



Munich Personal RePEc Archive

## **Factors affecting the price of the stock market in the Amman Stock Exchange during the period 1984-2011**

Al-Habashneh, Fedel and Shhateet, Mohammad and AL-Bdore, Jaber and Amareen, Zainah

February 2014

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/57274/>  
MPRA Paper No. 57274, posted 13 Jul 2014 11:46 UTC

## العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة 1984-2011

فضل معيوف الحباشنة	محمد عيسى شحاتيت	جابر محمد البدور	زينة فايز العمارين
جامعة مؤتة، الأردن	جامعة الأميرة سمية، الأردن	جامعة الأميرة سمية، الأردن	جامعة مؤتة، الأردن

### الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في سعر السهم في بورصة عمان، خلال الفترة 1984-2011. واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والكمي القياسي، وتمّ قياس هذا الأثر باستخدام نموذج قياسي للتكامل المشترك لدراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة. كما تم تطبيق اختبار السببية واختبار تحليل مكونات التباين وكذلك اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل لتحقيق أهدافها.

توصلت الدراسة أن هناك ثلاثة متغيرات تؤثر بشكل ايجابي على معدل أسعار أسهم الشركات وهي: الأرباح الموزعة وحجم التداول في السوق وعائد السهم.

**الكلمات الدالة:** أسعار أسهم الشركات، نموذج التكامل المشترك، اختبار السببية، تحليل مكونات التباين، الأردن

## Factors affecting the price of the stock market in the Amman Stock Exchange during the period 1984-2011

Zainah Amareen	Jaber AL-Bdore	Mohammad Shhateet	Fedel Al-Habashneh
Mutah University	Princess Sumaya University	Princess Sumaya University	Mutah University

### Summary

This study aimed to identify the factors influencing the share price in the Amman Stock Exchange, during the period 1984-2011. The study used a descriptive approach of analytical and quantitative standard, this effect was measured using a standard model for the integration of the joint study of the relationships between the relevant economic variables. Also been applied to test the causality test and analysis of variance components as well as the response function .to test the reaction to achieve their goals

The study found that there are three variables affect positively on the rate of stock prices of .companies, namely: dividends and trading volume in the market, and earnings per share

## 1. مقدمة

تمثل الأسواق المالية نقطة الاتصال بين المستثمرين والشركات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني ويعتبر الاستثمار بالأسهم العادية أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية. ينقسم المستثمرون إلى نوعين: النوع الأول هم الذين يتمتعون بفوائد مالية يمكن التصرف فيها كمخزون للقيمة وتعظيم الثروة عن طريق تراكم الأرباح المحتجزة ولا يعيرون الأرباح الموزعة أي اهتمام، أما النوع الثاني فيمثل المستثمرون الذين يعتبرون العائد الموزع على مساهماتهم دخلاً دورياً مهماً يعتمدون عليه في حياتهم. من هنا نجد أن الأسواق المالية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات المالية ممثلة في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمر في تحديد أسعار الأسهم على أساس سليم.

## 2. أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الأسواق المالية والتي تمثل فرصة استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في أي دولة. وفي ظل تطلعات المستثمرين لتحقيق الأرباح، يبرز الدور الهام لقرار توزيع الأرباح حيث تعتبر الأرباح الموزعة من أهم العوامل المؤثرة في جذب الاستثمارات من جهة، ومن جهة أخرى يجب على الشركة الموازنة بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة لزيادة القيمة السوقية للشركة، ولذلك بحثت هذه الدراسة أثر توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

## 3. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- 1- بيان أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم خلال الفترة 1984-2011.
- 2- بيان أثر عائد السهم على سعر السهم السوقي للشركات في سوق عمان المالي.
- 3- بيان أثر حجم التداول في سوق عمان المالي على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة فيه.

## 4. فرضيات الدراسة

ستقوم الدراسة باختبار الفرضيات التالية:

- 1- توجد علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بمستوى 5% بين عائد السهم وسعر السهم السوقي في شركات المدرجة في سوق عمان المالي.
- 2- توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بمستوى 5% بين الأرباح الموزعة وسعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

3- توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بمستوى 5% بين حجم التداول وسعر السهم السوقي في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي.

#### 5. منهجية الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة تمّ الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي بهدف استعراض كيفية توزيع الأرباح على أسعار الأسهم. واعتمدت الدراسة على الأسلوب الكمي القياسي باستخدام السلاسل الزمنية (Time series)، من خلال نموذج التكامل المشترك (Co-Integration) واستخدمت الدراسة بيانات الفترة 1984-2011.

#### 6. الدراسات السابقة

أجريت العديد من الدراسات التي تناولت الموضوع إما بصورة مباشرة أو غير مباشرة. فجاءت دراسة (الظاهر، 2011) بهدف التعرف إلى أهم سياسات التوزيع المستخدمة في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن سياسة التوزيع المنتظم، وسياسة توزيع الأسهم مفضلة للمستثمرين، أما سياسة التوزيع الثابتة وتوزيع نسبة ثابتة من الأرباح، وسياسة عدم التوزيع، فقد بينت الدراسة أنها غير مفضلة للمستثمرين. ودراسة (الظاهر وأبو الرب، 2006) التي توصلت إلى نتائج تبين وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين قرار التوزيع وحجم التداول وعلاقة غير دالة إحصائياً مع أسعار الأسهم السوقية. أما دراسة (أبو نصار، 2004) فقد أظهرت نتائج اختبار نماذج الدراسة وجود أثر هام إحصائياً لكل من توزيعات الأرباح النقدية للسنة السابقة، وصافي الربح بعد الضرائب، والقطاع الذي تنتمي إليه الشركة في التنبؤ بسياسة توزيعات الأرباح النقدية التي تنتهجها الشركات الأردنية، أظهرت نتائج اختبار سبيرمان وبيرسون، والتي جاءت منسجمة إلى حد بعيد مع نتائج اختبار نماذج الدراسة، وجود علاقة موجبة بين صافي الربح بعد الضرائب والتغير في توزيعات الأرباح النقدية، ووجود علاقة سالبة بين توزيعات الأرباح النقدية للسنة الماضية والتغير في توزيعات الأرباح النقدية للسنة الحالية. وعدم وجود أثر لصافي التدفقات النقدية التشغيلية على التغير في توزيع الأرباح النقدية. وتشير نتائج دراسة (نور والفضل، 2003) أن المستثمرين في السوق هم من ذلك الصنف الذي لا يفضل احتجاز الأرباح بقدر تفضيله للتوزيع وأوصى على إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى وإضافة متغيرات جديدة مع المحافظة على نفس المتغيرات التي اعتمدها الدراسة وزيادة دور الجامعات في تنشيط السوق المالي في كل من العراق والأردن وذلك من خلال إقامة الدورات التثقيفية للمستثمرين لزيادة نطاق اعتمادهم على المعلومات المالية وغير المالية في ترشيد قراراتهم والارتقاء بقوة بالسوق.

وعلى صعيد الدراسات باللغة الانجليزية نجد دراسة (Arnott 2003) والتي توصلت إلى أن نمو العوائد من الاستثمار في الأسهم تكون في أعلى مستوياتها عندما تكون نسبة التوزيع في أدنى مستوياتها، مما يعني وجود علاقة واضحة بين سياسة التوزيع والعوائد المتحققة من الاستثمار في أسهم الشركات. وفي دراسة (Ming-Shiun 2001) توصلت الدراسة الى أن الشركات تغير سياسة التوزيع النقدي مع تغير الأرباح الدائمة. وفي دراسة (Baker & Theodore 2001) أظهرت نتائج الدراسة أن أهم المتغيرات التي تؤثر في قرار الشركات الخاص بتوزيعات الأرباح النقدية يتمثل في توزيعات الأرباح النقدية للأعوام السابقة ومدى الاستقرار في الأرباح التي تحققها الشركة ومستوى الأرباح الحالية والأرباح المتوقعة في المستقبل.

تتميز هذه الدراسة باستخدام بيانات حديثة نسبياً وتغطي فترة حديثة مقارنة مع الدراسات السابقة، حيث اعتمدت على الأسلوب القياسي الحديث وتم التأكد من استقرار البيانات في التحليل وتم الحصول على بيانات أكثر دقة في حين أن الدراسات السابقة استخدمت نموذج المربعات الصغرى الاعتيادية دون إجراء أي اختبارات استقرار.

## 7. المؤشرات الاقتصادية لسوق عمان المالي

سوف تتم مناقشة أهم المؤشرات الاقتصادية لنشاط السوق وهي: عائد السهم؛ والأرباح الموزعة؛ وحجم التداول؛ وسعر السهم السوقي.

### 1.7: عائد السهم

يتضح من الجدول رقم (1) أن نسبة النمو في عائد السهم قد زادت بنحو 111% في عام 1989 وقد تذبذبت من سنة إلى أخرى، ثم عاودت بالارتفاع في عام 2004، 2005 بسبب ازدهار الاقتصاد الأردني الذي رافق دخول الأشقاء العرب وكبر حجم الاستثمار، وفي عام 2008 انخفضت نسبة نمو عائد السهم لتصل إلى 0% بسبب الأزمة المالية العالمية، وبقي التراجع والارتفاع هكذا متزامناً لغاية سنة 2011 حين نمت عائد السهم بنسبة 71%.

### الجدول رقم (1)

#### عائد السهم خلال السنوات (1984-2011) دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	0.091	-	1994	0.258	-5%	2004	0.233	56%
1985	0.136	49%	1995	0.237	-8%	2005	0.394	69%
1986	0.169	24%	1996	0.216	-9%	2006	0.209	-47%
1987	0.164	-3%	1997	0.203	-6%	2007	0.227	9%
1988	0.234	43%	1998	0.183	-10%	2008	0.226	0%
1989	0.494	111%	1999	0.172	-6%	2009	0.113	-50%
1990	0.438	-11%	2000	0.109	-37%	2010	0.091	-19%
1991	0.359	-18%	2001	0.179	64%	2011	0.156	71%
1992	0.382	6%	2002	0.151	-16%			
1993	0.271	-29%	2003	0.149	-1%			

المصدر: سوق عمان المالي.

<http://www.ase.com.jo/ar/> ، النسب من إعداد الباحث

### 2.7: الأرباح الموزعة

يلاحظ من جدول (2) أن قيمة الأرباح الموزعة سنة (1985) قد بلغت (4, 31) مليون دينار أردني تراجعت في السنة التالية بنسبة 13%. ولوحظ ازدياد الأرباح من سنة 1987 إلى سنة 2008 بشكل ملحوظ ومنتظم في حين تراجعت النسبة في سنة 2009 إلى 6% ويرجع سبب الانخفاض لتراجع الأرباح الموزعة في قطاع الصناعة. ثم عادت النسبة بالارتفاع في سنة 2010 و 2011 .

### الجدول رقم (2)

#### الأرباح الموزعة خلال السنوات (1984-2011) دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	33,308,870	-	1994	74,335,644	-4%	2004	248,821,536	27%
1985	31,483,884	-5%	1995	78,609,637	6%	2005	443,537,476	78%
1986	27,467,415	-13%	1996	82,904,520	5%	2006	506,413,639	14%
1987	32,197,900	17%	1997	88,941,501	7%	2007	609,409,310	20%
1988	36,006,686	12%	1998	102,716,299	15%	2008	616,480,402	1%
1989	43,539,346	21%	1999	109,990,998	7%	2009	576,881,469	-6%
1990	57,621,931	32%	2000	113,888,869	4%	2010	607,917,870	5%
1991	65,049,557	13%	2001	131,576,004	16%	2011	842,732,877	39%
1992	72,472,769	11%	2002	181,085,853	38%			
1993	77,798,480	7%	2003	196,084,835	8%			

المصدر: سوق عمان المالي.

<http://www.ase.com.jo/ar/>، النسب من إعداد الباحث

### 3.7: حجم التداول

يتضح من جدول رقم (3) ان حجم التداول قد بلغ خلال عام 1985م (66) مليون دينار أردني بنسبة نمو 12% وفي خلال عام 1987 ارتفع حجم التداول بشكل ملحوظ بنسبة 113 % لأنه بدأ السوق أعماله في مطلع عام مما أدى إلى ارتفاع عدد الشركات إلى 120 شركة وأخذ بعدها بالتراجع في عام 1988 إلى -10 % ويظهر الجدول أن الاتجاه العام لحجم التداول قد تزايد بشكل ملحوظ من سنة 1985 إلى 1986 مع وجود بعض التراجع الواضح خلال سنوات 1994-1996، وقد يعزى هذا التراجع إلى الاحداث التي شهدتها المنطقة والمتمثلة بالحرب اللبنانية وبآثار حرب الخليج الاخيرة (موقع سوق عمان المالي). ثم واصل بالارتفاع والتراجع خلال سنوات 1997-2000 وبعدها بلغ حجم التداول سنة 2001 (668) مليون دينار أردني بزيادة نسبتها 100% عن العام السابق وواصل هذا الارتفاع الحاد إلى سنة 2005 حيث بلغت نسبة النمو 345% بسبب عودة الاثشاء العرب وضح المزيد من الأموال وشراء الشقق والأراضي وجلب السيولة إلي يحتاجها السوق. مما هبطت بعدها النسبة في سنة 2006 إلى 16% وبقي هذا التذبذب في الهبوط والارتفاع حتى عام 2011.

### الجدول رقم (3)

#### حجم التداول خلال السنوات (1984-2011) دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	59,318,623	-	1994	495,076,052	-49%	2004	3,793,251,050	104%
1985	66,730,872	12%	1995	418,958,544	-15%	2005	16,871,051,948	345%
1986	69,522,993	4%	1996	248,583,344	-41%	2006	14,209,870,592	-16%
1987	148,178,293	113%	1997	355,244,623	43%	2007	12,348,101,910	-13%
1988	132,625,222	-10%	1998	464,374,268	31%	2008	20,318,014,547	65%
1989	367,589,840	177%	1999	389,476,334	-16%	2009	9,665,312,327	-52%
1990	268,885,973	-27%	2000	334,724,633	-14%	2010	6,689,987,155	-31%
1991	302,836,729	13%	2001	668,652,674	100%	2011	2,850,252,628	-57%
1992	886,950,983	193%	2002	950,272,995	42%			
1993	968,613,802	9%	2003	1,855,176,028	95%			

المصدر: سوق عمان المالي.

<http://www.ase.com.jo/ar/>، النسب من إعداد الباحث

#### 4.7: سعر السهم السوقي

يتضح من الجدول رقم (4) ان الرقم القياسي لأسعار الأسهم عام 1985 قد تراجع بنسبة 3% وفي عام 1986 تراجع بنسبة 8% ثم عاود بالارتفاع في السنوات 1987-1989 وانخفض بعدها في سنة 1990 نحو 14% نظراً لما شهدته المنطقة من أزمات، وعاود بالارتفاع مجدداً خلال سنوات 1991 - 1993 وبقي هكذا بالهبوط والارتفاع لغاية سنة 2004 وبعدها لوحظ ارتفاع مفاجئ بسبب انتعاش الاقتصاد الاردني ودخول شركات مساهمة بالبورصة وزيادة السيولة ومن ثم انخفاض بشكل حاد من سنة 2008-2010 بسبب الازمة العالمية وتدايها.

#### الجدول رقم (4)

##### الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية دينار أردني

السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير	السنة	القيمة	نسبة التغير
1984	811.8	-	1994	1436	-9%	2004	4245.6	62%
1985	786	-3%	1995	1591.7	11%	2005	8191.5	93%
1986	723.5	-8%	1996	1534.6	-4%	2006	5518.1	-33%
1987	796.9	10%	1997	1692.4	10%	2007	7519.3	36%
1988	845.1	6%	1998	1701.3	1%	2008	6243.1	-17%
1989	932.7	10%	1999	1673.5	-2%	2009	5520.1	-12%
1990	804.3	-14%	2000	1330.5	-20%	2010	5318	-4%
1991	1000	24%	2001	1727.2	30%	2011	4648.4	-13%
1992	1299	30%	2002	1700.2	-2%			

المصدر: سوق عمان المالي.

<http://www.ase.com.jo/ar/>، النسب من إعداد الباحث

## 8. متغيرات الدراسة

تم اختيار المتغيرات الاقتصادية التالية المكونة للنموذج القياسي:

### 1.8: سعر السهم السوقي (Y)

تفترض النظرية الاقتصادية أن المحددات الرئيسية للطلب على أي سلعة أو خدمة تشتمل على سعر هذه السلعة، وأسعار السلع الأخرى والدخل وغيرها من العوامل. ولا يختلف الطلب على الأسهم عن هذا الإطار إذ يتأثر الطلب على الأسهم بأسعارها، وبأسعارها البدائل المتاحة عنها، وبالدخل أيضاً. ويعد سعر السهم من أهم المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة التي تؤثر في حجم التداول وتقيس مدى كفاءة السوق.

### 2.8: الأرباح الموزعة (P)

هي ذلك الجزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعه على المساهمين، سواء كان ذلك على شكل نقدي أو أسهم مجانية. وبذلك فإن الشركات تقرر عادة نسبة التوزيعات مقابل الإيرادات التي ترغب باحتجازها لاستخدامها في الاستثمار بالشركة. وتعد الأرباح الموزعة من العوامل المهمة في تحديد القيمة العادلة للسهم وبالتالي سعره السوقي.

### 3.8: العائد على السهم (R)

يستخدم هذا المؤشر لمعرفة نصيب السهم الواحد من صافي الأرباح.

العائد على السهم = صافي الربح (بعد استقطاع حقوق الأقلية والأرباح الاستثنائية) / متوسط عدد الأسهم الصادرة والمدفوعة.

### 4.8: حجم التداول (V)

يعبر هذا المؤشر عن إجمالي القيمة الاسمية للأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان المالي، ويكمن السبب في استخدام حجم التداول كمتغير في الدراسة، باعتباره مؤشراً هاماً يعكس حجم السيولة في سوق الأوراق المالية.

## 9. نموذج الدراسة

تعتمد الدراسة أساساً على صيغة معدلة من نموذج التكامل المشترك. وحيث أن متغيرات الدراسة غير مستقرة في صيغتها الحالية عند المستوى (level)، كما هو مبين أدناه، فإننا نستخدم صيغة الفرق الأول (first difference) على النحو التالي:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta P_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{3i} \Delta R_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{4i} \Delta V_{t-i} + u_1$$



$$\Delta P_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_{1i} \Delta P_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{3i} \Delta R_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{4i} \Delta V_{t-i} + u_2$$

$$\Delta R_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \Delta R_{t-i} + \sum_{i=0}^n \gamma_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \gamma_{3i} \Delta P_{t-i} + \sum_{i=0}^n \gamma_{4i} \Delta V_{t-i} + u_3$$

$$\Delta V_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^n \delta_{1i} \Delta V_{t-i} + \sum_{i=0}^n \delta_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \delta_{3i} \Delta P_{t-i} + \sum_{i=0}^n \delta_{4i} \Delta R_{t-i} + u_4$$

حيث:

$n$  درجة التأخر في الزمن lag (ليست بالضرورة متساوية لكل المتغيرات)  
 $P$  الأرباح الموزعة  
 $R$  عائد السهم  
 $u$  حد الخطأ  
 $V$  حجم التداول  
 $Y$  سعر السهم السوقي

أما الأحرف الإغريقية فجميعها مؤشرات مراد تقديرها parameters to be estimated

## 10. اختبارات النموذج

تم إجراء الاختبارات التالية:

### 1.10: اختبار جذر الوحدة

يتضح أنّ متغيرات النموذج لم تستقر على المستوى، حيث كانت القيمة المحسوبة (بالقيمة المطلقة) أقل من القيمة الجدولية (القيمة المطلقة)، وبالتالي سيتم إجراء الاختبار مرة أخرى بعد أخذ الفرق الأول. وتشير النتائج إلى أنّ متغيرات الدراسة ساكنة على الفرق الأول، حيث كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (بالقيمة المطلقة)، ويمكن إجراء اختبار التكامل المشترك نتيجة لتوفر الشرط الكافي وهو أن تكون جميع متغيرات الدراسة متكاملة من نفس الدرجة، لذلك هناك احتمالاً لوجود علاقة تكاملية في المدى الطويل بين متغيرات الدراسة.

### الجدول رقم (5)

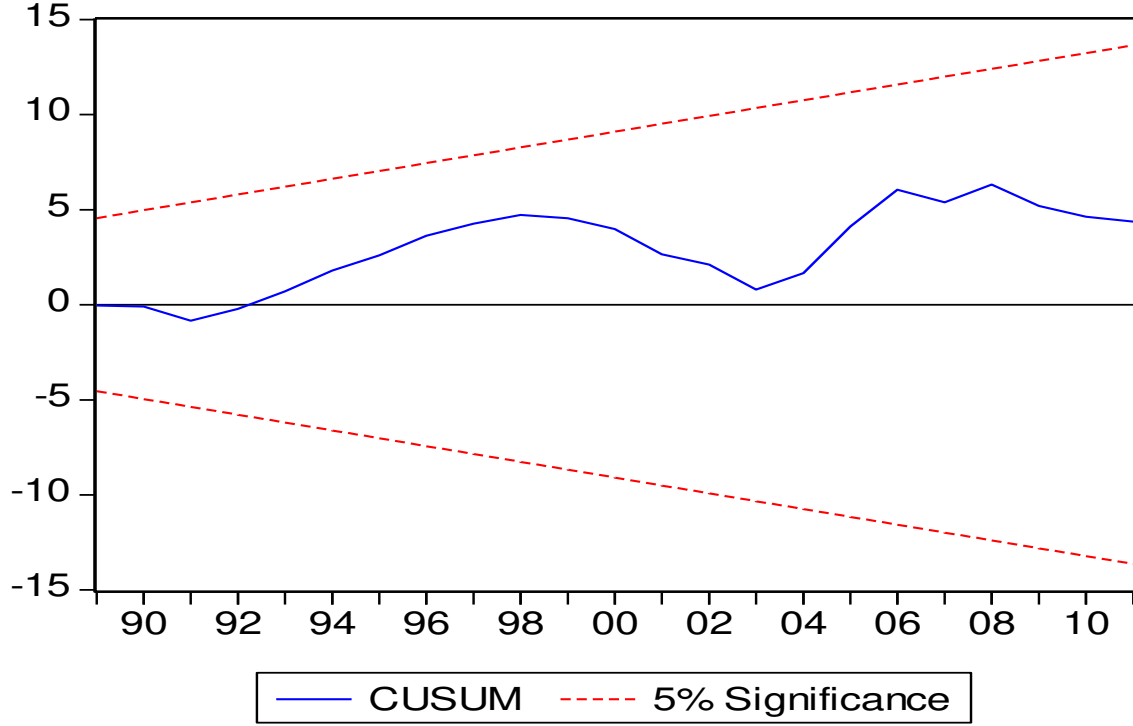
#### اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) للسكون

الفرق الأول 5%				المستوى 5%			
القرار	القيمة الحرجة	القيمة المحسوبة	المتغير	القرار	القيمة الحرجة	القيمة المحسوبة	المتغير
ساكنة	2.986225	5.239089	$R$	غير ساكنة	2.981038	2.333974	$R$
ساكنة	2.986225	3.635921	$P$	غير ساكنة	2.981038	0.518567	$P$

ساكنة	2.986225	4.486184	V	غير ساكنة	2.981038	1.042859	V
ساكنة	3.012363	3.355081	Y	غير ساكنة	3.012363	1.494185	Y

### 2.10: اختبار كوزوم للاستقرارية (Cusum Stability Test)

أظهر اختبار السكون أنّ المتغيرات ساكنة عند الفرق الأول، وتجنباً لوجود تغيراتٍ غير متوقعة على سلوك هذه المتغيرات، تم اللجوء لاختبار Cusum، ويتضح من الشكل أدناه أن معالم النموذج مستقرة ولا تعاني من تغيراتٍ هيكلية تؤدي لحدوث تغيراتٍ أو قفزاتٍ مفاجئة في النموذج القياسي، حيث أن منحنى البواقي يقع ما بين خطي فترات الثقة (خطي الانحراف المعياري) مما يثبت صحة استقراريه البيانات على مستوى معنوية 5%، وبالتالي سيتم إجراء الاختبارات الأخرى على كامل الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة دون الحاجة لتقسيمها لفترات زمنية جزئية.



### 3.10: اختبار فترات التباطؤ

تُظهر نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ كما في الجدول رقم (6)، أن الاختبارات جميعها اشارت إلى أنّ العدد الأمثل لفترات التباطؤ هي 4 فترات، ولأنّ أربع فتراتٍ تباطؤٍ تُعد كبيرةً بالنسبةً لسلاسلٍ زمنيةً سنويةً، لذلك نلجأ لاختبار استثناء فترات التباطؤ لتحديد العدد الأمثل لعدد فترات التباطؤ.

#### الجدول رقم (6)

#### نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	4.40e-05	1.321029	1.518507	1.370694
1	104.1443	5.59e-07	-3.073459	-2.086072	-2.825134
2	27.59156	3.63e-07	-3.652980	-1.875685	-3.205996
3	20.68573	2.82e-07	-4.330249	-1.763045	-3.684604
4	27.09322*	3.63e-08*	-7.454482*	-4.097369*	-6.610177*

### 4.10: اختبار الاستثناء على فترات التباطؤ

يُظهر اختبار استثناء فترات التباطؤ كما في الجدول رقم (7) أنه يمكن قبول استخدام فترة تباطؤٍ زمني واحدة، أو فترتين كما يتضح من خلال قيمة  $\chi^2$  لفترات تباطؤٍ مثلى على مستوى معنوية يقل عن 1%.

#### الجدول رقم (7)

##### اختبار استثناء فترات التباطؤ

	$Y$	$R$	$P$	$V$	$\chi^2$
Lag 1	25.59394 [ 3.82e-05]	14.35579 [ 0.006242]	49.51871 [ 4.55e-10]	48.20728 [ 8.54e-10]	96.82410 [ 1.36e-13]
Lag 2	6.727428 [ 0.151013]	8.079175 [ 0.088721]	6.177585 [ 0.186273]	9.385154 [ 0.052161]	27.14146 [ 0.039937]

#### 5.10: اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

يُظهر الجدول رقم (8) نتائج اختبار الأثر للتكامل المشترك (Trace Test) واختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue)، أنه عند اختبار النموذج عند  $r = 0$ ، أي بفرض عدم وجود متجه تكاملي مشترك ما بين متغيرات الدراسة، فإن قيمة اختبار الأثر (Trace Test) قد بلغت 61.3 مقارنة مع القيمة الحرجة التي بلغت 47.9 عند مستوى معنوية 5%، مما يتطلب عدم قبول الفرضية الصفرية التي تقول بعدم وجود علاقة تكاملية على المدى الطويل بين المتغيرات وقبول الفرضية البديلة التي تقول بوجود علاقة تكاملية وحيدة على المدى الطويل بين المتغيرات عند مستوى معنوية يبلغ 5%.

الأمر ذاته ينطبق على اختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue) إذ إن القيمة الكامنة العظمى عند  $r=0$ ، أكبر من القيمة الحرجة حيث كانت قيمتها 31.3 مقارنة مع القيمة الحرجة التي كانت قيمتها 27.6 وبذلك نستطيع القول أنه يوجد علاقة تكاملية توازنية وحيدة (متجه تكاملي وحيد) على المدى الطويل تجمع بين متغيرات النموذج القياسي المستخدم في النموذج.

#### الجدول رقم (8)

##### نتائج اختبار الأثر للتكامل المشترك (Trace Test) والقيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue)

اختبار الأثر للتكامل المشترك (Trace Test)				
Null hypo.	Alternative hypo.	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prop.
$r = 0$	$r = 1$	61.32539	47.85613	0.0017
$r \leq 1$	$r = 2$	29.98327	29.79707	0.0476
$r \leq 2$	$r = 3$	11.94373	15.49471	0.1597
$r \leq 3$	$r = 3$	0.425545	3.841466	0.5142
اختبار القيمة الكامنة العظمى (Maximal eigenvalue)				
Null Hypo.	Alternative hypo.	Max-EigenStatistic	0.10 Critical Value	Prop.
$r = 0$	$r = 1$	31.34213	27.58434	0.0156
$r \leq 1$	$r = 2$	18.03954	21.13162	0.1284
$r \leq 2$	$r = 3$	11.51818	14.26460	0.1301
$r \leq 3$	$r = 3$	0.425545	3.841466	0.5142

## 6.10: اختبار السببية

يُظهر اختبار السببية أنّ العلاقة ما بين متغيري عائد السهم ( $R$ ) وسعر السهم السوقي ( $Y$ ) علاقة سببية في اتجاه واحد من عائد السهم باتجاه سعر السهم السوقي ويؤثر فيه على مستوى يقل عن 5%، حيث كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية كما أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد أيضاً بين متغيري الأرباح الموزعة ( $P$ ) وسعر السهم السوقي وتسير من الأرباح الموزعة باتجاه سعر السهم السوقي، وأيضاً أظهر الاختبار وجود علاقة سببية تجري من سعر السهم باتجاه حجم التداول.

### الجدول رقم (9)

#### اختبار السببية

Null Hypothesis:	F-Statistic	Probability	Result
R does not Granger Cause Y	3.23629	0.04460	Accept causal relationship
Y does not Granger Cause R	1.83407	0.17841	Do not accept
P does not Granger Cause Y	2.60855	0.08087	Accept causal relationship
Y does not Granger Cause P	0.52593	0.71855	Do not accept
V does not Granger Cause Y	0.61158	0.66116	Do not accept
Y does not Granger Cause V	2.55055	0.08562	Accept causal relationship
P does not Granger Cause R	1.14265	0.37682	Do not accept
R does not Granger Cause P	4.43696	0.01593	Accept causal relationship
V does not Granger Cause R	1.69573	0.20674	Do not accept
R does not Granger Cause V	2.81150	0.06641	Do not accept
V does not Granger Cause P	1.12326	0.38487	Do not accept
P does not Granger Cause V	2.19006	0.12308	Do not accept

### 7.10: تحليل مكونات التباين

عند تحليل مكونات التباين لسعر السهم السوقي ( $Y$ ) كانت 100% من الخطأ بالتنبؤ في تباينه خلال الفترة الاولى يُعزى إلى المتغير نفسه، في حين كانت 76% من تنبؤ الخطأ في سعر السهم السوقي ( $Y$ ) يُعزى للمتغير نفسه في الفترة الثانية، وكانت التغيرات في عائد السهم ( $R$ ) والأرباح الموزعة ( $P$ ) وحجم التداول ( $V$ ) فسرت نحو 23.3% من تنبؤ الخطأ في سعر السهم السوقي ( $Y$ )، في حين فسرت التغيرات في عائد السهم ( $R$ ) نحو 20% من تنبؤ الخطأ في سعر السهم السوقي ( $Y$ ) ثم يليها التغيرات في حجم التداول ( $V$ ) حيث فسرت نحو 1.8% من تنبؤ الخطأ في سعر السهم السوقي ( $Y$ )، ثم التغيرات في الأرباح الموزعة ( $P$ ) حيث فسرت 1.5% فقط من التنبؤ في خطأ سعر السهم السوقي ( $Y$ ). ويلاحظ تزايد النسبة التي تُعزى للمتغير ( $P$ ) في تفسير التنبؤ في الخطأ ( $Y$ ) حيث بلغت في الفترة العاشرة نحو 51%، مما يبين الأهمية النسبية للأرباح الموزعة ( $P$ ) في تفسير ( $Y$ ) في المدى الطويل.

أما في المدى القصير الذي يمتد لفترتين فقد تبين نتائج تحليل مكونات التباين الأهمية النسبية لمتغير عائد السهم ( $R$ ) في تفسير ( $Y$ ) حيث فسرت نحو 20% من تنبؤ الخطأ في ( $Y$ ) ثم بعد ذلك استقرت النسبة عند نحو 18% حتى الفترة العاشرة. أما تأثير حجم التداول ( $V$ ) فقد كان محدودا في الفترتين القصيرة والطويلة.

### الجدول رقم (10)

#### اختبار مكونات التباين للنموذج

Variance Decomposition of $Y$ :				
Period	$Y$	$R$	$P$	$V$
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	76.52876	20.11332	1.529201	1.828722
3	61.81825	18.98530	11.53242	7.664038
4	53.67037	17.92878	19.14606	9.254793
5	44.83901	18.98043	28.47676	7.703790
6	37.35889	18.51343	37.34619	6.781489
7	32.54709	17.96453	42.97826	6.510112
8	28.98374	18.19361	46.26982	6.552830
9	26.47254	18.46540	48.76409	6.297964
10	24.83558	18.61436	50.65081	5.899245

وللتأكد من مصداقية النتائج تم إعادة ترتيب متغيرات النموذج وتم الحصول على النتائج التالية لاختبار مكونات التباين كما في الجدول رقم (11) حيث أظهرت النتائج عدم وجود تغييرات كبيرة في النتائج، فعند تبديل ترتيب المتغيرات اتضح أن متغير الأرباح الموزعة ( $P$ ) ما زال صاحب القدرة التفسيرية الأكبر لأخطاء التباين في التنبؤ، كما بقي ترتيب القدرة على التنبؤ للمتغيرات على حاله دون تغيير.

### الجدول رقم (11)

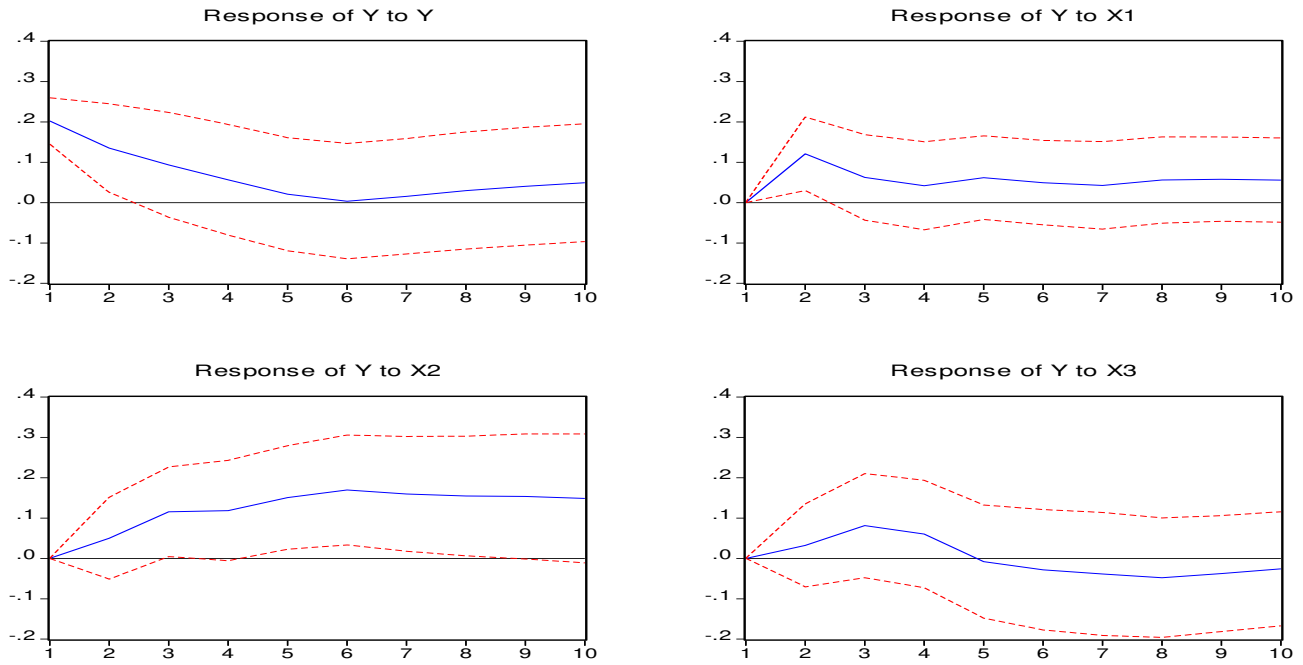
#### اختبار مكونات التباين بعد إعادة الترتيب

Variance Decomposition of $Y$ :				
Period	$Y$	$R$	$P$	$V$
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	76.52876	18.89848	3.236775	1.335986
3	61.81825	16.83480	14.41037	6.936577
4	53.67037	15.27559	22.54988	8.504159
5	44.83901	15.06633	32.99303	7.101626
6	37.35889	13.82171	42.48450	6.334899
7	32.54709	12.82700	48.44682	6.179088
8	28.98374	12.53040	52.13903	6.346831
9	26.47254	12.38877	54.96297	6.175720

### 8.10: دالة الاستجابة لردة الفعل

يتضح من الشكل (2) أن عائد السهم ( $R$ ) له تأثير ايجابي على سعر السهم السوقي ( $Y$ ) ويستمر هذا التأثير الايجابي للفترة العاشرة، أما الأرباح الموزعة ( $P$ ) كمتغير فان لها تأثيرا ايجابيا على سعر السهم السوقي ( $Y$ )، حيث أن أي تغير مفاجئ في الأرباح الموزعة ( $P$ ) مقداره انحراف معياري واحد يؤثر ايجابياً في سعر السهم السوقي ( $Y$ )، ويتضح هذا الأثر بشكل كبير بعد الفترة الرابعة ويمتد هذا الأثر لفترة طويلة، أما عن حجم التداول ( $V$ ) كمتغير فان تأثيره ايجابي على سعر السهم السوقي ( $Y$ ) للفترة الخامسة ثم بعد ذلك يصبح الأثر سالبا.

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



الشكل رقم (2)

دالة الاستجابة لردة الفعل

حيث	
الأرباح الموزعة	$P=X1$
عائد السهم	$R=X2$
حجم التداول	$V=X3$
سعر السهم السوقي	$Y$

### 11. النتائج

أظهرت الدراسة أن متغير سعر السهم السوقي له دور كبير بالتأثير على نشاط بورصة عمان وأن توزيع الأرباح يلعب دوراً أساسياً في زيادة نشاط بورصة عمان. أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة أن جميع متغيرات الدراسة لم تسكن على مستواها

بينما سكنت عند الفرق الأول. وأظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك أن متغيرات الدراسة متكاملة على المدى الطويل، كما أظهرت وجود متجه تكاملي وحيد يصف سلوك المتغيرات، كما تم قبول الفرضيات التي اعتمدها الدراسة على المدى الطويل، وبالتالي كان للمتغيرات المستخدمة في الدراسة أثرا إيجابيا على أسعار الأسهم. كما أظهرت نتائج اختبار السببية أن متغير عائد السهم يُسبب سعر السهم السوقي، أيضاً متغير الأرباح الموزعة يُسبب سعر السهم السوقي، في حين كانت هناك علاقة معاكسة من سعر السهم السوقي إلى حجم التداول.

بينت نتائج تحليل مكونات التباين أن متغير الأرباح الموزعة هو المتغير صاحب أكبر قدرة تفسيرية بلغت تقريبا 51% لأخطاء التباين من بين متغيرات الدراسة يليه متغير سعر السهم السوقي الذي يفسر نحو 25% من أخطاء تباينه، في حين يفسر متغير حجم عائد السهم نحو 19% من أخطاء التباين، ويأتي أخيرا متغير حجم التداول الذي يفسر فقط 6%، كما أظهرت النتائج أنه في حال حدوث صدمة في متغير عائد السهم فإنه يؤدي لحدوث صدمة في سعر السهم السوقي في الأردن يؤثر بشكل إيجابي، كذلك الأمر عند حدوث صدمة تؤثر على سلوك متغير الأرباح الموزعة فإنها سوف تؤثر بشكل إيجابي، في حين المتغير حجم التداول فان تأثيره على سعر السهم السوقي إيجابي للفترة الخامسة ثم بعد ذلك يصبح الأثر سلبيا.

#### المراجع العربية

- أبو الرب، أنور، والظاهر، مفيد. (2006)، أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، *مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات*، العدد الثامن.
- أبو حشيش، خليل. (2003)، دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية الأردنية الهاشمية: دراسة تطبيقية، *مجلة البصائر*، مجلد (7)، العدد (2)، ص 149: ص 196.
- أبو نصار، محمد. (2004)، دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على سياسات توزيعات الأرباح النقدية، *مجلة أبحاث اليرموك*، "سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، اريد.
- الزبيدي، حمزة (2001)، *الاستثمار في الأوراق المالية*، مؤسسة الوراق للنشر، الطبعة الأولى، عمان.
- الزعبي، بشير (2000)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال (1978-1998)، *دراسات: العلوم الإدارية*، المجلد (27)، العدد (2)، ص 321-330.
- شرطي، نسيمه عمران. (2011) *أثر السياسة النقدية على نشاط سوق عمان الأوراق المالية للفترة 1978-2009*، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الكرك.
- الظاهر، مفيد. (2011)، تفصيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، *مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات*، العدد الثالث والعشرون (2).
- الظاهر، مفيد. (2003) *سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي* (دراسة تطبيقية من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي)، *مجلة جامعة بيت لحم*، فلسطين العدد (22)، ص 16-28.
- عطية، عبدالقادر محمد. (2005)، *الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق*، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.



نور، عبد الناصر، والفضل، مؤيد. (2003)، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها  
بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية (دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية  
والأردنية)، *دراسات العلوم الإدارية*، مجلد (30)، العدد(1)، ص 183-197. الجامعة الأردنية، عمان.

سوق عمان المالي، نشرات إحصائية، أعداد مختلفة، متوافر عبر [www.ase.com](http://www.ase.com)

#### المراجع الأجنبية

- Arnott, R. & Clifford, A. (2003). Surprise! Higher Dividend = Higher Growth. *Financial Analysts Journal* . Vol. 59 .No.1, pp.70-78.
- Baker, K. G, & Theodore, E. (2001). Factors Influencing Dividend policy Decisions of Nasdaq firms. *Financial Review*, August, Vol.36, No. 3, pp.1-12.
- Ming-Shiun, Y. (2001). “Aggregate dividends behavior and permanent earnings hypothesis” *Financial Review*, February. Vol. 36, pp. 1-10.