار الإقفال الشهرية لأسهم الشركات المتداولة، وأسعار الإقفال الشهرية لمؤشر القدس ومؤشرات القطاعات الاقتصادية الأخرى داخل بورصة فلسطين خلال الفترة من 2008/1/1- 2018/12/31م حيث تم الحصول على تلك المؤشرات من موقع سلطة النقد الفلسطينية، ومركز الإحصاء الفلسطيني، وموقع بورصة فلسطين.

أداة الدراسة

اعتمدت الدراسة على نوعين من البيانات المنشورة سواء من قبل بورصة فلسطين أو سلطة النقد الفلسطينية، فقد اعتمدت الدراسة على بيانات شهرية خاصة بعوائد مؤشرات بورصة فلسطين موزعة حسب القطاعات الاقتصادية (مؤشر القدس، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع الصناعة، مؤشر قطاع الخدمات)، بالإضافة إلى قيم التضخم في نهاية كل شهر خلال فترة الدراسة الممتدة ما بين 2008م-2018م حيث اتسمت هذه الفترة بارتفاع تدريجي على معدلات التضخم في فلسطين. كذلك تم الاعتماد على بيانات ربع سنوية خاصة متعلقة بمعدل الفائدة، وعوائد مؤشرات بورصة فلسطين، وقد تم تشغيل البيانات التي تم الحصول عليها باستخدام البرنامج الإحصائي المعروف (Eviews V.11).

يعتبر برنامج (Eviews V.11) أحد البرامج المتقدمة والمستخدمة في إجراء التحليل القياسي وكذلك في عمليات بناء وتقدير ودراسة النماذج الاقتصادية، ويعد هذا البرنامج مفيد وذو نتائج متميزة جداً للباحثين في المجال الاقتصادي، وقد تم تصميمه وبرمجته بصورة تساعد في التعامل مع العديد من المشاكل الإحصائية التي تنتج عن تقدير العديد من نماذج الانحدار مثل الارتباط المتعدد، واختلاف التباين، والارتباط الذاتي، وخطأ صياغة النماذج، بالإضافة إلى أن هذا البرنامج يقدم اختبار التكامل المشترك باستخدام ARDL من خلال أسلوب اختبار الحدود والذي يقوم بدمج نموذج الانحدار الذاتي ونماذج فترات الإبطاء الموزعة. (Chung, et al. 2019)

عينة الدراسة وطريقة احتساب العوائد

تغطي بيانات الدراسة السلسلة الشهرية خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2008-2018م لعوائد مؤشر القدس وعوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية الخمسة داخل بورصة فلسطين، كذلك تم الاعتماد على التقارير الشهرية الصادرة عن بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة. أما معدلات التضخم الشهرية فقد تم استخراجها من الرقم القياسي لأسعار المستهلك كأساس أسعار سنة 2010م، وقد تم الاعتماد في جمع بيانات الرقم القياسي للأسعار على الموقع الإحصائي الرسمي لسلطة النقد الفلسطينية. كذلك اعتمدت الدراسة على بيانات ربع سنوية فيما يتعلق بمعدل الفائدة السائد في السوق. وقد تم احتساب العوائد كالتالي:

عائد المؤشر = (قيمة المؤشر في نهاية الشهر - قيمة المؤشر في بداية الشهر) ÷ قيمة المؤشر في بداية الشهر

نموذج الدراسة

تحليل الانحدار ذو الإبطاء الموزعة

يعتبر نموذج التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة (ARDL) Autoregressive distributed lag model أحد طرق الاقتصاد القياسي الحديثة

والتي توظف لتحديد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية والتي تكون درجتها سكونيا مختلفة. وقد تم تطوير هذا الأسلوب من قبل (Pesaran & Shin, 1995; Pesaran, et al. 2001) أسلوباً جديداً يعرف بأسلوب اختبار الحدود والذي لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة نفسها ويستخدم هذا الأسلوب لاختبار مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

ويعتبر اختبار (ARDL) مناسباً للاستخدام حتى عندما تكون جميع المتغيرات عند مستوياتها الأصلية (0)1، أو متكاملة من الدرجة الأولى (1)1، أو خليط من الاثنين، وكذلك يمكن أن يوظف هذا المقياس عندما تكون العينات صغيرة. ويشترط لتطبيق اختبار (ARDL) أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية (2)1. (ادريوش وعبد القادر، 2013).

ولتطبيق اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية ARDL يجب القيام الخطوات التالية: (شومان وحسن، 2013).

1. اختيار فترة الابطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد، وذلك باستخدام اختبارات مختلفة مثل (AIC Akaike information criterion , Hannan-Quinn , Schwarz information criterion HQ , SC).
2. تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ بواسطة طريقة (OLS).
3. اختبار المعنوية الاجمالية لمعاملات المتغيرات المبطأة بواسطة اختبار F .
4. يتم مقارنة (F) المحسوبة بقيمة (F) الجدولية، ويكون القرار اذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة الحد الأعلى لقيمة (F) الجدولية فسوف يتم رفض الفرضية الصفرية مما يعني ذلك وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، أما اذا كانت قيمة (F) المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى لقيمة (F) الجدولية فيتم قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، أما اذا كانت قيمة (F) تقع بين قيم الحدين الأعلى والأدنى لقيم (F) الجدولية فان النتيجة عدم إمكانية تحديد عما اذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه. (شومان وحسن، 2013).

الاختبارات التمهيدية

اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

يهدف هذا الاختبار الى الكشف عن إمكانية توزيع معاملات دالتي الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية للبراقبي وفق التوزيع الطبيعي، بوسط معدوم وتباين يساوي (حيث n : عدد مشاهدات السلسلة) وللتحقق من مدى اقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي تم استخدام اختبار -Jarque Bera المعلمي، وتكون قاعدة القرار قبول الفرضية العدم بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي اذا كانت احتمالية Jarque-Bera اكبر من 0.05

جدول (2): اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة.

عائد مؤشر قطاع الصناعة	عائد مؤشر قطاع الخدمات	عائد مؤشر قطاع البنوك	عائد مؤشر قطاع التأمين	عائد قطاع الاستثمار	عوائد مؤشر القدس	معدل الفائدة	معدل التضخم	
290.500	528.53	28.078	6187.640	2849.784	1084.915	31.854	15.932	قيمة الاختبار - Jarque-Bera
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	القيمة الاحتمالية

يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة احتمالية Jarque-Bera أقل من 0.05 لجميع متغيرات الدراسة وبالتالي فإن بيانات متغيرات الدراسة ليست موزعة توزيعاً طبيعياً حسب اختبار Jarque-Bera

اختبار الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة (Correlogram)

تكون السلسلة مستقرة إذا تذبذبت حول وسط حسابي ثابت، مع تباين ليس له علاقة بالزمن، ولاختبار استقرارية السلسلة يكون المتغير غير مرتبط ذاتياً عندما تكون: $Prob > 0.05$ والجدول رقم (3) يوضح الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة

جدول (3): اختبار الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة.

عائد مؤشر قطاع الصناعة	عائد مؤشر قطاع الخدمات	عائد مؤشر قطاع البنوك	عائد مؤشر قطاع التأمين	عائد قطاع الاستثمار	عوائد مؤشر القدس	معدل الفائدة	معدل التضخم	المتغير
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	احتمالية الارتباط الذاتي
132	132	132	132	132	132	44	132	عدد المفردات

يتضح من الجدول رقم (3) أعلاه أن احتمالية الارتباط الذاتي لجميع قيم متغيرات الدراسة هي أصغر من (0.05)، وهذا يدل على أن قيم متغيرات الدراسة مرتبطة ذاتياً ببعضها البعض، أي أن قيم متغيرات الدراسة هي ليست متغيرات عشوائية.

اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة

تهدف عملية دراسة الاستقرار لمعرفة استقرار سلسلة المتغير، أي مدى خلوها من القيم الشاذة بحيث يجب ان يكون الانحراف المعياري ثابتاً والمتوسط الحسابي ضمن سلسلة قيم المتغير.

يطبق اختبار السكون لتحديد درجة سكون السلاسل الزمنية الاقتصادية وهذا يساهم في تحديد أي الطرق القياسية الملائمة التي يمكن أن توظف لاختبار العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية، وسوف تعتمد الدراسة على اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic (KPSS)

يعتمد اختبار جذر الوحدة على مضاعف (LM) Lagrange، ويركز على تقدير النموذج الثاني والثالث، بحيث نرفض فرضية الاستقرار إذا كانت الإحصائية المحسوبة (LM) أكبر من القيمة الحرجة (Critical Values)، ونقبل استقرارية السلسلة إذا كانت الإحصائية المحسوبة أقل من القيمة الحرجة.

لأجراء هذا الاختبار نقوم بانحدار السلسلة الزمنية على الثابت والاتجاه العام من أجل حساب سلسلة البواقي et ثم نحسب

$$s = \sum_{i=1}^t e_i$$

حيث S هي مجموع البواقي الجزئية

والجدول التالي يوضح اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند الفرق الأول وفقاً لاختبار (KPSS)

جدول (4): اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند الفرق الأول وفقاً لاختبار (KPSS).

حالة السكن	HAC corrected variance	Residual variance	LM Stat.	الاختبار	المتغير
ساكنة	0.133736	0.555850	0.021740	KPSS	معدل التضخم
			D(INF,2)	الفروق	
غير ساكنة	1.04E-05	0.000201	0.162797	KPSS	معدل الفائدة
			D(INT2)	الفروق	
ساكنة	0.0021	0.0031	0.02949662	KPSS	عائد مؤشر القدس
			QER	الفروق	
ساكنة	0.000476	0.002992	0.022434	KPSS	عائد قطاع الاستثمار
			D(IER)	الفروق	
ساكنة	0.001246	0.008532	0.019606	الاختبار	عائد مؤشر قطاع التأمين
			D(INSER)	الفروق	
ساكنة	0.000576	0.0025	0.043303	KPSS	عائد مؤشر قطاع البنوك
			D(BER)	الفروق	
ساكنة	0.001381	0.007500	0.021052	KPSS	عائد مؤشر قطاع الخدمات
			D(SER)	الفروق	
ساكنة	0.000476	0.002992	0.022434	KPSS	عائد مؤشر قطاع الصناعة
			D(IER)	الفروق	
			D(C24)	الفروق	

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews, V.11)

يتضح من الجدول رقم (4) أعلاه أن عوائد مؤشر القدس وعوائد أسهم القطاعات الاقتصادية ضمن عينة الدراسة لم تكن ساكنة عند الدرجة (0) بل أغلبها أصبحت ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى لها، لذلك لا يمكن تطبيق طرق التكامل المشترك التقليدية مثل اختبار اتجل-

كرانجر أو اختبار جوهانس للتكامل المشترك، ومنهجية تصحيح الخطأ، ويفضل في هذه الحالة استخدام منهجية نموذج الانحدار الذاتي للابطاء الموزع ARDL.

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

اختبار الفرضية الرئيسية الأولى

H0.1: لا يوجد هناك تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل التضخم على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين وعوائد الأسهم المدرجة.

وسيتم اختبار الفرضية الرئيسية الأولى من خلال اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

تم اجراء واختبار الحدود لتقدير المعلمات على المدى الطويل لمتغيرات الدراسة لبيان أثر معدل التضخم على مؤشرات بورصة فلسطين.

جدول (5): نموذج ARDL واختبار الحدود لتقدير المعلمات على المدى الطويل لمتغيرات الدراسة لبيان أثر معدل التضخم على مؤشرات بورصة فلسطين.

القيمة الاحتمالية	قيمة المعامل	الخطأ المعياري	القيمة الاحصائية (T)	المتغير التابع
0.0000	-1.19875	0.130577	-9.180415	CointEq(-1)
	0.551564	معامل التحديد المعدل (R ² a)	27.65438	الاحصائية (F) قيمة
	2.000931	قيمة Durbin-Watson اختبار -	0.555040	معامل التحديد (R ²)
0.0000	-1.192221	0.086845	-13.72817	CointEq(-1)
	0.595573	معامل التحديد المعدل (R ² a)	62.83241	الاحصائية (F) قيمة
	2.012407	قيمة Watson Durbin- اختبار -	0.595573	معامل التحديد (R ²)
0.0000	-1.587965	0.145183	-10.93767	CointEq(-1)
	0.685825	معامل التحديد المعدل (R ² a)	39.88603	الاحصائية (F) قيمة
	2.031091	قيمة Durbin-Watson اختبار -	0.688260	معامل التحديد (R ²)
0.0000	-2.005464	0.336890	-5.952883	CointEq(-1)
	0.606032	معامل التحديد المعدل (R ² a)	12.02447	الاحصائية (F) قيمة
	2.0912	قيمة Durbin-Watson اختبار -	0.648359	معامل التحديد (R ²)
0.0000	-3.778554	0.583209	-6.478899	CointEq(-1)
	0.630278	معامل التحديد المعدل (R ² a)	14.04340	الاحصائية (F) قيمة
	1.969486	قيمة Durbin-Watson اختبار -	0.657778	معامل التحديد (R ²)
0.0000	-1.14626	0.087462	-13.10582	CointEq(-1)
	0.576141	معامل التحديد المعدل (R ² a)	57.37802	الاحصائية (F) قيمة
	2.038067	قيمة Durbin-Watson اختبار -	0.582712	معامل التحديد (R ²)

*.p-value incompatible with t-Bounds distribution
 ** Variable interpreted as $Z = Z(-1) + D(Z)$

اختبار الفرضية الفرعية الأولى

H01.1 لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل التضخم على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين.

تم اعداد نموذج الانحدار الذاتي للباطء الموزع ARDL. لبيان تأثير معدل التضخم على عوائد مؤشر القدس، حيث تشير نتائج الجدول رقم (5) الى وجود تكامل طويل الأمد بين التضخم وعوائد مؤشر القدس، وذلك بسبب أن معلمة تصحيح الخطأ (-1.19875) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال أقل من (0.05)، وتبين معلمة تصحيح الخطأ أن معلمة تصحيح الخطأ يتم تصحيحها خلال (60) يوماً تقريباً لأن $(30 \times 1.98 = 59.61)$ ، كما تشير معاملات الاجل الطويل الى وجود تأثير عكسي للتضخم على عائد مؤشر القدس عند مستوى احتمال (0.01) حيث أن زيادة معدل التضخم بمقدار 1% يؤدي الى انخفاض عوائد مؤشر القدس بمقدار (1.19%) تقريباً وبذلك يمكن القول بان العلاقة عكسية بين معدل التضخم وعائد مؤشر القدس في الأمد الطويل لا يمكن أن تمثل تحوط تجاه ارتفاع معدلات التضخم ومخاطر انخفاض القيمة الحقيقية للدخل، وتشير بعض الدراسات الى أن العلاقة هي ليست علاقة مباشرة، ذلك لأن معدل التضخم يؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي الحقيقي، والذي بدوره يؤثر تأثيراً مباشراً على عوائد مؤشر بورصة الأوراق المالية (Adrangi, et al. 2002). وتشير نتائج الاستجابة قصيرة الاجل، الى وجود استجابة قصيرة الاجل تنج من التضخم الى عائد مؤشر القدس، وللتحقق من فرضية عدم تكامل مشترك بين التضخم وعائد مؤشر القدس تم استخراج الحدود كما يظهر في الجدول رقم (5)، حيث تشير النتائج الى نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين التضخم وعائد مؤشر القدس، لأن قيمة (F) المحسوبة تساوي (27.654) وهي أعلى من الحد الأعلى لاختبار الحدود والتي تبلغ (5.58) عند مستوى احتمال أقل من (0.01)، كما يظهر اختبار ARDL على المدى الطويل معامل التحديد يساوي (0.555)، وهذا يفسر ما نسبته 55.5% من التغيرات الحادثة في مؤشر القدس يرجع إلى التغير في معدلات التضخم، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتعتبر قيمة (F-statistic) للقدرة التنبؤية مرتفعة مما يشير الى صلاحية النموذج للاستخدام. وبالتالي يمكن القول بأن هناك تأثير سلبي لمعدل التضخم على عائد مؤشر القدس، وتتوافق نتيجة اختبار هذه الفرضية مع ما توصلت اليه دراسة (Mahmood, et al. 2015).

اختبار الفرضية الفرعية الثانية

H01.2. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل التضخم على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين (مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي).

تم اعداد نموذج الانحدار الذاتي للباطء الموزع ARDL. لبيان تأثير معدل التضخم على عوائد مؤشر كل من قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، حيث تشير نتائج الجدول رقم (5) الى وجود تكامل طويل الأمد بين التضخم وعوائد

مؤشرات القطاعات الاقتصادية، وذلك بسبب أن معلمة تصحيح الخطأ تساوي: (-1.192)، (-1.587)، (-2.005)، (-3.778)، (-1.1462) لكل من قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي على التوالي، وجميعها سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال أقل من (0.05)، كما تشير معاملات الأجل الطويل الى وجود تأثير عكسي للتضخم على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية الخمسة داخل بورصة فلسطين عند مستوى احتمال (0.01)، وهذا يعني أيضاً أن زيادة معدل التضخم بمقدار 1% يؤدي الى انخفاض عوائد المؤشرات الاقتصادية ولكن بنسب مختلفة كالتالي: (1.92%) (1.58%) (2%)، (3.77%)، (1.146%) لكل من قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي على التوالي، وبالنظر الى نتائج الاستجابة قصيرة الأجل، يتضح وجود استجابة قصيرة الأجل تتجه من التضخم الى عوائد القطاعات الاقتصادية الخمسة، وللتحقق من فرضية عدم تكامل مشترك بين التضخم وعوائد القطاعات الاقتصادية الخمسة تم استخراج الحدود كما يظهر في الجدول رقم (5)، حيث تشير النتائج الى نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين التضخم وعائد مؤشر كل من: قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، ذلك لان قيمة (F) المحسوبة تساوي (62.832)، (39.886)، (12.024)، (14.043)، (57.378) على التوالي، وهي أعلى من الحد الأعلى لاختبار الحدود والتي تبلغ (5.58) عند مستوى احتمال أقل من (0.01). كما يظهر اختبار ARDL على المدى الطويل معامل التحديد للقطاعات الخمسة يساوي (0.5955)، (0.688) (0.6483)، (0.6577) (0.5827)، وهذا يفسر ما نسبته (59.5%)، (68.8%)، (64.8%)، (65.7%)، (58.2%) من التغيرات الحادثة في كل من مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي على التوالي يرجع الى التغير في معدلات التضخم، والباقي يرجع الى عوامل أخرى، وتبين أيضاً أن قيمة اختبار (F-statistic) للقدرة التنبؤية مرتفعة لدى جميع مؤشرات القطاعات الاقتصادية، مما يشير الى صلاحية النموذج للاستخدام. وهذا يشير الى وجود تأثير سلبي لمعدل التضخم على كل من عائد مؤشر قطاع الاستثمار، وعائد مؤشر قطاع التأمين، وعائد مؤشر قطاع البنوك، وعائد مؤشر قطاع الخدمات، وعائد مؤشر القطاع الصناعي، وتتوافق نتيجة اختبار هذه الفرضية مع ما توصلت اليه دراسة (Fama, 1981)، (Alam, & Uddin2010)، (Shukair, et al., 2012)، (El-Nader &) (2017، مطر، وبتال)

اختبار الفرضية الرئيسية الثانية

H02: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين وعوائد الأسهم المدرجة.

وسيتم اختبار الفرضية الرئيسية الأولى من خلال اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

تم اجراء واختبار الحدود لتقدير المعلمات على المدى الطويل لمتغيرات الدراسة لبيان أثر معدل الفائدة السائد في السوق على مؤشرات بورصة فلسطين.

جدول (6): نموذج ARDL واختبار الحدود لتقدير المعلمات على المدى الطويل لمتغيرات الدراسة لبيان أثر لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين.

المتغير التابع		القيمة (T) الاحصائية	الخطأ المعياري	قيمة المعامل	القيمة الاحتمالية
عائد مؤشر القدس	CointEq (-1)	-4.441404	0.411782	-1.828891	0.000
	C			-0.03132	
	الاحصائية (F) قيمة	6.137000	(R ² a) معامل التحديد المعدل	0.647794	
	(R ²) معامل التحديد	0.714427	قيمة Durbin-Watson اختبار -	2.172447	
عائد قطاع الاستثمار	CointEq(-1)	-3.248932	0.619929	-2.014106	0.0058
	الاحصائية (F) قيمة	3.078704	(R ² a) معامل التحديد المعدل	0.681489	
	(R ²) معامل التحديد	0.845570	قيمة Durbin-Watson اختبار -	2.131567	
عائد مؤشر قطاع التأمين	CointEq(-1)	-4.445489	0.239942	-1.066661	0.0002
	الاحصائية (F) قيمة	6.014635	(R ² a) معامل التحديد المعدل	0.598999	
	(R ²) معامل التحديد	0.736485	قيمة Durbin-Watson اختبار -	1.866341	
عائد مؤشر قطاع البنوك	CointEq(-1)	-7.805503	0.181105	-2.825199	0.0000
	الاحصائية (F) قيمة	19.23975	(R ² a) معامل التحديد المعدل	0.619999	
	(R ²) معامل التحديد	0.647804	قيمة Durbin-Watson اختبار -	2.378095	
عائد مؤشر قطاع الخدمات	CointEq(-1)	-9.711587	0.290910	-2.825199	0.0000
	الاحصائية (F) قيمة	29.78366	(R ² a) معامل التحديد المعدل	0.802742	
	(R ²) معامل التحديد	0.812605	قيمة Durbin-Watson اختبار -	1.356736	
عائد مؤشر قطاع الصناعة	CointEq(-1)	-2.459649	0.863620	-2.124201	0.0287
	الاحصائية (F) قيمة	1.747741	(R ² a) معامل التحديد المعدل	0.849178	
	(R ²) معامل التحديد	0.931444	قيمة Durbin-Watson اختبار -	1.424953	

* p-value incompatible with t-Bounds distribution

** Variable interpreted as $Z = Z(-1) + D(Z)$.

اختبار الفرضية الفرعية الأولى

H02.1 لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين.

بهدف بيان تأثير معدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس تم اعداد نموذج الانحدار الذاتي للابطاء الموزع ARDL، وبالنظر الى الجدول رقم (6) أعلاه نلاحظ وجود تكامل طويل الأمد بين معدل الفائدة وعائد مؤشر القدس، حيث تبلغ قيمة معلمة تصحيح الخطأ (- 1.8288) سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال أقل من (0.05)، وتبين معلمة تصحيح الخطأ أن معلمة تصحيح الخطأ يتم تصحيحها خلال (55) يوماً تقريباً لأن $(30 \times 1.8288 = 54.86)$ ، وهذا يعني أيضاً أن زيادة معدل الفائدة بمقدار 1% يؤدي الى انخفاض عوائد مؤشر القدس بمقدار (1.83%) تقريباً. وبذلك يمكن القول بأن العلاقة عكسية بين معدل الفائدة وعائد مؤشر القدس في الأمد الطويل، وللتحقق من فرضية عدم وجود تكامل مشترك بين معدل الفائدة وعائد مؤشر القدس، تم استخراج الحدود كما يظهر في الجدول رقم (6)، وتشير النتائج الى نفي فرضية عدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين معدل الفائدة وعائد مؤشر القدس، لأن قيمة (F) المحسوبة تساوي (6.137) وهي أعلى من الحد الأعلى لاختبار الحدود والتي تبلغ (5.58) عند مستوى احتمال أقل من (0.01)، كما يظهر اختبار ARDL على المدى الطويل معامل التحديد يساوي (0.7144)، وهذا يفسر ما نسبته 71.4% من التغيرات الحادثة في مؤشر القدس يرجع إلى التغير في معدلات الفائدة، والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وتبين أن قيمة اختبار (F-statistic) للقدرة التنبؤية مرتفعة مما يشير الى صلاحية النموذج للاستخدام. وهذا يشير الى وجود تأثير سلبي لمعدل الفائدة على عائد مؤشر القدس، وتتوافق نتيجة اختبار هذه الفرضية مع ما توصلت اليه دراسة (Al Oshaibat and Majali, 2016).

اختبار الفرضية الفرعية الثانية

H02.2. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 5\%$) لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية في بورصة فلسطين. (مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي)

تم اعداد نموذج الانحدار الذاتي للابطاء الموزع ARDL. لبيان تأثير معدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر كل من قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، حيث تشير نتائج الجدول رقم (6) الى وجود تكامل طويل الأمد بين معدل الفائدة وعوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية، وذلك بسبب أن معلمة تصحيح الخطأ تساوي: (- 2.0141)، (- 1.0666)، (- 2.825)، (- 2.8251)، (- 2.1242) لكل من قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي على التوالي، وجميعها سالبة ومعنوية عند مستوى احتمال أقل من (0.05)، كما تشير معلمات الاجل الطويل

الى وجود تأثير عكسي لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية الخمسة داخل بورصة فلسطين عند مستوى احتمال (0.01)، وهذا يعني أيضاً أن زيادة معدل الفائدة السائد في السوق بمقدار 1% يؤدي الى انخفاض عوائد المؤشرات الاقتصادية ولكن بنسب مختلفة كالتالي: (2%)، (1.06%)، (2.83%)، (2.83%)، (2.12%) لكل من قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي على التوالي، وبالنظر الى نتائج الاستجابة قصيرة الاجل، يتضح وجود استجابة قصيرة الاجل تتجه من لمعدل الفائدة السائد في السوق الى عوائد القطاعات الاقتصادية الخمسة، وللتحقق من فرضية عدم تكامل مشترك بين معدل الفائدة وعوائد القطاعات الاقتصادية الخمسة تم استخراج الحدود كما يظهر في الجدول رقم (6)، حيث تشير النتائج الى نفي فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين معدل الفائدة السائد في السوق وعائد مؤشر كل من: قطاع الاستثمار، قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، القطاع الصناعي، ذلك لان قيمة (F) المحسوبة تساوي (3.0787)، (6.0146)، (19.239)، (29.783)، (1.7477) على التوالي، وهي أعلى من الحد الأعلى لاختبار الحدود والتي تبلغ (5.58) عند مستوى احتمال أقل من (0.01) باستثناء القطاع الصناعي. كما يظهر اختبار ARDL على المدى الطويل معامل التحديد للقطاعات الخمسة يساوي (0.845)، (0.7364)، (0.6478)، (0.812)، (0.9314) وهذا يفسر ما نسبته (84.5%)، (73.6%)، (64.7%)، (81.2%)، (93.1%) من التغيرات الحادثة في كل من مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي على التوالي يرجع الى التغير في معدل الفائدة السائد في السوق، والباقي يرجع الى عوامل أخرى، وتبين أيضاً أن قيمة اختبار (F-statistic) للقدرة التنبؤية مرتفعة لدى جميع مؤشرات القطاعات الاقتصادية، مما يشير الى صلاحية النموذج للاستخدام. وهذا يشير الى وجود تأثير سلبي لمعدل الفائدة السائد في السوق على كل من عائد مؤشر قطاع الاستثمار، وعائد مؤشر قطاع التأمين، وعائد مؤشر قطاع البنوك، وعائد مؤشر قطاع الخدمات، وعائد مؤشر القطاع الصناعي، وتتوافق نتيجة اختبار هذه الفرضية مع ما توصلت اليه دراسة (الهمشري والزبون، 2017)، (EMRAH2009)، ولا تتوافق مع ما توصلت اليه دراسة. (Sokpo, et al. 2017). (Al Oshaibat & Majali, 2016). (Ndlovu, et al. 2018).

النتائج والتوصيات

النتائج

بعد استعراض نتائج التحليل الاحصائي توصل الباحث الى ما يلي:

1. أظهر اختبار السكون للسلاسل الزمنية لبعض متغيرات الدراسة (التضخم، ومعدل الفائدة، عوائد مؤشر قطاع الاستثمار، عوائد مؤشر قطاع التأمين، عوائد مؤشر قطاع البنوك، عوائد مؤشر قطاع الخدمات، عوائد مؤشر القطاع الصناعي) أنها غير ساكنة عند المستوى الأصلي، حسب اختبار (KPSS)، ولكنها تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق الأول لها، بينما

- أظهرت السلسلة الزمنية لعوائد مؤشر القدس أنها ساكنة عند المستوى الأصلي حسب اختبار (KPSS).
2. أظهر اختبار الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة أن قيم متغيرات الدراسة مرتبطة ذاتياً ببعضها البعض، أي أن قيم متغيرات الدراسة هي ليست متغيرات عشوائية.
 3. أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي للتضخم على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين، وذلك وفقاً لاختبار ARDL، حيث مع زيادة معدل التضخم 1% يؤدي الى انخفاض عوائد مؤشر القدس بمقدار (1.19%) تقريباً، وأن هناك توازن طويل الأجل بين التضخم وعائد مؤشر القدس خلال الفترة 2008-2018م.
 4. تبين من نتائج التحليل الاحصائي وجود أثر سلبي للتضخم على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية داخل بورصة فلسطين وهي مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي، وذلك وفقاً لاختبار ARDL، وأن هناك توازن طويل الأجل بين التضخم وعوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية داخل بورصة فلسطين خلال الفترة 2008-2018م.
 5. أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشر القدس في بورصة فلسطين، وذلك وفقاً لاختبار ARDL، حيث مع زيادة معدل الفائدة 1% يؤدي الى انخفاض عوائد مؤشر القدس بمقدار (1.83%) تقريباً.
 6. توصلت الدراسة الى وجود أثر سلبي لمعدل الفائدة السائد في السوق على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية داخل بورصة فلسطين وهي مؤشر قطاع الاستثمار، مؤشر قطاع التأمين، مؤشر قطاع البنوك، مؤشر قطاع الخدمات، مؤشر القطاع الصناعي، وذلك وفقاً لاختبار ARDL.

التوصيات

- في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج يقدم الباحث التوصيات التالية:
1. على الجهات الحكومية في فلسطين اتباع سياسة اقتصادية واضحة واستغلال كافة أدوات السياسة المالية والنقدية بهدف تخفيض معدلات التضخم في فلسطين، بهدف التأثير على عوائد مؤشرات الأسهم في فلسطين، وبالتالي تحفيز الاستثمار غير المباشر داخل بورصة فلسطين.
 2. من الضروري تكامل السياسة النقدية مع السياسة المالية في فلسطين بهدف تخفيض معدلات التضخم لما لذلك من تبعيات متعلقة بآثار إيجابية على عوائد مؤشرات بورصة فلسطين.

3. على الجهات المشرفة على بورصة فلسطين العمل باستمرار على تهيئة المناخ لزيادة عمق وسيولة بورصة فلسطين بهدف ضمان انتقال آثار السياسة النقدية إليها.
4. على الجهة المشرفة على بورصة فلسطين إلزام الشركات المدرجة داخل البورصة بالتوسع في الإفصاح والتقييد بمتطلبات حوكمة الشركات لما لذلك من أثر غير مباشر على سيولة السوق ومن ثم التأثير على عوائد مؤشرات القطاعات الاقتصادية داخل البورصة.
5. ان تحكم الجهات الحكومية في فلسطين بأسعار الفائدة السائدة في السوق هو محدود جداً بسبب غياب وجود عملة محلية، وبالتالي فان معدلات الفائدة السائدة في السوق هي متعلقة بالعملة الأجنبية وأهمها الدولار الأمريكي والدينار الأردني والشيكل الإسرائيلي، وبالتالي من الضروري قيام سلطة النقد الفلسطينية وضع خطة زمنية محكمة ومدروسة تشمل التوجه نحو اصدار عملة محلية بهدف التحكم في أسعار الفائدة على العملة المحلية ورسم السياسة النقدية للدولة الفلسطينية.
6. على سلطة النقد الفلسطينية أن تعمل على تخفيض معدلات الفائدة على القروض من خلال تخفيض الهامش بين معدلات الفائدة على الودائع ومعدلات الفائدة على القروض، حيث يتوقع أن يؤدي ذلك الى ضخ سيولة الى بورصة فلسطين، ومن ثم زيادة عوائد مؤشرات البورصة.
7. على الباحثين إجراء المزيد من الدراسات ذات العلاقة لبيان أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد بورصة فلسطين، مع ضرورة أخذ متغيرات أخرى مثل عرض النقود، ومعدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي.

المراجع العربية

- ادريوش، دحماني محمد. وعبدالقادر، ناصور. (2013). *دراسة قياسية لمحددات الاستثمار الخاص في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة*. ابحاث المؤتمر الدولي تقييم اثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، جامعة سطيف 1، الجزائر.
- بتال، أحمد حسين. ومطر، سراب عبد. (2017). *أثر التضخم على عوائد اسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية: تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة 2005-2015م*. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد(25)، العدد(2)، ص ص. 96-117.
- بلجالية، سمية. (2010). *أثر التضخم على عوائد الأسهم*، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.
- الجنابي، هيل عجمي جميل. (2009). *النقود والمصارف والنظرية النقدية*، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، <http://www.pcbs.gov.ps>

- حسن، على عبد الزهرة. وشومان، عبد اللطيف حسن. (2013). تحليل العلاقة التوازنية طويلة الاجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة، وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتياً ونماذج توزيع الابطاء ARDL، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد (9)، العدد(34)، 174-210.
- حمدوش، رشا. (2017). أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالي، مجلة جامعة البعث، المجلد(39)، العدد(15). 33-60.
- الحوراني، أكرم. وحساني، عبد الرازق. (2011). النقود والمصارف، الطبعة الأولى، مطبوعات جامعة دمشق، سوريا.
- خليل، فاطمة صالح. (2015). أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، رسالة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.
- الزبيدي، حسين بن سالم جابر. (2011). التضخم والكساد، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الزويجي، عبيد محمود محسن. والتكريتي، محمد سمير. (2013). طريقة مقترحة لتحديد النماذج الكفوءة للسلاسل الزمنية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الأساسية، المجلد(29)، العدد الأول، سوريا. 37-62.
- سلطة النقد الفلسطينية. (2019). تقرير التنبؤات الاقتصادية للعام 2019.
- سلطة النقد الفلسطينية. (2017). تقرير التضخم، الربع الثالث، 2017، العدد (24).
- عبد الرحمن، إسماعيلز وعريقات، حربي. (1999). مفاهيم أساسية في عالم الاقتصاد، الطبعة الأولى، عمان، دار وائل للنشر.
- عرموش، لارا. (2014). تأثير معدل التضخم في عوائد الأسهم- دراسة تطبيقية على أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، سوريا.
- على، غيث على. (2013). سياسة أسعار الفائدة في سورية-دراسة نظرية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا.
- مشكور، سعود جايد. ورشم، محمد حسن. (2012). التضخم والمعالجات المحاسبية، دار الدكتور للطباعة والنشر والتوزيع - بغداد - العراق.
- النجار، جميل حسن. (2017). مدى تأثير سياسة توزيعات الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد(3)، لعدد(9)، ص ص. 41-56.
- الهمشري، فاطمة صالح عبد المجيد. والزبون، وسام سلامة. (2017). تأثير التضخم على العوائد والتقلبات الشرطية لأسواق الأوراق المالية (دليل تطبيقي من المملكة الأردنية الهاشمية: خلال الفترة 1998-2015)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، المجلد(2)، العدد(8)، ص ص. 203-218.
- موقع بورصة فلسطين، <http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>

References (Arabic & English)

- Adriush, Dahhmani. & Mohammad Abed Alqader, Nasor. (2013). *Econometric Study of Private Investment in Algeria Using the Self-Regression Model for Slow Distributed Time Gaps*. International Conference Research, "Evaluating the Effects of Public Investment Programs and Their Repercussions on Employment, Investment and Economic Growth for the Period 2001-2014, Staf 1 University, Algeria.
- Batal, Ahmad Hussain. & Serab, Abed. (2017). The Impact of Inflation on the Returns of Shares of the Sectors of the Iraqi Market for Securities, Analysis of the Slow Self Regression Model Distributed for the Period 2005-2015, *Journal of the Islamic University for Economic and Administrative Studies*, Vol. (25), No. (2), 76-117.
- Belgalia, Somaya. (2010). *The Effect of Inflation on Stock Returns*, Master Thesis, Mentouri Constantine University, Algeria.
- Aljanabi, Hil Ajami Jameel. (2009). *Money, Banks and Monetary Theory*, 1st Edition, Wael Publishing House, Amman.
- Palestinian Central Bureau of Statistics, <http://www.pcbs.gov.ps>.
- Hassan, Ali Abed Alzohra. & Shoman, Abed Al-latif Hassan. (2013). Analysis of long-Term Equilibrium Relationship, Using Unit Root Tests and the Method of Integrating Self-Linked Models and Slow Distribution Models ARDL, *Journal of Economic Sciences*, Vol. (9), No. (34), 174-210.
- Hamdoush, Rash. (2017). The effect of inflation on Stock Returns in the Damascus Stock Exchange, *Al-Baath University Journal*, Vol. (39), No.(15), pp.33-60.
- Alhorani, Akram. & Hassani, Abed Elraziq. (2011). *Money and Banks*, 1st Edition, Damascus University, Syria.
- Khalil, Fatima Saleh. (2015). *Impact of Monetary Variables on Equity Returns in Emerging Markets*, Master Thesis in Financial Markets, Faculty of Economics, Damascus University, Syria.

- Alzobadi, Hossin ben Salem Jaber. (2011). *Inflation and Depression*, Al-Warraq for Publishing & Distribution, Amman, Jordan.
- Alzobaei, Obeed Mahmood Hassan. & Altekrity, Mohamme Sameer. (2013). A Suggested Method for Determining Efficient Time Series Models, *Damascus University Journal for Basic Sciences*, Vol. (29), No.(1), Syria.
- Palestinian Monetary Authority. (2019). Economic Forecasts Report for The year 2019.
- Palestinian Monetary Authority. (2017), Inflation Report, Third Quarter, (2017), No. (24).
- Abed Alrohman, Ismael. & Oriqat, Harbi. (1999). *Key Concepts in the World of Economics*, 1st Edition, Amman, Wael Publishing House.
- Armosh, Lara. (2014). The Impact of Inflation Rate on Equity Returns, Applied Study on Stock Markets in Some Arab Countries, *Master Thesis, Faculty of Economics*, Damascus University, Syria.
- Ali, Ghaith Ali. (2013). *Interest Rate Policy in Syria, Theoretical Study*, Master Thesis, Damascus University, Syria.
- Mashkor, Soud Jayed. & Rashem, Mohammed Hassan. (2012). *Inflation and Accounting Treatments*, Aldaktor House for Printing, Publishing and Distribution, Baghdad, Iraq.
- Al-Najjar, Jameel Hassan. (2017). The Impact of the Dividend Policy and Administrative Rewards on Reducing Agency Costs of the listed Corporations at the Palestine Exchange, *Journal of Al - Quds Open University for Administrative and Economic Research*, Vol. (3), No. (9), 41-56.
- Alhamshri, Fatima Saleh Abed Almajeed. & Alzebon, Wesam Salama. (2017). Influence of Inflation on Returns and Conditional Volatility in Equity Markets- Practical Guide from the Hashemite Kingdom of Jordan for The Period 1998-2015, *Journal of Al - Quds Open University for Administrative and Economic Research*, Vol. (2), No. (8), 203-218.

- Website of Palestine Exchange.
<http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>.
- Adrangi Bahram, Arjun Chatrath, Antonio Z. Sanvicente, (2002). Inflation, Output, And Stock Prices: Evidence from Brazil, *The Journal of Applied Business Research*, Vol. (18), No. (1). 61-77.
- Al Oshaibat, S. & Majali, A. (2016). "The Relationship Between Stock Returns and Each of Inflation, Interest Rates, Share Liquidity and Remittances of Workers in the Amman Stock Exchange", *Journal of Internet Banking and Commerce*, Vol. (21), No. (2), 1-18.
- Amarasinghe, A. (2015). Dynamic Relationship Between Interest Rate and Stock Price, Empirical Evidence from Colombo Stock Exchange, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. (6), No. (4), 92-97.
- Barakat, M.R. Elgazzar, S.H. Hanfy, K.M. (2016). Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets. *International Journal of Economics and Finance*; Vol. (8), No. (1). 195-207.
- Barnor, C. (2014). *The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns in Ghana (2000-2013)*. Walden University Scholar Works.
- Cagli, U. Halac, U. & Taskin, D. (2010). Testing Long-Run Relationship between Stock Market and Macroeconomic Variables in the Presence of Structural Breaks: The Turkish Case, *International Research Journal of Finance and Economics* Vol. (48), No.(48), 49-60.
- Celebi Kaan. & Hönig Michaela. (2019). The Impact of Macroeconomic Factors on the German Stock Market: Evidence for the Crisis, Pre- and Post-Crisis Periods, *International Journal of Financial Studies*, Vol. (7), No.(18). 1-13.
- Charles & Richard Ansah Kwame Kwofie. (2018). A Study of the Effect of Inflation and Exchange Rate on Stock Market Returns in

- Ghana, *International Journal of Mathematics and Mathematical Sciences*, Volume 2018. 1-8.
- Chen, Nai-Fu, Richard Roll, and Stephen A. Ross. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business*, Vol.(59), No.(3). 383–403.
 - Chung Yan Sam a. Robert McNown b. Soo Khoon Goh. (2019). An augmented autoregressive distributed lag bounds test for cointegration, *Journal of Economic Modelling*, Vol. (80). 130-141.
 - Daferighe, Emmanuel. & Charlie, Samuel Sunday. (2012). The impact of inflation on stock market performance in Nigeria, *American Journal of Social and Management Science*, Vol.3, No. (2). 76-82.
 - El-Nader, H. & Alraimony, A. (2012). The Impact of Macroeconomic Factors on Amman Stock Market Returns, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. (4), No. (12), 202-213.
 - Emrah Ozbay. (2009). *The Relationship Between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey*, Master Thesis, Business School, University of Exeter.
 - Engle, R.F. & Granger, C.W.J. (1987). “Co Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”. *Econometrical*, Vol. (55), No. (2). 251-276.
 - Erita, J. H. (2014). Interest Rate and Stock Market Returns in Namibia, *International Business and Economics Research Journal*, Vol. (13), No. (4), 689-696.
 - Fama, E.F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Review*, Vol. (71), No.(4), 545-565.
 - Fama, E.F. (1990), Stock Returns, Expected Returns and Real Activity, *Journal of Finance*, Vol. (45), No.(4), 1089–1108.

- Fama, Eugene F. & Schwert G. William. (1977). Asset Returns and Inflation. *Journal of Financial Economics* Vol. (5), No. (2), 115–146.
- Gohar, A. H. Zaman, G. & Baloch. O. B. (2014). The Casual Relationship of Interest Rate and Stock Prices: Empirical Evidence From Pakistan Markets, *City University Research Journal*, Vol.(4), No.(2), 147-155.
- Johansen S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.(12), Issue(2-1), 231-254.
- Johansen, Søren. & Juselius, Katarina. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference On Cointegration-With Application to The Demand For Money, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. (52), No.(2), 159-210.
- Kibria, U. Mehmood, Y. Arshad, M U. & Sajid, M. (2014). The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns: A Case of Pakistan. *Research Journal of Management Sciences*, Vol. (3), No.(8), 1-7.
- Kirui, E. Wawire, H.W. N. & Onono, P. O. (2014). Macroeconomics Variables, Volatility and Stock Market Returns: A Case Study of Nairobi Security Exchange, Kenya, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. (6), No. (8), 214-228.
- Koller, Copeland. & Murrin, J. (1994). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2nd edition, New York, Willy & Sons, Inc.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review Economics and Statics*, Vol. (47), No.(1), 13-37.
- Mahmood, I. Nazir, F. & Junid, M. (2015). Stock Prices and Inflation: A Case Study of Pakistan, *Journal of Asian Business Strategy*, Vol. (4), No. (12), 217-223.

- Markowitz, H. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, John Wiley & Sons, New York.
- McQueen, Grant. & Roley, V. Vance. (1993). Stock Prices, News, and Business Conditions. *Review of Financial Studies*, (6), Issue (3), 683–707.
- Modigliani, Franco, & Cohn, Richard A. (1979). Inflation, Rational Valuation and the Market. *Financial Analysts Journal*, Vol. (35), No.(2), 24–44.
- Mohammad Shahbaz. (2007). Stock returns and inflation: an ARDL econometric investigation utilizing pakistani data, *Pakistan Economic and Social Review*, Vol. (45), No.(1), 89-105 .
- Ndlovu, Boldwin. Faisal, Faisal. Resatoglu, Nil Gonsel. Türsoy, Turgut. (2018). The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Returns: A Case of the Johannesburg Stock Exchange, *Romanian Statistical Review*, Vol. (2), 87-104.
- Omodero, Cordelia Onyinyechi & Mlanga, Sunday. (2019). Evaluation of the Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Performance in Nigeria, *Business and Management Studies*, Vol. (5), No. (2), 34-44.
- Omotor, Douglasson G. (2010). Relationship Between Inflation and Stock Market Returns: Evidence from Nigeria, *Journal of Applied Statistics*, Vol. (1), No. (1), 1-15
- Otieno, Donald A. Ngugi, Rose W. Wawire, Nelson H. (2017). Effect of Interest Rate on Stock Market Returns, in Kenya, *International Journal of Economics and Finance*; Vol. (9), No. (8), pp. 40-50.
- Pal, K. & Mittal, R. (2011). Impact of Macroeconomics Indicators on Indian Capital Markets, *Journal of Risk Finance*, Vol.(12), No.(2), pp. 84-97.
- Pesaran & Shin. (1995), *An Autoregressive Distributed lag Modeling approach to Cointegration Analysis*. IDAES Working papers, Federal Reserve Bank of St Louis, United States.

- Pesaran, M.H. Y. Shin, & Smith, R.J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, *Journal of Applied Econometrics*, Vol (16), No. (3) 289 -326.
- Ramsharan, Nepal. (2019). Impacts of Interest Rate on Stock Market: Challenges for Investors, *International Journal of Innovative, Science, Engineering & Technology*, Vol. (6), Issue 4, 228-236.
- Schwert, G.W. (1990), Stock Returns and Real Activity: a Century of Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. (45), No.(4), 1237-1257.
- Sharp, W. F. Lintner. (1965). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risks. *The Journal of Finance*, Vol. (19), No.(3), 425-442.
- Shukairi Nori Mousa, Waleed Al Safi, AbdulBaset Hasoneh & Marwan Mohammad Abo-Orabi. (2012). The relationship between inflation and stock prices (a case of Jordan), *International Journal of Research and Reviews in Applied Sciences*, Vol. (10), No.(1), 46-52.
- Sokpo, Joseph Tarza. Iorember, Paul Terhemba. Usar, Terzungwe. (2017). Inflation and Stock Market Returns Volatility: Evidence from the Nigerian Stock Exchange 1995Q1-2016Q4: An E-GARCH Approach, *International Journal of Econometrics and Financial Management*, Vol. (5), No. (2), 69-76.
- Uddin, Gazi. & Alam, Mahmudul. (2010). The Impacts of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange, *South Asian Journal of Management Sciences*, Vol. (4), No. (1), 21-30.
- Vena, Hakim. (2012). *The effect of inflation on the stock market returns of the Nairobi securities exchange*, a research project submitted in partial fulfilment of the requirement for the award of the degree of master of science in finance, school of business, university of Nairobi.