

العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن

راشد محمد صالح سلامة
كلية العلوم الإدارية والمالية
جامعة البنات الأردنية

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن طبيعة العلاقة القائمة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم، حيث تم أخذ الرقم القياسي لتكاليف المعيشة الصادر عن دائرة الاحصاءات العامة كمقياس للمستوى العام للأسعار، واعتبر الرقم القياسي لأسعار الأسهم الصادر عن سوق عمان المالي مؤشراً يعكس تغيرات المستوى العام لأسعار الأسهم المتداولة في السوق النظامي من سوق عمان المالي. وقد تم إعداد نموذج رياضي، اعتبرت فيه أسعار الأسهم متغيراً تابعاً يتأثر بالتغيرات التي تحدث للمتغير المستقل - المستوى العام للأسعار، وتمت الاستعانة بالحاسب الآلي لهذا الغرض، حيث استخدم أسلوب الانحدار البسيط في الدراسة.

بينت النتائج المستخلصة بواسطة الحاسب الآلي أنه لا يوجد هناك علاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم، فأسعار الأسهم تتغير باستقلالية تامة عن التغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار، وليست تابعة لها. لذلك قمنا بمحاولات أخرى، بعد تعديل النموذج الأصلي، لدراسة احتمال أن أسعار الأسهم تتأثر بتغير المستوى العام للأسعار، ولكن بعد مرور فترة من الزمن على التغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار. وتأتي هذه المحاولات من منطلق أن المتعاملين بالأسهم قد لا

يشعرون بتغيرات المستوى العام للأسعار إلا بعد مرور فترة من الزمن على حدوثها. ومرة أخرى حصلنا على نتائج مشابهة للنتيجة السابقة، وهي أنه ليس هناك من أثر لتغير المستوى العام للأسعار على أسعار الأسهم.

ويمكن تفسير هذه النتائج بطريقتين، أولهما هي التأكيد على ما توصلت إليه هذه الدراسة، بأنه ليس هناك أي علاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، أما التفسير الآخر، فيرجع السبب الذي أدى إلى هذه النتائج السلبية إلى احتمالية وجود قصور ذاتي في مدى تعبير الأرقام القياسية المستخدمة لقياس مستوى كل من المستوى العام للأسعار، والمستوى العام لأسعار الأسهم تعبيراً حقيقياً عن التغيرات التي تحدث لهذين المتغيرين محلياً.

ABSTRACT:

This study aims to investigate whether changes in general prices level, measured by the cost of living index (CLI), has any effect on share prices fluctuations, measured by share price index (SPI). A mathematical model has been developed for this purpose, where the SPI is considered as the dependent variable influenced by the independent variable - CLI. Statistical data used in the analysis were collected on a monthly basis for the period of December 93 - June 1996. A possible use of the model is to help traders as well as government policy makers to understand share prices changes and utilize such knowledge for their own purposes.

The model which has been developed indicated that share prices are not subject to changes in general prices level, rather they moved independently. This result encouraged me to investigate, whether general prices changes affect share prices after sometime of its occurrence; therefore, I adjusted the model by introducing lag - time effect into it. Ten different attempts were made, with

lagged - time of one month between one and the other. But, again, the results we obtained were almost similar to the previous one.

Finally, a deficiency might exist in the indices figures which cause these results, or, fluctuations in share prices are not, indeed, affected by general prices level changes.

مقدمة:

يمثل الاستثمار في الأسهم والتعامل بها أحد الأنشطة الرئيسية الهامة في مجال الاستثمار المالي في العديد من الدول، وخاصة تلك الدول التي يوجد فيها أسواق مالية منظمة وفق قوانين وتشريعات تحدد أسس وقواعد التعامل بالأسهم. والأردن من الدول النامية القليلة العدد التي يتواجد فيها سوق مالي منظم للتعامل بالأوراق المالية (كالأسهم)، حيث يعتبر سوق عمان المالي من الأسواق المالية النشطة في المنطقة العربية عموماً، ويستحرد على اهتمام العديد من الدول.

ويمتاز الاستثمار في الأوراق المالية عن غيره من بقية أنواع الاستثمار بخصائص معينة، تشكل في مجموعها حافزاً لذوي الفوائض المالية للإقبال على الاستثمار والتعامل بالأسهم، ولعل من أهم هذه الخصائص: أن وجود السوق المالي المنظم يوفر لهذا النوع من الاستثمار تنوعاً بخاصية السيولة، إذ يسهل على أي مستثمر إمكانية الدخول مشترياً، أو بائعاً للأسهم بكل يسر وسهولة، ودون أدنى خوف من إمكانية تعرضه للاستغلال أو النصب والاحتيال. فسعر تداول السهم يحدد بصورة علنية، ويمثل المحصلة النهائية لعوامل العرض والطلب الخاصة بالمتعاملين. فقرارات المتعاملين بالبيع أو الشراء تتأثر باعتبارات ومتغيرات عدة، بعضها خاص بالأسهم ذاتها، وبعضها خاصة بالمتعاملين أنفسهم، وأخرى خاصة بالسوق المالي ذاته، أو قد تكون لاعتبارات خاصة بالاقتصاد الوطني مجمله. فارتفاع أسعار الأسهم غالباً ما ينظر إليه باعتباره مؤشراً إيجابياً، يعكس حركة رواج وثق في الاقتصاد المحلي. في حين أن انخفاض الأسعار، يفسر على أنه مؤشر سلبي، ويعكس حركة ركود اقتصادي في الدولة.

الدراسة وأهميتها:

على الرغم من تأثير الاقتصاد الأردني بأزمة الخليج منذ بدايتها، إلا أنه استطاع في السنوات التي أعقبت حرب الخليج مباشرة أن يحقق معدلات نمو فاقت كل التوقعات، حيث وصل معدل النمو في الناتج القومي الإجمالي بسعر السوق الجاري عام ١٩٩١ إلى ٤,٨٪، وقفز في العام التالي إلى ٥,٢٪، وليحافظ في الأعوام التالية على معدلات نمو تراوحت بين ٣,١٪ - ٥,١٪ كما هو مبين في جدول ١ بالملحق الإحصائي. وقد صاحب هذا النمو انخفاض في المستوى العام للأسعار، معبرا عنه بالمستوى العام لتكاليف المعيشة، والذي سجل عام ١٩٩١ ارتفاعا بمعدل ٢,٨٪، ولينخفض في العام التالي إلى ٤٪، ويتذبذب بعد ذلك من سنة إلى أخرى، ويبقى دون مستوى ٤٪ سنويا، كما هو مبين في جدول ٢ بالملحق الإحصائي.

أما حركة التداول ومستويات أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، فقد تخطت هي الأخرى آثار أزمة الخليج، حيث بدأت تظهر علامات تحسن على أحجام التعامل ومستويات الأسعار منذ النصف الثاني من عام ١٩٩١، واستمر هذا الاتجاه الصعودي حوالي عامين، لنجد بعدها أن أحجام التداول ومستويات الأسعار قد بدأت بالانخفاض، كما هو مبين في جدول ٣ بالملحق الإحصائي، وأصبحت في أيامنا هذه متذبذبة بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارة أخرى، شأنها في هذا شأن المستوى العام للأسعار.

تستند هذه الدراسة إلى البحث عن إمكانية وجود علاقة بين التغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار وتغير المستوى العام لأسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي. وتأتي أهمية هذه الدراسة في إمكانية الاستفادة من النتائج التي نتوصل إليها في اتخاذ قرارات البيع والشراء الخاصة بالمتعاملين، أو عند وضع أو تعديل بعض من جوانب السياسات الاقتصادية المحلية على مستوى الدولة^(١).

(١) من المعروف به أن أسعار الأسهم تتأثر بالظروف الاقتصادية العامة للدولة، انظر لمزيد من التفاصيل:

Chen, N., and others; Economic Forces & the Stock Market. Journal of Business. 59 (july 1986) 383 - 403.

أسلوب الدراسة:

لقد قمنا بإعداد نموذج رياضي لمساعدتنا في تحديد العلاقة التي قد توجد بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، حيث استندنا في إعداد هذا النموذج على اعتبار أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم Share Price Index (SPI)، والذي يمثل الاتجاه العام لأسعار الأسهم المتداولة في السوق النظامي من سوق عمان المالي متغير تابع Dependent Variable، يتأثر بالتغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار، حيث اعتبر الرقم القياسي لتكاليف المعيشة Cost of Living Index (CLI) كمقياس للمستوى العام للأسعار، واعتبر متغيراً مستقلاً في النموذج Independent Variable.

ويمكن بيان النموذج الرياضي المستخدم كالتالي:

$$SPI_t = a + b_i CLI_t$$

حيث أن:

SPI = الرقم القياسي لأسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي.

a = قيمة رقمية ثابتة.

b_i = قيمة معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

t = رمز إلى عامل الزمن في لحظة معينة.

CLI = الرقم القياسي لتكاليف المعيشة.

ولدراسة العلاقة بين هذين المتغيرين، فإننا سنلجأ إلى استخدام أسلوب الانحدار البسيط Simple Regression، وهو من برامج الاستدلال الاحصائي المعدة خصيصاً لدراسة أثر التغير الذي يحدثه متغير على آخر. وسنستعين بالحاسب الآلي لتسهيل إجراء هذه الدراسة.

البيانات الإحصائية المستخدمة ومصادرها:

تمثل البيانات الإحصائية الصادرة في المنشورات الرسمية لكل من سوق عمان المالي، والبنك المركزي الأردني، ودائرة الإحصاءات العامة مصدراً رئيسياً لهذه الدراسة. فالبيانات الخاصة بالمتغير التابع اقتبست من «نشرة الإحصاءات الشهرية» التي يصدرها سوق عمان المالي، في حين أن البيانات الخاصة بالمتغير المستقل، اقتبست من «النشرة الإحصائية الشهرية» التي يصدرها البنك المركزي الأردني. وبين الجدول رقم ١ البيانات الإحصائية المستخدمة في الدراسة على أساس شهري للفترة الواقعة بين كانون ثان ١٩٩٣ - حزيران ١٩٩٦.

فرضيات الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى نفي أو تأكيد صحة أي من الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى:

إن هناك علاقة عكسية بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم^(٢)، فزيادة المستوى العام للأسعار سينتج عنه زيادة في كمية الأموال المخصصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم، وبالتالي انخفاض أسعارها. وبالعكس، فانخفاض المستوى العام للأسعار يؤدي إلى انخفاض كمية الأموال المخصصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي، وزيادة كمية ما يخصص لأغراض الاستثمار في الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها.

(٢) نظراً لمحدودية الارتفاع في المستوى العام للأسعار في الأردن خلال الفترة التي تناولتها الدراسة، فقد استبعدت استخدام مصطلح «التضخم»، وبالرغم من ذلك فأنني، لمزيد من التفاصيل، أشير في نهاية البحث إلى بعض من الدراسات التي تناولت موضوع التضخم وأسعار الأسهم، والتي انتهت إلى أن التضخم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم - (Pearce & Roley, 1988; Feldstein, 1980).

جدول (١)
البيانات الاحصائية

السنة	الفترة (بالأشهر)	مؤشر أسعار الأسهم ١٠٠ = ١٩٩١ (SPI)	الرقم القياسي لتكاليف المعيشة ١٠٠ = ١٩٩٢ (CLI)
١٩٩٣	١	١٣٧,٧	١٠١,٨
	٢	١٣٢,٤	١٠٢,٨
	٣	١٣٥,٨	١٠٣,١
	٤	١٣٨,٥	١٠٤,٦
	٥	١٥١,٩	١٠٢,٣
	٦	١٦٨,٤	١٠٢,١
	٧	١٦٤,٥	١٠٢,٢
	٨	١٥٢,٤	١٠٢,٤
	٩	١٥٩,٣	١٠٣,٨
	١٠	١٥٧,٧	١٠٤,٥
	١١	١٥٠,٢	١٠٥,٢
	١٢	١٥٨,٥	١٠٤,٦
١٩٩٤	١٣	١٦٦,٢	١٠٤,١
	١٤	١٦٥,٥	١٠٥,٢
	١٥	١٦٢,٩	١٠٦,٧
	١٦	١٥٣,٥	١٠٧,٥
	١٧	١٥٢,٥	١٠٧
	١٨	١٥١,١	١٠٥,٦
	١٩	١٥٠,١	١٠٥,٤

١٠٦	١٤٧,١	٢٠	١٩٩٥
١٠٧,١	١٤٦,١	٢١	
١٠٨,٨	١٤٣,٨	٢٢	
١١٠,٣	١٤٥,٦	٢٣	
١٠٩,٧	١٤٣,٦	٢٤	
١٠٨,٦	١٤٢,٢	٢٥	
١٠٧,٤	١٤٣,٧	٢٦	
١٠٧,٩	١٤١,٨	٢٧	
١٠٨,٦	١٥١,١	٢٨	
١٠٨	١٦٤,٤	٢٩	
١٠٧,٨	١٥٨,٩	٣٠	
١٠٧,٦	١٥٣,٣	٣١	
١٠٨,٩	١٥٥	٣٢	
١٠٩,٤	١٥٩,٨	٣٣	
١١١,٨	١٥٨,٩	٣٤	
١١٣,٣	١٤٨,٧	٣٥	
١١٤,٣	١٥٩,٢	٣٦	
١١٦,٢	١٥٤,٥	٣٧	١٩٩٦
١١٨	١٥٣,٩	٣٨	
١١٨,١	١٤٥,٣	٣٩	
١١٧,٢	١٥٠,٤	٤٠	
١١٥,٣	١٤٧	٤١	
١١٣,٣	١٤١,٤	٤٢	

أما الفرضية البديلة (الفرضية الثانية):

فتنص على أن هناك علاقة طردية بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم، فزيادة المستوى العام للأسعار سيؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم، وانخفاض المستوى العام للأسعار سيؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم. وتستند فلسفة هذه الفرضية على أنه عند ارتفاع المستوى العام للأسعار وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية، يحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر، فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم، فترتفع أسعارها. ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم، والتي يتوقع أن ترتفع قيمتها في أوقات ارتفاع المستوى العام للأسعار، أما عند انخفاض المستوى العام للأسعار، فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم، فتنخفض أسعارها.

محدودية الدراسة:

١. يقتصر اهتمامنا في هذه الدراسة على محاولة تحديد ما إذا كان لتغير المستوى العام للأسعار أي أثر على تغير المستوى العام لأسعار الأسهم في الأردن، ولكننا لا نهدف بأية حال إلى تحديد أسباب تغير المستوى العام للأسعار، أو تفسير تغيراته إلا في الحدود التي تخدم هدفنا من إجراء هذه الدراسة.
٢. لا تمتد حدود هذه الدراسة لمناقشة أثر تغير المستوى العام للأسعار على التغيرات التي تحدث لأسعار الأسهم المتداولة في السوق الموازي من سوق عمان المالي، وإنما تقتصر على دراسة العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتقلبات أسعار الأسهم المتداولة في السوق النظامي من سوق عمان المالي، وذلك باعتبار أن التعامل بهذه الأسهم يمثل الجزء الأكبر من التعاملات التي تتم في سوق عمان المالي.
٣. تقتصر الاستفادة من نتائج هذا البحث على المتعاملين بالسوق المالي الأردني والأجهزة

الحكومية الأردنية المعنية برسم السياسات الاقتصادية العامة للدولة. إلا أن الباحثين في النظريات الاقتصادية والمالية والمتعاملين في الأسواق المالية الأخرى قد يجدون في هذه الدراسة أهمية خاصة بالنسبة لهم.

تحليل نتائج الدراسة:

يمكن بيان النتائج المستخلصة من الحاسب الآلي للنموذج بالمعادلة التالية، حيث تظهر قيمة توزيع - ت داخل القوس أسفل معامل الارتباط الخاص بالمتغير المستقل:

$$SPI_t = 166.4 - 0.137 CLI_t \\ (-0.45)$$

وكذلك نجد أن:

- قيمة معامل التحديد (R^2) = 0.005 (R Square)

- قيمة الخطأ المعياري (SE) = 8.92 (Standard Error)

ويتوجب علينا في بداية الأمر أن نقدم فهما معني ودلالة بعض الرموز الظاهرة أعلاه، ليسهل علينا بعدها تفسير النتائج.

- معامل التحديد (R^2) يقيس مدى تأثير المتغير التابع بالمتغير المستقل، فإذا كانت جميع التغيرات التي تحدث للمتغير التابع مردها إلى التغيرات التي تحدث للمتغير المستقل، فسنجد أن قيمة معامل التحديد مساوية للواحد صحيح. وكلما اقتربت قيمة معامل التحديد من الواحد صحيح، أعطانا ذلك انطباعاً بأن للمتغير المستقل تأثيراً كبيراً على التغيرات التي تحدث للمتغير التابع.

- توزيع - ت (t-value) يبين لنا مدى أهمية المتغير المستقل في تأثيره على المتغير التابع، وكلما زادت القيمة المطلقة لتوزيع - ت عن العدد ٢، فإن ذلك يعطينا دلالة على أن للمتغير المستقل أثر على التغيرات التي تحدث للمتغير التابع، أما إذا انخفضت قيمة توزيع - ت عن تلك القيمة، فإن ذلك يعطينا مؤشراً على أنه ليس للمتغير المستقل أي تأثير على التغيرات التي تحدث للمتغير التابع.

استنادا على هذه المفاهيم، فإنه يمكننا مناقشة النتائج التي توصلنا إليها لبيان مدى صحة أو عدم صحة أي من الفرضيتين السابقتين كالتالي.

من النتائج الظاهرة أعلاه، نجد أن القيمة المطلقة لتوزيع - ت = ٠,٤٥، وهذه النتيجة بعيدة كل البعد عن القيمة النموذجية لتوزيع - ت، وهذا يعني أنه ليس للمتغير المستقل (المستوى العام للأسعار) أي أثر على التغيرات التي تحدث للمتغير التابع (أسعار الأسهم). وتؤكد قيمة معامل التحديد هذه النتيجة، حيث تبين لنا قيمة معامل التحديد أن ما نسبته ٠,٥٪ من التغيرات التي تحدث في المستوى العام لأسعار الأسهم يمكن إرجاعها إلى التغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار، وهذه نسبة منخفضة جدا بشتى المقاييس.

وبالتالي يمكننا القول إنه ليس للمستوى العام للأسعار أي أثر على التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم، فتغير أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي مستقل تماما عن التغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار، وليس تابعا لها. وهذه النتيجة بحد ذاتها تنفي صحة أي من الفرضيتين السابقتين.

ومما يقلل من أهمية الشارة السالبة لمعامل الارتباط (b_j) بين المتغير المستقل والمتغير التابع انخفاض قيمة كل من توزيع - ت ومعامل التحديد، بحيث أنه لا يمكننا القول أن الشارة السالبة لمعامل الارتباط هي تعبير عن نمط معين لسلوك استثماري محدد، يعكس انخفاض كمية الأموال التي يخصصها المستثمرون للاستثمار في الأسهم في أوقات ارتفاع المستوى العام للأسعار، وبالتالي ستخف أسعار الأسهم.

وتدفعنا هذه النتائج السلبية للنموذج للتفكير بأنه قد لا يكون لتغير المستوى العام للأسعار تأثير فوري على أسعار الأسهم، وذلك انطلاقا من أن المستثمرين قد لا يشعرون بتغير المستوى العام للأسعار إلا بعد مرور فترة من الزمن على حدوثه، فيأتي رد فعلهم متأخرا. وبالتالي إن وجد أي أثر لتغير المستوى العام للأسعار على أسعار الأسهم، فإنه سيكون بعد مرور فترة من الزمن على التغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار. لذلك فإنني سأقوم بتعديل النموذج الأصلي بحيث آخذ بعين الاعتبار عامل الزمن (Lagged - time).

النموذج المعدل:

يهدف هذا النموذج للتحقق مما إذا كانت أسعار الأسهم تتأثر بعد مرور فترة من الزمن، بالتغيرات التي تحدث للمستوى العام للأسعار، وقياس طول الفترة الزمنية اللازمة قبل أن نلمس هذا الأثر في حالة وجوده. ويمكن بيان النموذج المستخدم لذلك كالتالي:

$$SPI_{t+n} = a + bi CLI_t$$

حيث يرمز الحرف n إلى طول الفترة الزمنية اللازمة (بالأشهر) قبل أن نلمس أثر تغير المستوى العام للأسعار على مستوى أسعار الأسهم.

وسنقوم هنا بثلاث محاولات بفارق زمني مقداره شهر واحد بين كل محاولة وأخرى، أي أننا سنعوض عن قيمة n بالمحاولة الأولى بالرقم ١ (شهر واحد) وفي المحاولة الثانية بالرقم ٢ وفي الأخيرة بالرقم ٣. ويعني هذا أننا سنفترض في المحاولة الأولى أن أسعار الأسهم تتأثر بتغير المستوى العام للأسعار بعد مرور شهر على حدوثه، في حين أننا نفترض في المحاولتين الثانية والثالثة أننا لن نلمس هذا الأثر إلا بعد مرور شهرين أو ثلاثة أشهر من حدوثه على التوالي.

أما النتائج المستخلصة بواسطة الحاسب الآلي لهذه المحاولات فيمكن بيانها بالجدول رقم ٢ التالي:

Table (2) Analysis With Lagged - time

Dependent Variable	Constant	CLI	R ²	SE
SPI _{t+1}	183.5 (5.64)	- 0.29 (- 0.97)	0.024	8.66
SPI _{t+2}	200.8 (6.44)	- 0.45 (- 1.55)	0.06	8.03
SPI _{t+3}	222.2 (7,24)	- 0.65 (- 2.26)	0.121	7.43

من خلال تفحصنا لنتائج هذه المحاولات نلاحظ الآتي:

- في المحاولة الأولى، بقيت قمية كل من R^2 وتوزيع - ت منخفضة، وتفسير هذه النتيجة لا يختلف عن تفسيرنا للنتيجة السابقة، التي توصلنا إليها عند استخدام النموذج الأصلي.

- ومما يسترعي الانتباه في نتائج المحاولة الثانية ارتفاع قيمة كل من R^2 وتوزيع - ت، إلا أن هاتين القيمتين بقيتا تشيران إلى عدم وجود أثر للمستوى العام للأسعار على أسعار الأسهم.

- في المحاولة الأخيرة لاحظنا أن القيمة المطلقة لتوزيع - ت قد أظهرت لنا أن هناك دلالة إحصائية على أن للمتغير المستقل أثراً على التغيرات التي تحدث للمتغير التابع. إلا أنه مما يقلل من أهمية هذه النتيجة بقاء قيمة R^2 منخفضة جداً.

هذا التحسن الملحوظ الذي طرأ على قيمة كل من R^2 وتوزيع - ت دفعنا للاعتقاد بأن الفترة الزمنية اللازمة لانعكاس أثر تغير المستوى العام للأسعار على أسعار الأسهم قد تكون أكثر من ثلاثة أشهر. لذلك، وفي محاولة لتحسين النتائج التي وصلنا إليها سنقوم هنا بمحاولات أخرى، وبفارق زمني مقداره فترة زمنية واحدة (شهر) بين كل محاولة وأخرى.

وبعد إجراء سبع محاولات أخرى، لاحظنا أن النتائج التي توصلنا إليها - والظاهرة في جدول ٣ - لا تختلف في جوهرها عن النتائج السابقة، مما يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد هناك أي علاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم.

Table 3 Analysis With Lagged - time

Dependent Variable	Constant	CLI	R ²	SE
SPI _{t+4}	246.7 (7.96)	- 0.87 (- 3.02)	0.202	6.84
SPI _{t+5}	257.4 (7.24)	- 0.97 (- 2.93)	0.197	6.95
SPI _{t+6}	242.85 (6.14)	-0.84 (-2.28)	0.13	6.91
SPI _{t+7}	242.48 (5.66)	- 0.84 (- 2.1)	0.118	6.8
SPI _{t+8}	243.6 (5.05)	- 0.86 (- 1.89)	0.10	6.98
SPI _{t+9}	219.1 (4.1)	- 0.64 (- 1.26)	0.049	7.19
SPI _{t+10}	204.1 (3.63)	- 0.49 (- 0.93)	0.028	7.33

الاستنتاجات:

على الرغم من المحاولات المتعددة التي قمنا بها لدراسة الأثر، الذي قد يتركه تغير المستوى العام للأسعار على أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، إلا أن النتائج التي توصلنا إليها لم تكشف لنا عن وجود أي علاقة بين هذين المتغيرين. فالتغيرات التي تحدث للمستوى العام لأسعار الأسهم مستقلة تماما عن التغيرات التي تحدث للمتغير الآخر، ولا تتأثر بها. وهذا يعني أن قرارات المتعاملين ببيع وشراء الأسهم في سوق عمان المالي لا تتأثر بتغير المستوى العام للأسعار، وإنما هناك عوامل أخرى تؤثر في قراراتهم الاستثمارية. وهذه النتيجة مغايرة للفرضيات التي بنيت عليها الدراسة، والتي استبعدت انعدام وجود أي علاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم.

وقد يرجع سبب هذه النتيجة إلى وجود نقص أو قصور ذاتي Deficiency في مدى تعبير الأرقام ذاتها المستخدمة في الدراسة عن واقع حال الاقتصاد الأردني. حيث قامت دائرة الاحصاءات العامة وسوق عمان المالي - كل على حدة، خلال خمس السنوات الماضية - بتغيير سنة الأساس، والأسس التي يتم على أساسها حساب قيمة كل من الرقم القياسي لتكاليف المعيشة، والرقم القياسي لأسعار الأسهم على التوالي. ولعل في الأسس الجديدة المستخدمة لحساب قيمة هذين المتغيرين بعض الثغرات التي أثرت على النتائج المتوقعة من الدراسة. فعلى سبيل المثال لا الحصر، نلاحظ أنه على الرغم من الارتفاع المتواصل في أجور السكن خلال خمس السنوات الماضية، إلا أن دائرة الاحصاءات العامة قامت بتخفيض الأهمية النسبية لمصاريف السكن عند حساب الرقم القياسي لتكاليف المعيشة المستخدم حالياً، مقارنة بما كان عليه الحال سابقاً (جدول ٤ بالملحق الاحصائي)، كما يلاحظ أن الرقم القياسي لتكاليف المعيشة المعمول به حالياً يظهر أن نسبة التغير في المستوى العام للأسعار لعام ١٩٩٣، كانت ٣,٣٪، أما الرقم القياسي لتكاليف المعيشة الذي أوقف العمل به، فيظهر تلك النسبة ٤,٧٪ بفارق ٤,٤٪ بينهما.

وبالتالي يمكننا استخلاص القول بأن التركيبة الحالية للأرقام القياسية المستخدمة لقياس التغيرات التي تحدث للمتغيرين موضع الدراسة، أو لأحدهما، قد لا يزال بها بعض الثغرات، أو أنه ليس هناك فعلاً أي علاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي.

جداول الملحق الاحصائي

جدول (١)
النتائج القومي الاجمالي بسعر السوق الجاري

التغير (%) *	القيمة (بملايين الدنانير)	العام
١١,٤	٢٤٢٨,٨	١٩٩٠
٨,٤	٢٦٣٤,٠	١٩٩١
٢٥,٥	٣٣٠٦,٨	١٩٩٢
١٠,٨	٣٦٦٢,٣	١٩٩٣
١٠,٣	٤٠٣٩,٢	١٩٩٤
١١,٥	٤٥٠٣,٦	١٩٩٥

المصدر: البنك المركزي الأردني/ التقرير السنوي (عدة سنوات).
★ حسب من قبل الباحث.

جدول (٢)
الرقم القياسي العام لتكاليف المعيشة

١٠٠ = ١٩٩٢		العام
التغير (%) *	القيمة	
١٦,٢	٨٨,٩	١٩٩٠
٨,٢	٩٦,٢	١٩٩١
٤,٠	١٠٠	١٩٩٢
٣,٣	١٠٣,٣	١٩٩٣
٣,٩	١٠٧,٠	١٩٩٤
٢,٣	١٠٩,٥	١٩٩٥

المصدر: البنك المركزي الأردني/ النشرة الاحصائية الشهرية (عدة نشرات).
★ (حسبت من قبل الباحث).

جدول (٣)
أحجام التعامل في السوق النظامي

عدد العقود	حجم التداول (دينار)	عدد الأسهم المتداولة	العام
١٥٦,٢٥٧	٢٦٦,٤٠٢,٦٩٧	١٣٤,٣٨٢,٦١٢	١٩٩٠
١٧٧,٠٩٦	٢٩٢,٤١٩,٥١٤	١٥٦,٨٢١,٣٥٦	١٩٩١
٣٣٦,٠١٢	٨٧٨,٧٥٨,٣٤٣	٣٤٤,٧٥٩,٤٦٣	١٩٩٢
٣٠٩,٧٥٢	٩٣٣,٣٦٥,٣١٥	٢٤٤,٣١٤,٩٤٦	١٩٩٣
٢٠٣,٧٠٠	٤٣٠,٣٢٩,٨٠٠	١٣٣,٨١٧,٨٧٠	١٩٩٤
١٥٦,٨٢٢	٣٦٢,١٢٧,٤٩٦	١٢٥,٠٧١,١٨٧	١٩٩٥

المصدر: سوق عمان المالي - النشرة الإحصائية الشهرية - عدة سنوات.

جدول (٤)
الأرقام القياسية لتكاليف المعيشة

الأهمية النسبية (%)	الأهمية النسبية (%)	
١٠٠ = ١٩٩٢	١٠٠ = ١٩٨٦	
٤٠,٥٩٠	٣٨,٥	- المواد الغذائية
٢٦,٨٦٨	٢٨,١	- السكن والنفقات المنزلية منها:
١٥,٧٨٢	١٦,٨	السكن وملحقاته
٥,٠١٩	٥,٤	المحروقات والمنافع
٨,١٥	٧,٤	- الملابس والأحذية
*٣,٣٠١	٢,٧	- المشروبات والتبغ
٢٤,٣٩٢	٢٣,٣	- السلع والخدمات الأخرى منها:
٣,٥٠٥	٦,١	التعليم
١٠٠	١٠٠	الرقم القياسي العام

المصدر: البنك المركزي الأردني - التقرير السنوي للأعوام ١٩٩٢ و ١٩٩٥.

الملحق الإحصائي جدول ١٠

* أدرجت عام ١٩٩٢ ضمن المواد الغذائية.

قائمة المراجع:

- البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث والدراسات، التقرير السنوي، التقارير الخاصة بالأعوام ١٩٩٠ إلى ١٩٩٥.
- البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث والدراسات، النشرة الاحصائية الشهرية، النشرات الخاصة بالفترة كانون ثاني ١٩٩١ إلى حزيران ١٩٩٦.
- سوق عمان المالي، دائرة الأبحاث والدراسات، التقرير السنوي، التقارير الخاصة بالأعوام من ١٩٩٠ إلى ١٩٩٥.
- سوق عمان المالي، دائرة الأبحاث والدراسات، النشرة الاحصائية الشهرية، النشرات الخاصة كانون ثاني ١٩٩١ إلى تموز ١٩٩٦.
- Blumash, S., and Trivoli, G., Time - Lagged Interactions Between Stock Prices & Selected Economic Variables. **Journal of Portfolio Management**, 17 (summer 1991): 61 - 67.
- Bodie, Z. Common Stock as a Hedging Against Inflation. **Journal of Finance**. 31 (May 1976), 459 - 470.
- Castanias, Richard P. Macroinformation and the Variability of Stock Market Prices. **Journal of Finance**. (May 1979) 439 - 50.
- Chen, N., Roll, R., and Ross, S. Economic Forces & the Stock Market. **Journal of Business**. 59 (July 1986) 383 - 403.
- Feldstein, M. Inflation and the Stock Market, **American Economic Review**, 70 (Dec. 1980) 837 - 47.
- Firth M. The Relationship Between Stock Market Returns and Rates of Inflation. **Journal of Finance**. 34 (June 1979): 743 - 49.
- Lintner, J. Inflation, Security Returns. In S. C. Myers (ed.),

Modern Development in Financial Management. The Dryden press, 1979, 16 - 25.

- Pearce, D., & Roley, V. Firm Characteristics, Unanticipated Inflation and Stock Return. **Journal of Finance.** 43 (Sept. 1988), 965 - 981.

