مجلة الشرق الأوسط للنشر العلمي
المجلد (٤) العدد (٤)
الإصدار الثالث عشر
٢٠٢١ (٣٨١-٣٦٩)

محددات الاقتصاد الكلي لتقلبات سوق الأسهم في فلسطين

Yaser Shaheen
Associated Prof in Finance, Faculty of Management and Financial Sciences, Palestine Ahliya University

البريد الإلكتروني: y.shaheen@paluniv.edu.ps

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.

نشر إلكترونياً بتاريخ: ٢٥ ديسمبر ٢٠٢١م

الملخص

هدفت الدراسة إلى تقييم محددات الاقتصاد الكلي لتقلبات سوق الأوراق المالية في فلسطين، تم جمع البيانات الكمية من خلال مصادر ثانوية الجهاز الفلسطيني للإحصاء، المعهد الفلسطيني للأبحاث والدراسات ماس، والبنك الدولي، من العام (2005-2019). تم استخدام الإحصاء الوصفي واختبار جذر الوحدة ونموذج ARDL (الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة). كانت البيانات ذات طبيعة مختلطة لأنها تتكون من جذر ثابت وجذر الوحدة. كشفت النتائج أن النموذج العام كان مهما في تفسير الظاهرة وعلى المدى الطويل، هناك تأثير كبير لمؤشرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، الحدود الجغرافية كانت القضة الرئيسية التي قيدت جمع وتحليل البيانات، يمكن أيضًا تحسين الدراسة عن طريق إجراء مقارنة بين البلدان المجاورة ومقارنة الصناعة لنفس الصناعات.

الكلمات المفتاحية: سعر الفائدة، سعر الصرف، سوق الأوراق المالية، معدل التضخم، الاستثمار الأجنبي المباشر.

Abstract

The study aimed to assess the macroeconomic determinants of stock market fluctuations in Palestine, quantitative data were collected through secondary sources of the Palestinian Statistics Authority, the Palestinian Institute for Research and Studies MAS, and the World Bank, from the year (2005-2019). Descriptive statistics, unit root test and ARDL model were used. The data were of mixed nature because they consist of a constant root and a unit root. Results revealed that the general model was important in explaining the phenomenon and in the long run, there is a significant impact of macroeconomic indicators on stock prices in the Palestine Stock Exchange, geographical boundaries were the main issue limiting data collection and analysis. This study can also be improved by making a comparison between neighboring countries and industry comparison of the same industries.

Keywords: Interest rate, Exchange rate, Stock market, Inflation rate, FDI.

*** المقدمة**

تعد أسواق الأسهم جزءًا حيويًا من اقتصاد الدولة، لأن هذه الأسواق تسرد جميع الشركات العامة المحدودة التي يتم شراء أسهمها وبيعها من قبل المستثمرين في هذا السوق المعين، تميل أسواق الأسهم إلى زيادة الاستثمار للشركات التي تفيد عامة الناس وكذلك الشركات الكبيرة العاملة داخل الدولة (برادان، 2018). يفضل المستثمرون هذا السوق بسبب عائده المرتفع والمخاطر المنخفضة إلى المتوسطة عموما والمرتبطة بالأسهم، ومع ذلك يتأثر سوق الأوراق المالية بالعوامل الخارجية للبلد بما في ذلك البيئة السياسية تحديدا ومتغيرات الاقتصاد الكلي والتقدم التكنولوجي (Babajide، Isola، Somoye، 2016). كل منهم له مكانة مهمة فيما يتعلق بتأثيرهم على سوق الأوراق المالية.

تميل مؤشرات الاقتصاد الكلي إلى تعريف سوق الأوراق المالية والدلالة عليه إلى حد كبير، حيث هناك العديد من متغيرات الاقتصاد الكلي بما في ذلك الناتج المحلي الإجمالي للدولة، ومعدل الفائدة، والتضخم، وسعر الصرف، ومعدل البطالة، والاستثمار الأجنبي المباشر، التي تساعد في تحديد تقلبات سوق الأوراق المالية (Demir, 2019)، متغيرات الاقتصاد الكلي ديناميكية وتتغير بسرعة مع مرور الوقت والتي بدورها تحدد التغيرات في عوائد سوق الأوراق المالية التي تهم المستثمرين والحكومة وكذلك الشركات.

*** مشكلة الدراسة**

فلسطين هي واحدة من الأسواق الصغيرة والناشئة في العالم، لديها سوق أسهم غير مستقر ومؤشرات غير ديناميكية للاقتصاد الكلي، بسبب ظروف الاحتلال الاسرائيلي والتقلبات السياسية الكثيرة، نظرًا لأن هنالك تركيز مؤخرًا على الاقتصادات الناشئة، فقد وصفت معظم الدراسات محددات الاقتصاد الكلي داخل اقتصادات البريكس؛ (Syed & Tripathi، 2020)، (Umar & Sun، 2016). لا يزال هناك القليل من

الأدلة المتعلقة بتقلبات سوق الأسهم في فلسطين. لذا تمثلت مشكلة الدراسة في سد الفجوة من خلال التركيز على **محددات الاقتصاد الكلي وتأثيرها على تقلبات سوق الأوراق المالية في فلسطين.**

السؤال الرئيس: ما هو تأثير محددات الاقتصاد الكلي على تقلبات سوق الأوراق المالية في السوق الفلسطيني؟

تفرع عنه الاسئلة الاتية:-

١- ما هي أهمية ديناميكيات الاقتصاد الكلي على الاقتصادات الناشئة؟

٢- ما هي عوامل الاقتصاد الكلي المرتبطة بتقلبات سوق الأسهم؟

٣- ما هو تأثير محددات الاقتصاد الكلي على تقلبات سوق الأوراق المالية في السوق الفلسطيني؟

*** اهداف الدراسة**

هدفت الدراسة إلى تقييم محددات الاقتصاد الكلي لتقلبات سوق فلسطين للأوراق المالية؛ لهذا الغرض تم تحديد الأهداف التالية:-

١- دراسة أهمية ديناميكيات الاقتصاد الكلي على الاقتصادات الناشئة.

٢- تحديد وشرح عوامل الاقتصاد الكلي المرتبطة بتقلبات سوق فلسطين للأوراق المالية

٣- تحليل تأثير محددات الاقتصاد الكلي على تقلبات سوق فلسطين للأوراق المالية.

*** الإطار النظري والدراسات السابقة**

العديد من الدراسات التي أجريت لتحليل العوامل المهمة التي تميل إلى التأثير على عوائد المخزون، على سبيل المثال في العديد من الكتب والأدبيات، أحد نماذج العوامل الشهيرة التي ناقشها العديد من العلماء هو نموذج العامل الفردي، الذي يعرف باسم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، تم اشتقاق الأساس المنطقي وراء هذا النموذج من المفهوم المهم المرتبط بالتنويع الذي ينص على أن المستثمرين المتنوعين جيداً يجب عليهم فقط تقييم المخاطر المنهجية المرتبطة باستثمار معين (Elhanan، 2015).

جادل الباحثون في فحص هذه المخاطر المنهجية من خلال النظر في حساسية كل سهم للتغير داخل السوق ككل، وكيف يمكن قياسه أو تقييمه من خلال النظر إلى قيمة بيتا، بمعنى يمكن القول إن عامل السوق هو العامل الوحيد الأكثر أهمية الذي يمكن استخدامه لتحديد عائد المخزون. نظراً لبساطة التمثيل المرتبط بهذا النموذج، يعتبر CAPM نموذجاً مشهورا يستخدم في تحديد العائد على المخزون في معظم كتب المالية، ولهذا فإن النموذج تم استخدامه من العديد من الممارسين في أسواق الأوراق المالية (Brogaard & Detzel، 2015).

اكتسبت الموضوعات المرتبطة بعائد الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي أيضا اهتماما كبيرا من الباحثين الذين حاولوا تحديد علاقاتهم، والتي تشمل أيضاً تأثيرها على الاقتصادات الناشئة. استخدم العديد تقنيات جديدة وتقليدية للتحقق من أهمية عوامل الاقتصاد الكلي. على سبيل المثال، أجرى (Boako وFrimpong 2016) دراستهم حول سعر الصرف وعائد الأسهم استخدموا فيها الانحدار الكمي لفحص ما إذا كان سعر الصرف يؤثر على العوائد على المخزون وعوائد الأسهم، في المقابل كيق تؤثر

على سعر الصرف. أشارت النتائج أنه في معظم الكميات، كان لسعر الصرف تأثير كبير على عائد المخزون، ومع ذلك وجدوا أن عائدات الأسهم لم يكن لها أي تأثير على التقلبات في أسعار الصرف.

لتحليل العلاقة بين التضخم وعائد المخزون، استخدم (Kurov and Gu, 2016) اختبارًا غير متماثل، كان الباحثون قادرين على ملاحظة وجود علاقة سلبية بين هذه المتغيرات أثناء بيئة التضخم المنخفضة، مع ذلك وجد أن العلاقة بين المتغيرات كانت إيجابية في ظل بيئة التضخم المرتفع، بناءً على هذه الملاحظة خلصوا إلى هذه النتيجة باعتبارها خاصية حماية ضد التضخم مرتبطة بعائد المخزون.

دراسة (Rehman and Shah, 2016)، تم تحليل العلاقة المتأخرة بين متغيرات الاقتصاد الكلي، وسوق الأوراق المالية من خلال استخدام تقنية الانحدار التلقائي المتجه، كانت متغيرات الاقتصاد الكلي التي اختاروها مرتبطة في الغالب بمؤشر أسعار البيع بالجملة، ومعدل الفائدة، ومؤشر الإنتاج الصناعي. أشارت النتائج إلى أن هذه المتغيرات الاقتصادية الكلية كان لها تأثير كبير على سوق الأوراق المالية، ومع ذلك اكتشفوا أيضًا أن الأداء الاقتصادي المستقبلي لم يتم تفسيره من خلال تقلبات سوق الأوراق المالية.

استند بحث (أنطونيوس، 2010) الى فحص حساسية عوائد الأسهم الألمانية للتغيرات تحت أسعار الفائدة، أشارت الأدلة إلى أن مصطلح الهيكل مرتبطة وأسعار الفائدة كان عاملاً بالغ الأهمية في تفسير حساسية عوائد الأسهم على المستوى العام ومستوى الصناعة في ألمانيا، في دراسة (Siliverstovs, 2010 و Kholodilin) تم استخدام تحليل التباين ونموذج تصحيح خطأ المتجهات (VECM) من قبل الباحثين لتحليل تأثير عوامل الاقتصاد الكلي الهامة على سوق الأوراق المالية في سويسرا. أشارت النتائج إلى أن كل قطاع كان حساسًا لأنواع مختلفة من الابتكارات في إطار متغيرات الاقتصاد الكلي، وأن هذه المعلومات كانت مفيدة للغاية لتخصيص الأصول الاستراتيجية في قطاعات مختلفة للسيطرة على المخاطر المرتبطة بمتغيرات الاقتصاد الكلي.

تم دراسة التفاعل بين سوق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي، حيث أشارت النتائج إلى أن الحركة في ظل سوق الأوراق المالية لم تكن المؤشر الرئيسي المرتبط بالتقلبات في متغيرات الاقتصاد الكلي بينما تم العثور على ديناميكيات الاقتصاد الكلي لتفسير التقلبات في سوق الأسهم جزئيًا (Korhonen and Peresetsky 2016,)، واكتشفوا نموذج EGARCH لتقييم تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق البورصة الروسية تبين بموجبه أن سوق الأوراق المالية كان يعتمد بشكل كبير على كل من سعر صرف الدولار الأمريكي، وكذلك أسعار النفط.

في تركيا (أوزتورك ويلماز، 2015) استندت دراستة الى تأثير عوامل وديناميكيات الاقتصاد الكلي على عائد الأسهم في سوق البورصة في اسطنبول، تم تحديد سبعة عوامل اقتصادية كلية مهمة تتعلق بسعر الفائدة في سوق المال، ومؤشر أسعار المستهلك، ومؤشر الإنتاج الصناعي،

وأسعار الذهب، وأسعار النفط، والعرض النقدي، وكذلك سعر الصرف الأجنبي. أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن عرض النقود كان له أثر إيجابي كبير على عوائد الأسهم، بينما كان للمتغيرات المتعلقة بسعر الصرف، وسعر النفط، ومؤشر الإنتاج، وسعر الفائدة أثر سلبي على عوائد الأسهم.

العديد من الدراسات التي تصف العلاقة بين تقلبات سوق الأوراق المالية ومحددات الاقتصاد الكلي حظيت بالاهتمام في البلدان الآسيوية الناشئة ايضا، يمكن اعتبار دراسة (Yang, 2018 و Kim و Ryu) التي استخدم إطار فرضية الوكالة الخاص بـــ Fama كمثال حيث كانت العلاقة بين الأنشطة الحقيقية والتضخم والعائد الحقيقي للمخزون، سلطت النتائج الضوء على العلاقة السلبية بين العائد الحقيقي للأسهم ومعدل التضخم في سوق البورصة الكورية، وصفت هذه العلاقة السلبية على أنها ناتجة عن الضغط التضخمي للأرباح المستقبلية المحتملة للشركات المدرجة، فضلاً عن ارتفاع معدل الخصم الاسمي.

العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق الأوراق المالية في سنغافورة تم تحليلها أيضًا من قبل (Leong and Hui, 2014) تم اكتشاف وجود تكامل مشترك بين كل متغير اقتصادي كلي مهم في دراستهم ومؤشر السوق، أثناء فحص المستوى القطاعي وجد تكامل مشترك بين جميع متغيرات الاقتصاد الكلي وقطاع العقارات، وأثناء تحليل القطاعات المالية تبين عدم وجود علاقة مهمة بين الأنشطة الاقتصادية الحقيقية وعرض النقود لقطاع الفنادق، وجدت علاقة غير مهمة بين عرض النقود وأسعار الفائدة.

*** المنهجية**

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي والقياسي لإجراء الدراسة، تم التوصل إلى استنتاجات موضوعية من خلال تحليل البيانات التي تم جمعها من أجل اختبار الفرضيات وتحقيق أهداف هذا البحث، ونظراً لإجراء التحليل الكمي فقد تم أيضًا استخدام منهجية البحث الكمي لتقديم الاستنتاجات المناسبة المتعلقة بالعلاقة بين المتغيرات الرئيسية للدراسة (أي تقلبات سوق الأوراق المالية ومحددات الاقتصاد الكلي)، هذه المنهجية ساعدت على زيادة دقة وموضوعية النتائج والاستنتاجات التي تم التوصل إليها لوصف العلاقة بين تقلبات سوق الأوراق المالية ومحددات الاقتصاد الكلي في فلسطين (Bryman، 2017).

Unit Root Testing

تم استخدام طريقة اختبار جذر الوحدة لتحديد ما إذا كانت البيانات التي تم تحليلها المرتبطة بالمتغيرات الرئيسية لهذه الدراسة ثابتة أم لا، تم إجراء تحليل الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) لتقييم تأثير محددات الاقتصاد الكلي على عوائد المخزون، وكذلك لإجراء تحليلات السلاسل الزمنية، ركزت البيانات الأولية التي تم جمعها لهذا البحث على تحليل التغيرات في ظل المتغيرات خلال الفترة (2005-2019).

تضمنت معالجة السلسلة الزمنية، من خلال النظر في نتائج (Beare, 2018) عادةً بعض الافتراضات والقيود التي يجب اتباعها أثناء التنبؤ وتحليل السلاسل الزمنية المختلفة، بالإضافة إلى ذلك تم جمع البيانات الكمية لهذه الدراسة من خلال الوصول إلى مؤشر (PEX) ومؤشر القدس (PLE) المركب للبورصة الفلسطينية والتي يمكن تصنيفها أيضًا على

أنها بيانات ثانوية، معظم أسواق الأوراق المالية في البلدان المختلفة تتأثر بمحددات الاقتصاد الكلي المختلفة (التي كانت واضحة في ظل التحليل النقدي لمراجعة الأدبيات)، لذا ركز البحث بشكل خاص على تحديد تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بمعدل سعر الفائدة ومعدلات التضخم وسعر الصرف في سوق فلسطين للأوراق المالية وعوائد الاستثمار التي يحققها المستثمرون في فلسطين.

حلت أيضًا تأثير الاستثمارات الأجنبية المباشرة (FDI) التي يمكن أن يقوم بها المستثمرون المحليون أو المساهمون في فلسطين في بلدان أخرى لحماية أنفسهم من المخاطر المرتبطة بخسائر رأس المال التي يضطرون لمواجهتها أثناء التقلبات العالية في الأسهم وسوق الصرف في فلسطين، من خلال النظر في هذه المتغيرات ومراجعة الأدبيات المذكورة، تم توفير الإطار المفاهيمي لهذا البحث أدناه.

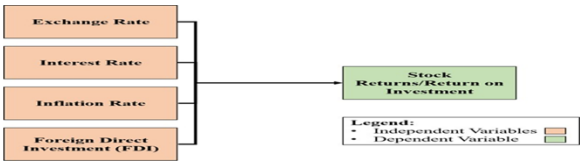

Figure-1. Conceptual framework.

يمكن أيضًا فهم العلاقة بين المتغيرات الموضحة والتفسيرية لهذا البحث (كما هو موضح في الإطار المفاهيمي أعلاه) باستخدام المعادلة التجريبية التالية:-

$$SPt = \alpha + \beta 1\ (IRt) + \beta 2\ (It) + \beta 3\ (Xtft) + \beta 4\ (FDIt) + \varepsilon$$

Where:

SP: سعر السهم

IR: معدل التضخم

I: معدل سعر الفائدة

FDI: الاستثمار الاجنبي المباشر

تم أيضًا تنفيذ Autoregressive Distributed Lag، وكذلك Dickey-Fuller لتوفير التفسيرات التفصيلية لهذه الأساليب أدناه:

Augmented Dickey-Fuller (ADF)

تم تحليل تأثير محددات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم للمستثمرين في فلسطين لفهم ظاهرة البحث، وتم جمع بيانات السلاسل الزمنية المرتبطة بمحددات الاقتصاد الكلي (أي معدل التضخم، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، والاستثمار الأجنبي المباشر)، وكذلك عوائد الأسهم في فلسطين خلال الفترة (2005-2019)، كما تم استخدام معايير الافتراض الأساسية السلاسل الزمنية الثابتة، وتقييم بيانات السلاسل الزمنية الثابتة باستخدام تقنية ADF. تساعد تقنية ADF عادةً في تكوين أساس الافتراض المستخدم لاقتراح الفرضية الصفرية لبيانات السلاسل الزمنية التي تتطلب أيضًا استخدام جذور الوحدة (Paparoditis & Politis، 2018).

رفض أو قبول الفرضية الصفرية يساعد في تحديد ما إذا كانت السلاسل الزمنية تشتمل على جذور الوحدة. عند تأكيد وجود جذور الوحدة ضمن السلاسل الزمنية، يتم إجراء الاستنتاجات المناسبة لاستنتاج أن البيانات ثابتة، والعكس صحيح. يمكن أيضًا شرح نهج ADF باستخدام النموذج الرياضي التالي:

$$\Delta a_t = \lambda_0 + \forall + \lambda_2 a_{t-1} + \sum_{i=1}^{n} mx1\, \Delta a_{t-1} + \gamma$$

كما مبين في المعادلة أعلاه، يمكن وصفها بأنها عامل الاختلاف، من ناحية أخرى تشير المعادلة إلى الخطأ العشوائي الثابت، علاوة على ذلك يسلط الضوء على بيانات السلاسل الزمنية غير الثابتة.

Autoregressive Distributed Lag (ARDL)

يتم أيضًا استخدام التقنية الإحصائية المرتبطة بـــ ARDLبشكل شائع لتحديد الارتباطات طويلة الأجل أثناء إجراء تقييم الاقتصاد القياسي في إطار بحث معين، من خلال النظر في نتائج (Nkoro وUko 2016)، يتم استخدام هذا المنهج بشكل شائع لتحديد العلاقة طويلة الأجل أو الارتباط بين متغيرين كميين، علاوة على ذلك تستخدم هذه التقنية أيضًا بشكل متكرر لتشكيل أساس التحليل باستخدام نهج تكراري يتم بموجبه تكبير السجل الهامشي للسلسلة الزمنية. تسلط المعادلة أدناه الضوء على وظيفة اللوغاريتم الخطي القياسية المستخدمة عمومًا في هذا المنهج:

$$G_t = \beta + \alpha ER_t + + \gamma_t$$

في المعادلة الموضحة أعلاه، يصف ROI سجل العائد على الاستثمار، بينما تمثل المعادلة في المعادلة شروط الخطأ وتشير α إلى تقدير المعلمة.

$$_t = \beta 2 + \sum_{i=1}^{m2} \forall_{2i} \Delta G_{t-i} + \sum_{j=0}^{n2} \alpha_{2j} \Delta FOP_{t-j} + \gamma_{2t}$$

وبالتالي يمثل معاملًا كبيرًا.

*** النتائج**

لغرض تحليل البيانات، تم عرض النتائج أدناه، إلى جانب النتائج تم تقديم المناقشة والاستنتاج أيضًا فيما يتعلق بموضوع البحث والنتائج، لذا حدد هذا القسم الإحصاءات الوصفية للبيانات وتقييم جذر الوحدة حيث استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية وتقييم العلاقة من خلال منهج ARDL.

Descriptive Statistics

يحدد هذا القسم متوسط سعر الصرف وسعر الفائدة ومعدل التضخم والاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة (2005–2019). جدول الإحصاءات الوصفية أدناه يبين القيم الدنيا والقصوى التي يتم من خلالها حساب النطاق، استخدام الانحراف المعياري لحساب الانحراف أيضًا. تظهر النتائج أدناه أن متوسط قيمة سعر الصرف في الفترة (2005-2019) كان 3.636 دولار أمريكي، ومتوسط قيمة سعر الفائدة 448.3٪ ومتوسط معدل التضخم 825.0٪. بلغ متوسط قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر 8.120.000 دولار، والانحراف في سعر الصرف 2.479 دولار، وانحراف الفائدة 644.70%، وانحراف معدل التضخم 898.4٪. بلغ متوسط قيم أسعار الأسهم وعوائد الأسهم 5.54 و3.57% على التوالي.

Table–1. Descriptive Statistics.

Variable	Mean	Std.	Min	Max
Exchange Rate	$3,636	$3,479	$2,842	$4,236
Interest Rate	448.3%	644.7%	-860.0%	560.7%
Inflation Rate	825.0%	808.4%	303.1%	845.1%
FDI	$7,120,000	$8,040,000	-$4,550,000	$8,100,000
Stock Price Volatility	5.54	4.4	0.50	14.1
Stock Return Volatility	6.18%	3.57%	0.00%	17.25%

ADF testing to tf valuate Unit Root

تم إجراء اختبار ADF لبيانات السلسلة الزمنية، من المفترض أن الخصائص غير الثابتة موجودة في الفرضية الصفرية للدراسة. تم عرض النتائج أدناه في الجدول 2 وتم حسابها من خلال E-Views.

حسب النتائج فان احصاءات t لسعر الصرف هي -1.59 مع قيمة P 0.4886. هذا يعني أن قيمة P أكبر من جميع القيم القياسية مثل 5٪ أو 1٪ أو 10٪. ما يشير إلى أن سعر الصرف له جذر وحدة. إحصائيات *t* الخاصة بسعر الفائدة هي -5.448 مع 0.0 قيمة P. هذا يعني أن البيانات كانت ثابتة ولم يكن هناك جذر وحدة في جذر الفائدة حيث أن قيمة P كانت 0.000 (قيمة $p < 0.05$) وتم إبطال الفرضية الصفرية في هذه الحالة. كانت إحصاءات t لمعدل التضخم -4.285 مع 0.0005 قيمة احتمالية، نظرًا لأن القيمة p أقل من القية القياسية، فلا يوجد جذر وحدة في معدل التضخم أيضًا.

كانت إحصائيات t لـــ -8.347 *FSDI* مع 0.00 كقيمة p ما يعني أيضًا أنه نظرًا للثبات في البيانات، لا يوجد جذر وحدة. في حالة سعر السهم وعائد السهم، كانت إحصائيات t -1.83 و3.124 على التوالي بينما كانت قيم *p 0.3658* و0.0248. بشكل عام، يمكن ملاحظة الطبيعة المختلطة لسلسلة البيانات من النتائج التي تم الحصول عليها ومن ثم يتم تحديد المنهجية المعتمدة لاحقًا وفقًا لطبيعة البيانات.

Table–2. UNIT root testing

Variable	Test Statistics	P–Value
Exchange Rate	-1.59	0.4886
Interest Rate	-5.448	0
Inflation Rate	-4.285	0.0005
FDI	-8.347	0
Stock Price Volatility	-1.83	0.3658
Stock Return Volatility	-3.124	0.0248

Bounds Testing

يعد اختبار الحدود طريقة أخرى للتكامل المشترك حيث ترتبط المتغيرات معًا في فترة المدى الطويل. هذه الطريقة لها فوائد لأنها تساعد في تحديد ما إذا سيكون هناك أي ارتباط بين المتغيرات في المستقبل أو على المدى الطويل أم لا، يتم استخدام هذه الاختبارات بغض النظر عن حقيقة ما إذا كانت سلسلة البيانات مختلطة أم لا. تشير القيم الموضحة أدناه لإحصائيات t وإحصاءات f جنبًا إلى جنب مع القيم p إلى:

Table–3. Bound Values

	10%		5%		1%		P–value	
	I (0)	I (1)	I (0)	I (1)	I (0)	I (1)	I (0)	I (1)
F	2.828	4.353	3.582	5.396	5.603	8.152	0.016	0.065
t	–0.2478	–3.622	-2.9	–4.133	–3.805	–5.235	0.004	0.042

Autoregressive Distributed Lag Model

من النتائج التي تم الحصول عليها في القسم السابق (اختبار ADF)، تم تقييم أن طبيعة البيانات مختلطة حيث يكون لبعض المتغيرات جذر وحدة بينما بعضها ثابت وبالتالي فإن النموذج المختار للتحليل بعد النظر في طبيعة البيانات هو نموذج ARDL. يتم عرض النتائج أدناه في الجدول 4 الذي

يوضح إحصائيات t والقيم p التي تم الحصول عليها. أيضًا، يحتوي على ترتيب التأخير الأمثل الذي تم تحديده بواسطة *E-Views* تلقائيًا. لضمان إصلاح أخطاء البيانات على هذا النحو، تم استخدام خطأ *HAC* لتعزيز التقييم بين المتغيرات المستقلة والتابعة، لغرض اختيار النموذج الأمثل، في التخير الاول كان لتقلب عائد المخزون نتيجة مهمة (*B = -2.335* مع قيمة *P 0.001*). كان لسعر الفائدة نتيجة مهمة في التأخر الأول (*B = -0.00511* مع قيمة *P 0.00*). ومع ذلك وعلى عكس هذه النتائج، فإن معدل التضخم لم يكن له نتائج معنوية في التأخر الأول بسبب القيم التي تم الحصول عليها أقل من القيمة الحدية (*B = 0.00038* والقيمة *P 0.651*). يظهر التأخر الأول في الاستثمار الأجنبي المباشر أن له نتائج مهمة (*B = -0.00176* مع قيمة *P 0.015*). وبالمثل فإن جميع النتائج الأخرى الموضحة أدناه هي أيضًا من نفس الطبيعة وتشير في الفاصل الزمني الثاني إلى أنه لم يتم الحصول على نتائج مهمة.

Table-4. ARDL model of the research short run

	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]	
SR						
Stock Return Volatility						
LD.	0.96287	0.36002	2.67	0.019	0.18509	1.74066
L2D.	0.31308	0.26306	1.19	0.255	-0.2552	0.88138
Interest rate						
D1.	-0.0064	0.00187	-3.4	0.005	-0.0104	-0.0023
LD.	0.00494	0.00174	2.85	0.014	0.00119	0.00869
L2D.	0.00487	0.00144	3.37	0.005	0.00175	0.00798
L3D.	0.00358	0.00101	3.56	0.004	0.00141	0.00576
Inflation rate						
D1.	-0.0015	0.00134	-1.15	0.269	-0.0044	0.00135
LFDI						
D1.	-0.0041	0.00201	-2.04	0.062	-0.0085	0.00025
_cons	0.80285	0.1985	4.04	0.001	0.37401	1.23168

نظرًا لأن القيمة P أقل من القيم الحدية (p = 0.019) يمكن ملاحظة العلاقة الإحصائية إلى حد ما. بناءً على هذا التأكيد يمكن العثور على أن مؤشرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم، وسعر الصرف، والاستثمار الأجنبي المباشر) ويمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأسهم مع مراعاة العوامل الخارجية. وقد تم تقسيم الجدول 4 أدناه أيضًا إلى المدى الطويل والمدى القصير بحيث يمكن تقييم الارتباط أو العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الكلي وعائد سعر السهم، كما أنه يعتمد على قيم التأخر على المدى الطويل، كان للاستثمار الأجنبي المباشر (القيمة الاحتمالية عند 0.015) وتقلب عائد المخزون (القيمة الاحتمالية عند 0.001) نتائج مهمة. على العكس من ذلك، في فترة المدى القصير تأخر معدل الفائدة (القيمة الاحتمالية عند 0.005). لذلك، يعتمد ذلك على قيم التأخر والمدى القصير وفترة المدى الطويل.

Table-5. ARDL model of the research long ru

	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]	
LR						
Stock Return Volatility	-2.3351	0.54827	-4.26	0.001	-3.5196	-1.1507
LER	-0.0274	0.00395	-6.94	0	-0.0359	-0.0189
Interest rate	-0.0051	0.00073	-7.03	0	-0.0067	-0.0035
Inflation rate	0.00038	0.00082	0.46	0.651	-0.0014	0.00216
LFDI	-0.0018	0.00063	-2.81	0.015	-0.0031	-0.0004

يمكن التحقق من صحة نتائج الدراسة من خلال دراسة أخرى أجراها دمير (2019) في مجال مشابه والتي كشفت أن النمو الاقتصادي واستثمارات المحفظة والاستثمار الأجنبي المباشر تساعد في رفع سوق الأوراق المالية بينما تؤثر أسعار الفائدة سلبًا عليها. تم اعتماد نهج ARDL في الدراسة واقترح أن البورصة يجب أن تزيد

من تدفق رأس المال واستثماراتها. تم أيضًا اختبار ثابت المتغيرات من خلال ADF، واختبار جذر الوحدة (Dickey and Fuller, 1979) و (Phillips and Perron, 1988).

Hypothesis Assessment Summary

أظهر التقييم الأولي والشامل أن النموذج العام مهم، وهناك ارتباط أقوى خلال المدى الطويل مقارنة بالمدى القصير، كما وجد أن أسعار الأسهم تعتمد بشكل كبير على قيمها المتأخرة. بناءً على هذه النتائج، يمكن القول إنه تم قبول الفرضية المقترحة.

*** مناقشة النتائج**

أجريت العديد من الدراسات في مجال مماثل حللت تأثير مؤشرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم. استخدمت الدراسة التالية حالة السوق الفلسطينية بحيث يمكن جمع وتقييم البيانات المتعمقة، تم الحصول على البيانات خلال الفترة (2005-2019) من المركز الفلسطيني للاحصاء بيانات السوق المالي والبنك الدولي. كان من المفترض أيضًا أن تكون البيانات مختلطة لأن بعض المتغيرات كانت ثابتة بينما كان بعضها يحتوي على جذر وحدة. كان هذا هو الأساس المنطقي وراء اختيار اختبار نموذج $ARDL$ حيث كانت البيانات ذات طبيعة مختلطة، كما وجد من الدراسات السابقة أن المخاطر هي أحد العناصر الأساسية الموجودة ويجب على كل سوق للأوراق المالية مواجهة ذلك. حدد (Kisman and Restiyanita 2015) في دراستهما أنه يمكن استخدام عامل السوق لإيجاد التأثير على عوائد الأسهم على الرغم من تقلب أسعار الأسهم على أساس يومي بسبب عوامل خارجية مختلفة. وجد أن نموذج CAPM مهم في حالة تقييم عوائد المخزون مع المتغيرات الأخرى، وتتأثر مؤشرات الاقتصاد الكلي مثل معدل التضخم وسعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر بالعديد من التغيرات في الاقتصاد المحلي مثل زيادة الأسعار أو أي صدمات سياسية أو تدفق المزيد من الاستثمارات وتقلبات أسعار الدولار.

*** الاستنتاجات**

وجد أيضًا أن هناك علاقة قوية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي والتي تتأثر بها أيضًا متغيرات الاقتصاد الكلي مثل سعر الفائدة وسعر الصرف، على الرغم من الدراسات التي أجريت في هذا المجال، تم اختيار سوق الأوراق المالية الفلسطيني لأن الدراسات الحالية أجريت على اقتصادات كبيرة. للاسف هناك بيانات محدودة متاحة فيما يتعلق بالسوق الفلسطيني والتقلبات الملحوظة في أسعار الأسهم، وبالتالي بناءً على النتائج التي تم الحصول عليها أعلاه، من الواضح أنه على المدى القصير والمدى الطويل، فإن متغيرات الاقتصاد الكلي تتصرف بشكل مختلف والنتائج التي تم الحصول عليها مختلفة أيضًا، على المدى القصير قد لا يكون هناك تأثير ولكن على المدى الطويل هناك تأثير كبير.

يمكن الإشارة إلى أن المتغيرات المستقلة التي تم اختيارها في هذه الدراسة هي سعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر، في حين كان المتغير التابع هو عائد المخزون، تبين من خلال التحليل الاحصائي والنتائج أن النموذج العام مهم وعلى المدى الطويل، وهناك تأثير لمؤشرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم في السوق الفلسطيني، ما يعطي اهمية كبيرة لاخذ هذه المتغيرات في

الاعتبار عن اي عملية استثمارية في سوق الاسهم او خلال عمليات التنبؤ باسعارها.

*** التوصيات**

١- يحتاج المستثمرون لبناء نماذج علمية للتنبؤ باسعار الفائدة وبمعدلات التضخم وتقلبات أسعار الصرف.

٢- تشجيع المستثمرين الأجانب بحيث يزيد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ويفيد الاقتصاد والنمو، على وجه التحديد ينصح بأن ٣- تركز الحكومة على إنشاء آلية قوية تساعد في زيادة الاستثمار.

٤- دعم استراتيجية زيادة الصادرات من خلال دعم وتشجيع الإنتاج المحلي على حساب ثقافة الاستيراد، قد يؤدي هذا إلى تأثير كبير على سوق الأوراق المالية في الفترة متوسطة وطويلة المدى.

*** المراجع**

أولاً- المراجع العربية

شنيك، اسامه. رسالة دكتوراة بعنوان: **"العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان"** جامعة الشرق الاوسط، الاردن 2018.

ماس- معهد ابحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني: **"الشمول المالي في فلسطين"** – 2016.

موقع المركز الفلسطيني للاحصاء

موقع المعهد الفلسطيني للابحاث والدراسات (ماس).

ثانياً- المراجع الأجنبية

Antonios, A. (2010). Stock market and economic growth: An empirical analysis for Germany. *Business and tfconomics Journal*, 1-12.

Babajide, A., Isola, L., & Somoye, R. O. (2016). Stock market response to economic growth and interest rate volatility: Evidence from Nigeria. *International Journal of tfconomics and Financial Issues, 6*(1), 354-360.

Beare, B. K. (2018). Unit root testing with unstable volatility. *Journal of Time Series Analysis, 39*(6).

Boako, G., Omane-Adjepong, M., & Frimpong, J. M. (2016). Stock returns and exchange rate nexus in Ghana: AB ayesian quantile regression approach. *South African Journal of tfconomics, 84*(1), 149-179.Available at: https://doi.org/10.1111/saje.12096.

Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science, 61*(1), 3-18. Available at: https://doi.org/10.1287/mnsc.2014

Bryman, A. (2017). Quantitative and qualitative research: further

https://doi.org/10.1080/1540496x.2015.1037200.

Kurov, A., & Gu, C. (2016). Monetary policy and stock prices: Do the "Fed Put" work when it is most needed? *Journal of Futures Markets, 36*(12), 1210-1230.Available at: https://doi.org/10.1002/fut.21790.

Leong, C. C., & Hui, T. K. (2014). *Macroeconomic and non-macroeconomic variables linking to Singapore hotel stock returns. In Advances in hospitality and leisure*: Emerald Group Publishing Limited.

Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: Application and interpretation. *Journal of Statistical and tfconometric Methods, 5*(4), 63-91.

Ozturk, H., & Yilmaz, A. A. (2015). Leverage and stock returns: Evidence from Istanbul stock exchange. *Accounting and Finance Research, 4*(4), 140.

Phillips, P. C., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika,* reflections on their integration. In Mixing methods: Qualitative and quantitative research (pp. 57-78).

Demir, C. (2019). Macroeconomic determinants of stock market fluctuations: The case of BIST-100. *tfconomies, 7*(1), 1- 14. Available at: https://doi.org/10.3390/economies7010008.

Elbannan, M. A. (2015). The capital asset pricing model: an overview of the theory. *International Journal of tfconomics and Finance, 7*(1), 216-228.

Kisman, Z., & Restiyanita, S. (2015). M. The validity of capital asset pricing model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in predicting the return of stocks in Indonesia Stock Exchange. *American Journal of tfconomics, Finance and Management, 1*(3), 184-189.

Korhonen, I., & Peresetsky, A. (2016). What influences stock market behavior in Russia and other emerging countries? *tfmerging Markets Finance and Trade, 52*(5), 1210-1225.Available at:

and Macroeconomic Impact. *Available at SSRN 3528097*.

Umar, M., & Sun, G. (2016). Determinants of different types of bank liquidity: Evidence from BRICS countries. *China Finance Review International, 6*(4), 380-403.Available at: https://doi.org/10.1108/cfri-07-2015-0113.

Yang, E., Kim, S. H., Kim, M. H., & Ryu, D. (2018). Macroeconomic shocks and stock market returns: The case of Korea. *Applied tfconomics, 50*(7), 757-773.Available at: https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1340574.

75(2), 335-346.Available at: https://doi.org/10.1093/biomet/75.2.335.

18- Pradhan, R. P. (2018). Development of stock market and economic growth: The G-20 evidence. *tfurasian tfconomic Review, 8*(2), 161-181.Available at: https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.07.005.

Rehman, A. & Shah, A. (2016). Lead-lag relationship and directional asymmetry in stock returns of small and large portfolios: Evidence from the Karachi Stock Exchange. *IBA Business Review, 11*(2).

Ryan, G. (2018). Introduction to positivism, interpretivism and critical theory. *Nurse Researcher, 25*(4), 41-49. Available at: https://doi.org/10.7748/nr.2018.e1466.

Siliverstovs, B., & Kholodilin, K. A. (2010). Assessing the real-time informational content of macroeconomic data releases for now-/forecasting GDP: Evidence for Switzerland.

Syed, A., & Tripathi, R. (2020). Nonperforming Loans in BRICS Nations: Determinants