اثر بعض المتغيرات الاقتصادية في عائد المحفظة الاستثمارية للسوق – دراسة في سوق التداول السعودي للمدة 2012- 2019

الباحث: أشتي عبد الستار عبد الغني المزوري الاستاذ الدكتور أحمد جاسم محمد

كلية الادارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية

جامعة البصرة[1]

المستخلص :

يهدف البحث الى معرفة اثر بعض المتغيرات الاقتصادية الرئيسة في عوائد المحفظة الاستثمارية للقطاعات الاقتصادية المدرجة في سوق التداول السعودي، وتم استخدام عدد من نماذج تحليل الانحدار المختلفة وتم اسقاطه على سوق عينة البحث المكونة من ثلاثة عشر قطاعاً وعلى ثلاثة متغيرات للبحث وهي اسعار النفط كمتغير مستقل، والمتغيرات الوسيطة مثلت بكل من (الناتج المحلي الاجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة، ومعدل التضخم)، اما المتغير المعتمد فعبرت عنه بعوائد محفظة السوق، وقد توصل البحث الى عدد من الاستنتاجات اهمها وجود علاقة غير مباشرة بين المتغير المستقل والمتغيرات الوسيطة ومع المتغير المعتمد، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو الناتج المحلي الاجمالي، كما بين نتائج البحث انه يمكن بناء عدد من النماذج التي تفسر وبنسبة عالية العلاقة بين متغيرات البحث، وقد اظهرت هذه النتائج ان هناك تفاوتاً بمستويات التأثير بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد محفظة قطاعات سوق التداول السعودي، وعليه يوصي البحث بضرورة التنويع في المحفظة الاستثمارية من خلال اختيار القطاعات الاقتصادية التي تتأثر بمستويات متفاوتة مع المتغيرات الاقتصادية الرئيسة وذلك لتحقيق نوع من التوازن بين عائد ومخاطرة محفظة السوق.

كلمات مفتاحية: محفظة استثمارية، عائد المحفظة، سوق التداول.

[1] بحث مستل من اطروحة الدكتوراه الموسومة(تقلبات اسعار النفط العالمية واثرها في بناء المحفظة الاستثمارية دراسة تحليل عينة من اسواق الاوراق المالية للمدة 2012-2019)

The effect of some economic variables on the return on the investment portfolio of the market - a study in the Saudi trading market for the period 2012-2019

Researcher Ashti Abdulsattar Abdulghani **Prof.Dr. Ahmed Jassem Mohammad**

Administration & Economics College , Department of Banking & Finance

University of Basrah

Abstract :

The research aims to know the impact of some of the main economic variables on the returns of the investment portfolio of the economic sectors listed in the Saudi trading market. The intermediate variables were represented by (Gross Domestic Product, money supply, interest rate, and inflation rate), while the dependent variable was expressed by the returns of the market portfolio. This relationship is based on only one intermediate variable, which is the gross domestic product, and the results of the research show that a number of models can be built that explain in a high percentage the relationship between the research variables. Accordingly, the research recommends the need to diversify the investment portfolio by choosing economic sectors that are affected at varying levels with economic variables In order to achieve a kind of balance between the return and risk of the market portfolio.

Key words: Investment portfolio, portfolio return, trading market.

المقدمة :

تشكل الموارد المالية النفطية اهمية كبيرة في الاقتصاد السعودي، فهي تعتمد على عائدات النفط كمصدر رئيس لتمويل برامجها التنموية، وان حدوثاً في تقلب اسعار النفط العالمية سيشكل تغيراً في النظام الاقتصادي والمالي للدولة، وقد يؤثر ذلك على معظم المتغيرات الاقتصادية وعلى عوائد النشاط الاستثماري في القطاعات الاقتصادية، وهذا ما اهتمت به الدراسات النظرية وتفسيره في ادبيات حقول الادارة المالية.

وفي ظل هذا الاهتمام فقد اشارت العديد من الدراسات في مجال الفكر المالي انه في ظل التقلبات المستمرة لأسعار النفط، فأنه ينبغي على المتعاملين في اسواق المال من المستثمرين بالسعي الى تعظيم عائداتهم من خلال بناء محافظ استثمارية قائمة على اساس التنويع، وذلك لتحقيق معدلات عوائد عالية مع مستويات مقبولة من المخاطر.

مشكلة البحث

يمكن بلورة مشكلة البحث بالتساؤل الآتي:

هل يمكن ان يكون لجميع المتغيرات الاقتصادية تأثير بالمستوى نفسه في عوائد جميع قطاعات محفظة سوق التداول السعودي؟

اهمية البحث

تكمن اهمية موضوع البحث من اهمية القطاع النفطي الذي يلعب دوراً كبيراً وفعالاً في الاقتصاد السعودي، ومن هذا المنطلق تتلخص اهمية البحث في تسليط الضوء على انعكاسات تقلبات اسعار النفط مع بقية المتغيرات الاقتصادية الرئيسة في التأثير بعوائد القطاعات الاقتصادية لمحفظة سوق التداول السعودي.

فرضية البحث

ينطلق البحث من فرضية مفادها انه توجد علاقة تأثير بالمستوى نفسه بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد محفظة جميع القطاعات الاقتصادية لسوق التداول السعودي.

هدف البحث

يمكن تلخيص اهداف البحث بالآتي:

1. ابراز العلاقة التي تربط بين عوائد مختلف القطاعات الاقتصادية لسوق التداول السعودي وبعض المتغيرات الاقتصادية الرئيسة.
2. بناء أنموذج قياسي لاختبار طبيعة واتجاه العلاقة بين تقلبات اسعار النفط والمتغيرات الاقتصادية الاخرى مع عائد محفظة سوق التداول السعودي.

حدود البحث

تمثلت حدود البحث بما يلي:

1. الحدود المكانية: تم اجراء البحث على القطاعات الاقتصادية المدرجة في سوق التداول السعودي، وتم الاعتماد على ثلاثة عشر قطاعاً وهي التي توفرت بياناتها خلال مدة البحث.
2. الحدود الزمانية: تم استخدام البيانات النسبية الفصلية لمتغيرات البحث بواقع 32 مشاهدة خلال المدة 2012-2019.

مصادر بيانات البحث

تم الاعتماد على البيانات المتوافرة على المواقع الالكترونية للبنك الدولي والبنك المركزي السعودي، وسوق التداول السعودي.

منهجية البحث

بناءً على طبيعة الاشكالية المطروحة وبغية الوصول الى الاهداف المرجوة من البحث، سيتم استخدام المنهج التحليلي للبحث وهو المعتمد في الدراسات الاقتصادية والمالية، ومن ثم استخدام المنهج الكمي لتحليل العلاقة بين متغيرات البحث.

هيكلية البحث

تم تقسيم البحث الى محورين تضمن الاول تأطير نظري لمتغيرات البحث، والثاني عن الجانب التحليلي القياسي للبحث، وعرضاً فيما بعد عن اهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث مع عدد من المقترحات.

اولا: الاطار النظري للبحث

1-علاقة المتغيرات الاقتصادية بعوائد المحفظة الاستثمارية

تتحكم حركة عوائد المحافظ الاستثمارية في الاقتصاديات النفطية بالعديد من العوامل والمحددات، نتيجة اعتماد اقتصاد هذه الدول على العوائد النفطية بنسبة عالية، وان تكرار عدم استقرارية اسعار النفط في الاسواق العالمية قد تترك من ورائها انعكاسات متباينة على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي، وقد تكون نتائجها تارة بالإيجاب وتارة اخرى بالسلب واحياناً تجمع الاثنين معاً لتؤثر في جميع نشاطات القطاعات الاقتصادية في الدولة (Ito,2008,3-9)، ومن ثم فإنها تمارس تأثيراً في النشاطات الاقتصادية العامة عبر العديد من قنوات متغيرات الاقتصاد الكلي والاساسية منها تتمثل (بالناتج المحلي الاجمالي، سعر الفائدة، معدل التضخم، عرض النقد، وسعر الصرف)، (Aziza, et.al,2019,2-14)لذلك فقد اشار عدد من الدراسات الى ان اسعار الاوراق المالية التي تتضمنها المحفظة وبخاصة الاسهم قد تتحرك وبشكل متناسق ومنتظم مع حركة النشاط الاقتصادي وبفواصل زمنية محددة، ويرى العديد من الاقتصاديين والماليين ان استقرار الاسواق المالية وتأدية مهامها على النحو الافضل يتوقف على استقرار الناتج المحلي الاجمالي (الخطيب، 2010، 90)، لأن هذه الاخيرة تتأثر بجميع النشاطات الاقتصادية للدولة، ومن ثم فإن لها تأثير مباشر في عوائد مكونات المحافظ الاستثمارية، وقد تكون بعلاقة موجبة وسالبة، او بعلاقة مختلطة بين الاثنين (Rentschler,2013,2).

وفي اطار دور العلاقة بين معدل الفائدة وعوائد اسهم المحفظة، حيث ان المستثمر يأخذ بعين الاعتبار مستوى الفائدة التي تتسم بنسبة قليلة من المخاطرة، وفي ضوء هذا السعر يكون الاستثمار في الاسهم مبررا فقط عندما يكون

سعر السهم يحقق عائداً متوقعاً اعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، الى ذلك فقد اشارت بعض الدراسات الى ان سعر السهم المتداول في البورصة يتحدد على وفق الأرباح المتوقعة للشركة، فضلاً عن معدل سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائد المطلوب، فيرتفع سعر السهم اذا انخفض سعر الفائدة، وينخفض سعر السهم وعائده اذا زاد سعر الفائدة، اي ان العلاقة بين اسعار الاسهم واسعار الفائدة علاقة عكسية (Maysami,et.al, 2004, 48-61).

وعن تأثير سعر الصرف على عوائد المحفظة ففي الاقتصادات المتقدمة قد لا تظهر بقوة لأنها تصديرية اكثر مما ان تكون مستوردة، اما في الدول النامية ومنها الاقتصادات العربية فإن تأثير سعر الصرف يكون من خلال تأثيره في التدفقات النقدية للمشروعات المستوردة، وان استبدال العملة الوطنية بالعملة المحلية في اوقات ضعف العملة المحلية يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم، وقد يدفع ذلك ايضاً الى انخفاض قيمة العملة الوطنية بالأفراد الى التخلص من احتياطاتهم منها واستبدالها بأدوات اخرى منها الاسهم، وهذا ما يؤدي بدوره الى زيادة الطلب على الاسهم وارتفاع اسعارها ويظهر ذلك واضحاً على عوائد المحفظة الاستثمارية (الخطيب، 2010، 88-89)، واذا كان الحديث عن علاقة التضخم بعوائد المحفظة فإنه عند ارتفاع معدلات التضخم، ستنخفض القوة الشرائية للنقود، ومن ثم تنخفض القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية للاستثمارات، وفي هذه الحالة يقوم المستثمرون بمحاولات بيع اسهم محافظهم، وهذا ما سيؤدي الى انخفاض اسعار هذه الاسهم، وسيتحقق للمستثمرين عوائد رأسمالية سالبة (Benakovice & Posedel,2010,7)، كما إن زيادة معدلات التضخم تكتمل علاقتها بعرض النقد وتأثيرها مع عوائد المحافظ، الى ذلك فقد اوضحت العديد من الدراسات ان زيادة التضخم تؤدي الى زيادة العرض النقدي، ويمكن لذلك ان تترك اثاراً ايجابية في اسعار الاسهم بحيث يفوق التأثير السلبي، وان عرض النقد يرتبط بعلاقة طردية مع اسعار الاسهم وهو ما توصل اليه (Friedman)، والعكس يصبح صحيحاً اذا ما اتضح ان لزيادة عرض النقد اثراً سلبياً في عوائد المحفظة، بحيث يفوق الاثر الايجابي في النشاط الاقتصادي ومن ثم في اسعار اسهم المحفظة الاستثمارية، وهذا ما توصل اليه الاقتصادي (Mustafa, et.al, 2013, 148-156).

عموماً فإن جميع انواع متغيرات الاقتصاد الكلي المذكورة أنفا، تتأثر بتقلبات اسعار النفط ولاسيما في الاقتصاديات النفطية، وتنعكس آثارها ايضاً في أداء اسواقها المالية، وفي عوائد محافظها الاستثمارية، وتتفاوت نسب التأثير فيهما من متغير اقتصادي الى آخر.

2- مؤشر السوق المالي أداة لبناء المحفظة الاستثمارية في ظل التقلبات الاقتصادية

يوصف المؤشر العام للسوق بأنه عبارة عن محفظة مكونة من عدد من الاسهم ويتوقع ان تكون لها خصائص مشابهه لمجتمعها، او انها تكون ممثلة لمجموعة محددة من الشركات او القطاعات، ويفترض ان يتعقب المؤشر اداء تلك الشركات او القطاعات (المنصور، 2018، 46)، الى ذلك ذهب كل من (Clare & Thomas) في تعريفهما لمؤشر السوق المالي، انه يمثل رقماً قياسياً يقيس مستوى اسعار الاسهم في السوق المالي، ليعكس ذلك مباشرة على اسعار التعامل

سواء بالزيادة أم بالنقصان، وبالاستناد الى عينة من اسهم الشركات التي يتم التداول فيها، عندئذٍ غالباً ما يتم اختيار العينة بشكل يتيح للمؤشر ان يعكس السوق المالي المراد قياسه (Clare & Thomas, 2015,4).

وقد تباينت وجهات النظر الباحثين حول تبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الاسهم، إذ تعتمد وجهة النظر الاولى على النموذج التقليدي لتحديد سعر السهم، بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية، فكلما ارتفعت توقعات الارباح ترتفع اسعار الاسهم، ويحدث العكس في حالة الانخفاض (الشكرجي وتاج الدين، 2008، 75-76)، كما واثبتت العديد من الدراسات التطبيقية، أنه بإمكان المؤشرات المالية ان تسهم في التعرف على عوامل متغيرات الاقتصاد الكلي، ويؤثر تلك في عناصر المحفظة الاستثمارية، وهذا ما اشرنا اليه مسبقاً، ومنه فقد يتمكن المحلل المالي من معرفة طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات والتي قد تطرأ على المؤشرات (التحليل الاساسي)، وهذا ما يمكنه من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه وضع حالة السوق في المستقبل (ياره، 2016، 62)، وذلك لان اجراء هذه التحليلات الفنية والتاريخية للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، واذا ما توصل المحلل المالي الى معرفة هذا النمط فيمكنه عندئذٍ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الاسعار في السوق المالي (المعهد العربي للتخطيط، 2004، 7).

يلخص مما سبق ان مؤشرات الاسواق المالية فضلاً عن كونها اداة مهمة لمعرفة الاداء الاقتصادي في الدولة او للتنبؤ بما سيكون الوضع عليه في المستقبل، فإنها تستخدم أيضاً من قبل اطراف عديدة من المستثمرين والافراد وغيرهم من يتعامل في اسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات انها تعطي فكرة سريعة للعوائد المتولدة عن المحفظة الاستثمارية للمستثمرين، والحكم على مستوى اداء المديرين المحترفين القائمين على ادارة محافظ الاستثمار في المؤسسات المتخصصة بعمليات الاستثمار.

ثانيا: الجانب التحليلي لمتغيرات البحث

1-توصيف المتغيرات المستخدمة في نماذج البحث

قُسّم قياس جانب البحث الى عدة نماذج، تناول الاول قياس معدلات التغير في اسعار النفط مع متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسة، وكُرّس الثاني لدراسة علاقة تلك المتغيرات مع معدل عائد محفظة السوق، ومن ثم بيان آثارها في مكونات عوائد محفظة السوق عينة البحث ممثلة بقطاعاتها الاقتصادية كل على حدة، ولغرض توضيح هيكل النموذج القياسي المستخدم للبحث، فانه تم تحديد المتغيرات التي يتضمنها النموذج، والتي سيتم ايضاحها ازاء كل متغير من خلال ما يلي:

أ- **المتغير المستقل**: ورمز له بـ (X) وعبر عنه بمعدلات اسعار النفط العالمية، وتم الاعتماد على السعر المعدل العالمي لأسعار النفط الثلاثة الرئيسة في العالم.

ب- **المتغيرات الوسيطة**: وشملت اربعة متغيرات وكما يلي:

1- الناتج المحلي الاجمالي: رمز له بـ (Z_1) معبراً عنه بالنشاط الاقتصادي الإجمالي، وبالأسعار الجارية.

2- عرض النقد: رمز له بـ (Z_2) وتضمن ذلك بالمفهوم الضيق (M_1) معتمدة على بيانات تم استخراجها من خلال قسمة عرض النقد على الناتج المحلي الاجمالي.

3- سعر الفائدة: رمز له بـ(Z_3) وتم الاعتماد على اسعار الفائدة لأذونات الخزينة.

4- معدل التضخم: رمز له بـ(Z_4) معبراً عنه بالتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

ولم يدخل متغير سعر الصرف في الدراسة لأنها ثابتة طيلة مدة البحث.

ت- **المتغير التابع**: رمز له بـ(Y) وتم تحديد هذا المتغير من خلال المؤشر العام للسوق المالي ممثلة بعائد محفظة السوق والموحدة لجميع نماذج البحث، اما مؤشرات قطاعات هذه الاسواق فأخذت الرموز التالية على التوالي ($Y_1, Y_2, Y_3, Y_4, \ldots, N$).

وبعد تحديد المتغيرات المستقلة والوسيطة والتابعة المذكورة أنفا، فيمكن صياغة العلاقة الدالية لمتغيرات الأنموذج والتي تأخذ الشكل الآتي:

$$Y_t = \alpha_0 + \beta_1 Z_{1t} + \beta_2 Z_{2t} + \beta_3 Z_{3t} + \beta_4 Z_{4t} + \varepsilon_{0t} \ldots\ldots\ldots$$

حيث ان:

$$Z_{it} = \alpha_i + Y_i X_t + \varepsilon_{it}\,; where\ t = 1,2 \ldots, N\ ; i = 1,2, \ldots,5 \ldots\ldots$$

حيث ان:

Y: المتغير المعتمد، يمثل محفظة السوق.

X: المتغير المستقل، يمثل اسعار النفط.

Z_i: المتغير الوسيط i، وهو يمثل كلاً من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد وسعر الفائدة ومعدل التضخم على التوالي.

β_i: معامل الانحدار لتأثير المتغير الوسيط Z_i في المتغير المعتمد Y.

γ_i : معامل الانحدار لتأثير المتغير المستقل X في المتغير الوسيط Z_i.

ε_0: وكذلك ε_i تمثل اخطاء عشوائية تتبع التوزيع الطبيعي.

N: حجم العينة وهي تساوي 32 مشاهدة للبحث.

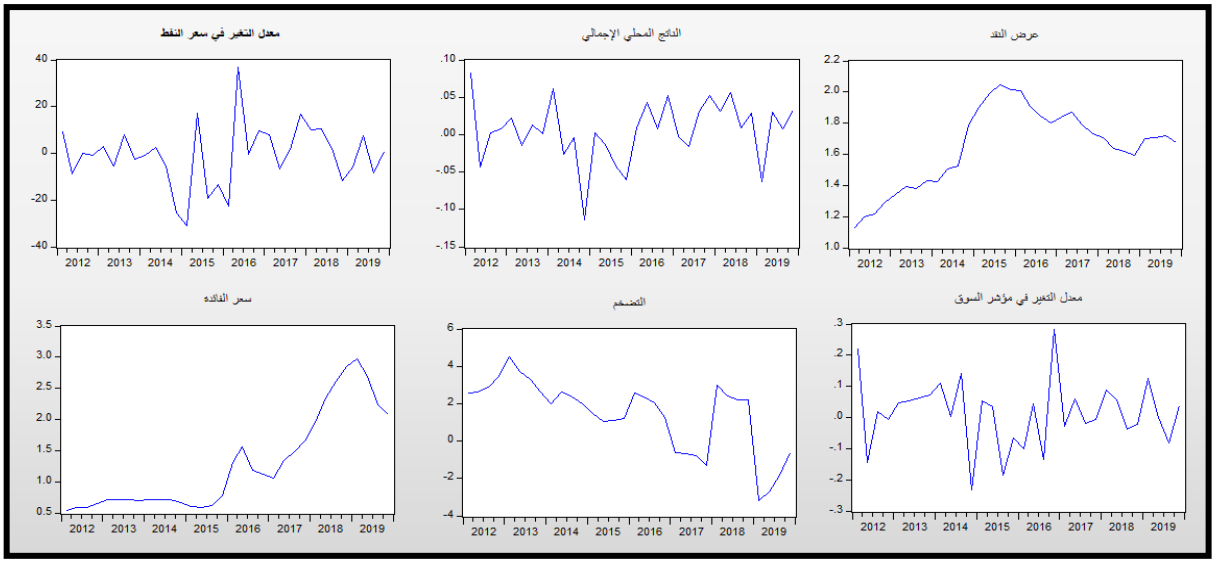
وان النموذج الرياضي لهاتين المعادلتين المذكورتين أنفا تعبر عن اسعار النفط ومحفظة السوق، وهو نموذج خطي، بمعنى ان العلاقة بين المتغيرات هي علاقة خطية، وتعد المتغيرات الوسيطة متغيرات مستقلة في المعادلة الاولى، ومتغيرات معتمدة في المعادلة الثانية.

2-اختبارات سكون السلاسل الزمنية للبحث

يعرض الشكل (1) رسم السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث، ويظهر بوضوح ان حركة المتغيرات خلال مدة البحث واجهت تقلبات حادة، مما يجعل احتمالية معاناتها من وجود اتجاه زمني، الامر الذي يتطلب إجراء اختبارات السكون للوصول إلى بيانات صالحة لتطبيق نماذج تحليل السلاسل الزمنية.

الشكل (1)

الاشكال البيانية لمتغيرات الدراسة للبيانات الفصلية للمدة (2012-2019)



الشكل من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

وبهدف اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ينبغي أولاً تحديد الأنموذج الاكثر ملاءمة، ليتم تطبيقه من خلال الانموذج القياسي من خلال استخدام اختبارين هما اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، واختبار فيلبس بيرون (PP)، لذا سيتم اجراء الاختبارات كافة والخاصة بالأنموذج والتي تندرج من ضمنها في الفقرة الاولى هي تحديد فترة الابطاء المثلى للأنموذج مستندين الى اهم معيار وهو (Schwartz information criterion-SC)، لتحقيق افضل تقدير للأنموذج، ويأتي الغرض الرئيس من هذا الاجراء لتمهيد اختبار (ADF) و(PP)، والجدول (1)، يوضح نتائج التطبيق.

جدول (1)

نتائج اختبارفترة الإبطاء لنماذج متغيرات البحث

ت	المتغيرات	فترة الابطاء
.1	X	0
.2	Z_1	1
.3	Z_2	1
.4	Z_3	2
.5	Z_4	1
.6	Y	0

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ من نتائج الجدول (1) استقرار السلاسل الزمنية لجميع متغيرات البحث، وإنها متكاملة من الدرجة نفسها وهي الدرجة الاولى (1) والدرجة الثانية (2)، عدا متغير معدلات سعر النفط، ومحفظة السوق فانهما متكاملين من الدرجة صفر (0).

وبالإمكان تحديد وتفسير النتائج الخاصة باختبار (ADF) و(PP) من خلال استعمال القيمة الاحتمالية (Prob)، والتي يمكن من خلالها التعرف على المعنوية لتحديد القبول او الرفض للفرضيتين (العدم - البديلة) بدون الحاجة الى الجداول الاحصائية، فاذا كانت قيمة (Prob) اقل من(5%) فذلك يشير الى ان القيمة المحتسبة للاختبار اكبر من القيمة الجدولية, اي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة اي استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج ويحدث العكس في حال كانت قيمة (Prob) اكثر من (5%)، ويمكن تحديد ذلك من خلال بيانات الجدول (2).

جدول (2)

نتائج اختبار (ADF) و(PP) لمتغيرات البحث

ت	متغيرات البحث	نتائج اختبار ADF		نتائج اختبار PP		النتيجة
		المستوى	الفروق الأولى	المستوى	الفروق الأولى	
.1	X	0.0000	-	0.0000	-	I(0)
.2	Z_1	0.0000	-	0.0000	-	I(0)
.3	Z_2	0.3055	0.0017	0.2427	0.0011	I(1)
.4	Z_3	0.5861	0.0057	0.9640	0.0070	I(1)
.5	Z_4	0.0868	0.0000	0.1748	0.0001	I(1)
.6	Y	0.0000	-	0.0000	-	I(0)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Eviews-10.

يلخص الجدول (2) نتائج اختبار متغيرات البحث في حالتها الافتراضية (عند المستوى) على وفق اختباري (ADF) و(PP)، بوجود حد ثابت واتجاه زمني عند مستوى معنوية (5% - 1%)، دفعت النتائج باتجاه قبول فرضية العدم، اذ لم تتحقق صفة السكون عند المستوى، وان القيمة المحسوبة لإحصاءات اقل من القيمة الجدولية للمتغيرات في كلا الاختبارين، هذا ما يدفعنا الى اخذ الفرق الأول للسلاسل المدروسة بهدف تفادي مشكلة الانحدار الزائف، وقد تحقق الغرض بعد ان أظهرت النتائج تفوق القيمة المحسوبة لإحصاء t على نظيرتها الجدولية، فاصبح بالإمكان رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي يتحقق فيها سكون البيانات عند درجة تكامل (1) I.

وبحسب اختبار (ADF) طول فترة الابطاء المناسبة والتي استندت إلى معيار (Schwartz information criterion-SC)، بحد اقصى لفترة الابطاء وعلى وفق النتائج التي تم الحصول عليها في الجدول (2)، ومع اختبار (PP) الذي استخدم طريقة (Bartlett kernel) كطريقة للتحليل الطيفي واستخدام طريقة تحديد عرض الحزمة (Newey-West

automatic)، تبين أن جميع السلاسل الزمنية مستقرة لمتغيرات البحث طوال مدة البحث باستثناء ثلاثة من المتغيرات الوسيطة إذ بلغت اكثر من (5%)، وهي لكل من (عرض النقد، سعر الفائدة، ومعدل التضخم).

3- قياس وتحليل العلاقة بين متغيرات البحث

من المعروف أن النموذج الذي يربط المتغير المعتمد بالمتغيرات الوسيطة، ومع النموذج الذي يربط المتغير المستقل بالمتغيرات الوسيطة مرة اخرى فهو نموذج انحدار خطي، وهذا يعني أن هناك علاقة خطية بين المتغير المعتمد والمتغيرات المستقلة، ولأن الهدف الرئيس للبحث هو دراسة تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد، فسيتم ذلك من خلال دراسة هذا التأثير من عدة جوانب وكما موضح في الفقرات الآتية:

أ- **العلاقة المباشرة بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد:** وهذا يعني أن المتغير المستقل يؤثر بشكل مباشر من دون أية متغيرات وسيطة، أي انحدار خطي بسيط، وهذا الانحدار هو انحدار Y على X وفيما يأتي مقدرات المربعات الصغرى لمعلمات هذه المعادلة:

$$Y_t = \delta_0 + \delta_1 X_{1t} + \omega_t \ldots\ldots$$

هذه المعادلة هي التي تعرف بمعادلة انحدار (Y) على (X)، والجدول (3) يشير الى نتائج مقدرات المربعات الصغرى لمعلمات المعادلة.

جدول (3)

تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (Y على X)

ت	المتغير المستقل	Coefficient	t-Statistic	Prob.
.1	الثابت	0.016673	0.959812	0.3448
.2	X	0.003513	2.688088	0.0116

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير نتائج الجدول (3) إلى عدم معنوية معلمة المقطع (الثابت) في حين أن معلمة الانحدار هي معنوية، لذا سيتم فقط تقدير معلمة الانحدار في الجدول (4) وباستبعاد المقطع الحد (الثابت) وكما يلي:

جدول (4)

تقدير معلمات نموذج الانحدار لمتغير (X)

المتغير المستقل	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
X	0.003442	2.641114	0.0128	16.9%	16.9%

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يتبين من نتائج الجدول (4)، معنوية معلمة الانحدار عند مستوى معنوية 0.05 وأن المتغير المستقل يفسر حوالي نسبة 17% فقط من المتغير المعتمد، هذا يعني ان القوة التفسيرية للنموذج ضعيفة لكنها موجبة، وبما ان المتغير المستهدف هو المتغير المعتمد فنسبة التأثيرات للمتغيرات المستقلة في المتغيرات المعتمدة كلما تكون عالية تكون افضل،

وبما ان القوة التفسيرية للنموذج المقدر R^2 ، هي فقط حوالي (17%) وهذه النسبة منخفضة لذا سيتم اللجوء الى نماذج اخرى مثل نماذج العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة بغية الحصول على نسبة افضل.

ب- **العلاقة المبنية على متغيرات وسيطة:** اي ان هناك علاقة انحدار خطي بسيط بين المتغير المستقل وكل متغير من المتغيرات الوسيطة، ومعادلة انحدار خطي متعدد تربط بين المتغيرات الوسيطة والمتغير المعتمد، والجدول (5) يمثل تقدير النموذج الخاص بكل متغير وسيط بالنسبة للمتغير المستقل:

جدول (5)

تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات (Z و Y)

ت	المتغير الوسيط (المعتمد)		Coefficient	t-Statistic	Prob.
.1	Z_1	الثابت	0.007103	1.181999	0.2465
		Z_1	0.001724	3.813233	0.0006
.2	Z_2	الثابت	0.014499	1.294749	0.2056
		Z_2	-0.002918	-3.492633	0.0016
.3	Z_3	الثابت	0.050618	1.327983	0.1945
		Z_3	0.000786	0.276498	0.7841
.4	Z_4	الثابت	-0.098516	-0.375977	0.7097
		Z_4	0.003788	0.193804	0.8477

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يلاحظ من نتائج الجدول (5) معنوية الثوابت في جميع المعادلات، لذا سيتم اللجوء الى استبعاد هذه الثوابت، لأنه لا يمكن الاستفادة منها في التحليل في حالة عدم معنوية معاملات الانحدار، وفي الجدول (6) سيتم تقدير المعلمات بعد استبعاد جميع الثوابت وكما يأتي:

جدول (6)

تقدير معلمات نموذج الانحدار بين متغيرات (Z و Y) بعد استبعاد الثوابت

ت	المتغير المعتمد	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
.1	Z_1	0.001694	3.728262	0.0008	29.5%	29.5%
.2	Z_2	-0.003004	-3.567858	0.0012	25.5%	25.5%
.3	Z_3	0.000484	0.168610	0.8672	-	-
.4	Z_4	0.004377	0.227906	0.8213	-	-

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير نتائج الجدول (6) معنوية تأثير معدلات اسعار النفط في كل من الناتج المحلي الاجمالي وعرض النقد، والتي بلغت بنسبة (29.5%)، و(25.5%) على التوالي، في حين ان التأثيرات كانت غير معنوية لبقية المتغيرات الوسيطة وهي كل من (سعر الفائدة، معدل التضخم)، ومن خلال نتائج الجدول (6) يمكن التأكد منها عبر ما سيعرض في الجدول (7)، للوصول الى مدى معنوية تأثير المتغيرات الوسيطة الاربعة في المتغير المعتمد، الى ذلك سيتم اختيار المتغيرات باستخدام طريقة الاختيار الأمامي.

جدول (7)

تقدير معلمات نموذج الانحدار بطريقة الاختيار الامامي بين متغيرات (Z و Y)

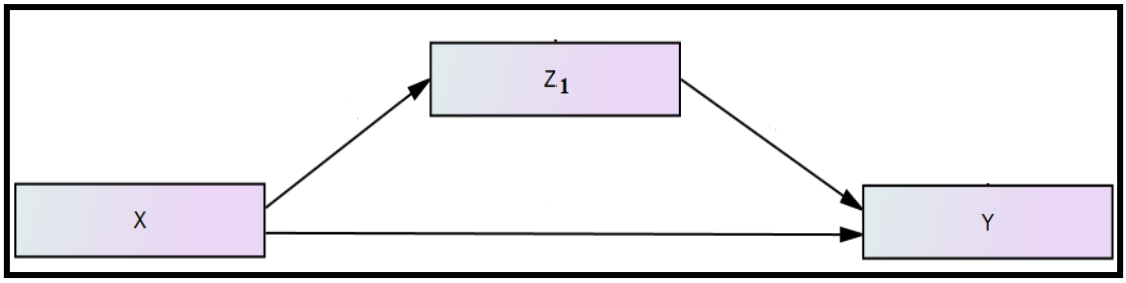
Adjusted R^2	R^2	Prob.	t-Statistic	Coefficient	المتغير المستقل
34.8%	37%	0.0004	3.980370	1.598352	Z_1
		0.0350	-2.212014	-0.024123	Z_4

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير نتائج الجدول (7) إلى أن هناك درجة معنوية لمتغيرين فقط من اربعة متغيرات وسيطة وهي كل من الناتج المحلي الاجمالي (Z_1) ومعدل التضخم (Z_4)، وتبين ان متغير عرض النقد (Z_2) على الرغم من تأثره بالمتغير المستقل (X) الا انه لا يؤثر في المتغير المعتمد (Y) لذا تم استبعاده من التحليل، كما تم استبعاد متغير معدل التضخم (Z_4) ايضاً من التحليل لكونه ايضاً يؤثر في المتغير المعتمد ولكن لا يتأثر بالمتغير المستقل، وهنا ستتم دراسة تأثير معدل التغير في سعر النفط (X) على الناتج المحلي الاجمالي (Z_1)، ومن ثم بيان تأثير الناتج المحلي الاجمالي (Z_1) في معدل عائد محفظة السوق (Y) فقط، وبناءً عليه ستتم دراسة مقدار تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد عن طريق المتغير الوسيط مستخدمين لذلك تحليل المسار (Path Analysis)، والشكل (2) يوضح مخطط هذه العملية:

شكل (2)

مخطط يوضح تحليل المسار لأثر (X على Y) بواسطة (Z_1)



المخطط من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج مخرجات الجداول السابقة.

وتظهر نتائج تحليل المسار في الجدول (8)، فيما يتعلق بالتأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة وكذلك معامل التحديد بين متغيرات الدراسة:

جدول (8)

التأثيرات الكلية المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات البحث

ت	التأثيرات	Coefficient	R^2
.1	التأثيرات الكلية	0.441	19.4%
.2	التأثيرات المباشرة	0.168	2.8%
.3	التأثيرات غير المباشرة	0.273	16.6%

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Amos-26.

يتضح من نتائج مخرجات برنامج (Amos-26) أن التأثير المباشر لمعدلات اسعار النفط (X) يفسر فقط حوالي (2.8%) من معدل عائد محفظة السوق (Y)، في حين ظهر التأثير غير المباشر من خلال متغير الناتج المحلي الاجمالي (Z_1) يفسر حوالي(16.6%) ومجموع ما يفسره المتغير المستقل هو(19.4%) وهي القيمة نفسها التي حصلنا عليها في انحدار (Y في X)، واختلاف قيم معامل التحديد سببه المعادلة المستخدمة في البرنامج لإيجاد معامل التحديد (كما مر سابقاً)، وكذلك يتضح من تحليل المسار أن تأثير (X في Y) وهو بالفعل تأثير بشكل غير مباشر وأن المتغير (Z_1) وهو متغير وسيط بين المتغيرين (المستقل والمعتمد)، وأن الذي جعل تأثير المتغير (X) معنوياً في انحدار (Y في X) وهو شدة ارتباط (X) مع (Z_2) إذ بلغ معامل الارتباط بينهما حوالي (0.57)، وهو الذي يفسر عدم ظهور المتغير كمتغير معنوي حين إضافته مع (Z_1) في النموذج نفسه.

وعن محاولة استخدام تحليل الانحدار غير الخطي من خلال نماذجه الثلاثة بغية الحصول على نتائج تعطي اكثر تفسيراً لمتغيرات البحث، سيتم التحليل الاتي:

أ- **انحدار متعدد حدود:** بمعنى ان تقلبات اسعار النفط ستؤثر في معدلات عوائد محفظة السوق بسلوك غير خطي، وقد يكون من الدرجة الأولى أو الثانية أو الثالثة أو درجة أعلى، الى ذلك تم استخدام طريقة الاختيار الأمامي لاختيار الدرجة المناسبة، وقد أظهرت النتائج عدم معنوية جميع الدرجات فوق الواحد.

ب- **الانحدار اللوغاريتمي:** في هذا النموذج ستتم دراسة ثلاث حالات مختلفة لمتغيرات الدراسة من المتغير المستقل والمعتمد، وان الجدول (9)، يلخص نتائج هذه الحالات من خلال ما تم الحصول عليه.

جدول (9)

نتائج نموذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاثة بين متغيرات البحث

ت	المتغير المعتمد	المتغير المستقل	المعلمات	Coefficient	t-Statistic	Prob.
.1	Log(Y)	Log(X)	α	-3.398918	-5.341132	0.0000
			β	0.565336	3.079406	0.0044
.2	Log(Y)	X	α	-1.445556	-14.61020	0.0000
			β	0.023530	3.160635	0.0036
.3	Y	Log(X)	α	-0.256277	-2.265458	0.0309
			β	0.078947	2.419064	0.0218

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

تظهر نتائج معلمات الجدول (9)، في الحالة الاولى والثانية والثالثة انها معنوية لجميع النماذج المستخدمة للعلاقة بين معدلات اسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، والجدول (10) يحاول ايجاد معامل التحديد لمعرفة أيهما الأفضل وكما يأتي:

جدول (10)

معاملات التحديد لنماذج الانحدار اللوغاريتمي للحالات الثلاثة

ت	المتغير المعتمد	المتغير المستقل	R^2	Adjusted R^2
.1	Log(Y)	Log(X)	24%	21.5%
.2	Log(Y)	X	25%	22.5%
.3	Y	Log(X)	16.3%	13.5%

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

يلاحظ أن قيمة معامل التحديد للنموذج الثاني البالغ بنسبة (25%) هي الأفضل من بقية النماذج، لذا يمكن القول أن النموذج اللوغاريتمي الملائم هو نموذج انحدار Log(Y) على X بمعامل تحديد مصحح قدره (22.5%).

ت- **الانحدار الجيبي:** في هذا النموذج ايضا ستتم دراسة ثلاثة حالات ولكن بأشكال مختلفة، والجدول (11) يلخص هذه الحالات من خلال الحالات التي تم الحصول عليها.

جدول (11)

نتائج نموذج الانحدار الجيبي للحالات الثلاث بين متغيرات البحث

ت	المتغير المعتمد	المتغير المستقل	المعلمات	Coefficient	t-Statistic	Prob.
.1	Sin(Y)	Sin(X)	α	0.014468	0.760625	0.4528
			β	0.021006	0.759018	0.4538
.2	Sin(Y)	X	α	0.016575	0.960567	0.3444
			β	0.003490	2.687779	0.0116
.3	Y	Sin(X)	α	0.014551	0.759837	0.4533
			β	0.021112	0.757726	0.4545

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

إذ يلاحظ انه عند استبعاد معلمات الثوابت من الحالات الثلاث في الجدول (11) فإن النتائج بقيت غير ملائمة للنموذجين الاول والثالث، في حين هي ملائمة بالنسبة للنموذج الثاني، فيمكن بناء نموذج جيبي مناسب بين معدلات اسعار النفط مع معدلات عوائد محفظة السوق بالاستناد الى النموذج الثاني Sin(Y) على X وكما يلي:

جدول (12)

نتائج الانحدار الجيبي للنموذج الثاني بين متغيرات البحث

النموذج	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2	Adjusted R^2
الثاني	**0.003419**	**2.640700**	**0.0128**	**16.9%**	**16.9%**

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

وهنا يمكن القول بأنه توجد علاقة جيبية بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد، ونموذج الانحدار الجيبي المناسب هو انحدار Sin(Y) على X بمعامل تحديد ومعامل تحديد مصحح قدره (16.9%).

عموماً يخلص من استنتاج التحليل السابق انه يتأثر كل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد بتقلبات أسعار النفط، وان هناك علاقة مباشرة ضعيفة وغير مباشرة أكثر قوة بين معدلات أسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهو الناتج المحلي الإجمالي، الى ذلك وضحت النتائج انه لا يمكن بناء نموذج انحدار متعدد الحدود بين معدلات اسعار النفط ومعدلات عوائد محفظة السوق، وبالإمكان بناء نموذج انحدار لوغاريتمي بين معدلات التغير في سعر النفط ومعدل التغير في عوائد محفظة السوق، وتم التوصل الى ان النموذج الأكثر ملاءمة هو نموذج انحدار Log(Y) على X بمعامل تحديد مصحح قدره (22.5%)، وكذلك يمكن بناء نموذج انحدار يربط بين معدلات التغير في سعر النفط مع التحليل الجيبي والذي يفسر قرابة (17%) من التغيرات الحاصلة في معدل عائد محفظة السوق.

آثارتقلبات اسعارالنفط في عوائد محفظة القطاعات الاقتصادية

النماذج التي بينت مستوى تأثير معدلات اسعار النفط في معدلات عوائد محفظة السوق المالي، هي تلك النماذج المعنوية التي تم الحصول عليها كما هي موضحة في الجدول (13)، وكما يلي:

جدول (13)

ترشيح النموذج الأكثر ملاءمة بين متغيرات البحث

ت	النموذج	Adjusted R^2 %
.1	النموذج الخطي البسيط	16.9
.2	النموذج اللوغاريتمي Log(Y) على Log(X)	21.5
.3	النموذج اللوغاريتمي Log(Y) على X	22.5
.4	النموذج اللوغاريتمي Y على Log(X)	13.5
.5	النموذج الجيبي Sin(Y) على X	16.9

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج النماذج السابقة.

من خلال عرض النماذج في الجدول (13) تتم ملاحظة تفوق النموذج اللوغاريتمي Log(Y) على X على بقية النماذج والتي بلغت معامل التحديد المصحح بنسبة (22.5%)، ولكن النموذج الخطي البسيط لا يبتعد كثيراً عنه والتي قدرت بنسبة (16.9%)، لذا سيتم استخدام النموذج الخطي البسيط بدلاً عنه، وذلك لبساطته مقارنة مع النموذج اللوغاريتمي في حالة كون المتغير المعتمد لوغاريتماً، وان صيغته الرياضية هي:

$$Y_t = \beta_1 X_t + \varepsilon_t$$

بناءً على اختيار النموذج الخطي البسيط فسيتم تطبيقه على القطاعات الاقتصادية للسوق والجدول (14) يعرض اسماء تلك القطاعات الداخلة في عينة البحث والبالغة ثلاثة عشر قطاعاً، ومع توصيف كل قطاع برمز معين وذلك لسهولة احتسابه في العمليات التحليلية.

جدول (14)

القطاعات الاقتصادية لسوق التداول السعودي

ت	القطاعات	الرمز
.1	الطاقة	Y_1
.2	المواد الأساسية	Y_2
.3	السلع الرأسمالية	Y_3
.4	الخدمات الاستهلاكية	Y_4
.5	الإعلام	Y_5
.6	تجزئة السلع الكمالية	Y_6
.7	تجزئة الأغذية	Y_7
.8	البنوك	Y_8
.9	الاستثماروالتمويل	Y_9
.10	التأمين	Y_{10}
.11	الاتصالات	Y_{11}
.12	المر افق العامة	Y_{12}
.13	إدارة وتطوير العقارات	Y_{13}

الجدول من إعداد الباحثين.

والان بعد ترشيح النموذج الاكثر ملاءمة، فسيتم تطبيقه على جميع القطاعات الاقتصادية لعينة البحث، سيتم بيان مدى تأثر عوائد محافظها بتقلبات اسعار النفط العالمية خلال مدة البحث وكما يلي:

جدول (15)

تأثيرتقلبات اسعارالنفط على عوائد محفظة قطاعات عينة البحث

ت	رمزالقطاع	Coefficient	t-Statistic	Prob.	R^2 %	Adjusted R^2 %
.1	Y_1	0.003167	2.254298	0.0314	14.01	14.01
.2	Y_2	0.006182	2.637398	0.0129	17.46	17.46
.3	Y_3	0.001144	2.257565	0.0312	11.37	11.37
.4	Y_4	0.008421	2.052263	0.0487	11.80	11.80
.5	Y_5	-0.002086	-0.131729	0.8960	00.00	00.00
.6	Y_6	0.8185	0.231460	0.8185	00.00	00.00
.7	Y_7	0.008067	2.204637	0.0350	10.33	10.33
.8	Y_8	0.002348	2.489214	0.0184	15.90	15.90
.9	Y_9	0.006948	2.278552	0.0297	14.25	14.25
.10	Y_{10}	0.002933	2.523792	0.0169	14.98	14.98
.11	Y_{11}	0.009368	2.057334	0.0481	11.77	11.77
.12	Y_{12}	0.007669	0.580922	0.5655	00.00	00.00
.13	Y_{13}	0.005020	2.347779	0.0254	14.77	14.77

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات البحث ومخرجات برنامج Eviews-10.

تشير المخرجات المتضمنة في الجدول (15) ان القيم الاحتمالية جاءت بمستويات مختلفة، فهناك ما بلغت عن الاقل من (5%) وهذا ما يؤيد برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، بينما هناك ثلاثة قطاعات كانت القيم الاحتمالية عند المستويات المعنوية اي اكبر من (5%)، وهي كل من قطاع (المرافق العامة، تجزئة السلع الكمالية، والإعلام)، وان معاملات التحديد المصحح فيهم بلغت بنسب ضعيفة او منعدمة، اي انه لا تأثير لتقلبات اسعار النفط في عوائد محفظة القطاعات المذكورة أنفا، في حين هناك قطاعات اقتصادية اخرى بلغت معاملات التحديد المصحح بنسب مختلفة، وجاءت بأعلى نسبة لقطاع المواد الاساسية إذ قدرت بنسبة (17.46%)، وفسرت اقل معامل تحديد مصحح تقريبا عند قطاع الإعلام، الى ذلك يلخص الجدول (16) تسلسل تحليل القطاعات حسب تأثرها بالمتغير المستقل وكما يلي:

جدول (16)

تسلسل القطاعات الاقتصادية حسب تأثرها بتقلبات أسعار النفط

ت	القطاعات	Adjusted R^2 %
.1	المواد الأساسية	17.46
.2	البنوك	15.90
.3	التأمين	14.98
.4	إدارة وتطوير العقارات	14.77
.5	الاستثماروالتمويل	14.25
.6	الطاقة	14.01
.7	الخدمات الاستهلاكية	11.80
.8	الاتصالات	11.77
.9	السلع الرأسمالية	11.37
.10	تجزئة الأغذية	10.33
.11	المر افق العامة	00.00
.12	تجزئة السلع الكمالية	00.00
.13	الإعلام	00.00

الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الجداول السابقة.

وبعد اجراءات تحليل القوة التفسيرية للنموذج الخطي البسيط على مختلف القطاعات الاقتصادية، تبين ان هناك تفاوتاً بمستويات التأثير بين عوائد محفظة القطاعات من حيث علاقتها بتقلبات اسعار النفط العالمية، ويشير ذلك الى أنه ليست جميع القطاعات تتأثر بالمستوى نفسه بتقلبات اسعار النفط العالمية، وهذا ما يساعد المستثمرين عند تشكيلهم للمحفظة الاستثمارية لسوق التداول السعودي، باختيارهم للقطاعات التي تحقق معدلات عالية من العوائد مع مستويات مقبولة من المخاطرة اي انها قائمة على اساس التنويع.

وعلى وفق ما سبق نقف على نفي فرضية البحث، أي انه توجد علاقة تأثير قوية وبمستويات مختلفة بين المتغيرات الاقتصادية ومع مختلف عوائد قطاعات محفظة سوق التداول السعودي.

الاستنتاجات

1. تبين أن جميع السلاسل الزمنية مستقرة لمتغيرات البحث طوال مدة البحث باستثناء ثلاثة من المتغيرات الوسيطة إذ بلغت اكثر من (5%)، وهي لكل من (عرض النقد، سعر الفائدة، ومعدل التضخم).
2. اتضح انه من بين مجموع اربعة متغيرات وسيطة توجد علاقة التأثر لكل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقد مع المتغير المستقل تقلبات أسعار النفط، وان هناك علاقة مباشرة ضعيفة وغير مباشرة أكثر قوة بين معدلات أسعار النفط والمتغير المعتمد وهي معدلات عوائد محفظة السوق، وهذه العلاقة مبنية على متغير وسيط واحد فقط وهي الناتج المحلي الإجمالي.
3. بالإمكان بناء نموذج انحدار لوغاريتمي بين معدلات التغير في سعر النفط ومعدل التغير في عوائد محفظة السوق، وتم التوصل الى ان النموذج الأكثر ملاءمة هو نموذج انحدار Log(Y) على X بمعامل تحديد مصحح قدره (22.5%)، وكذلك يمكن بناء نموذج انحدار يربط بين معدلات التغير في سعر النفط مع التحليل الجيبي والذي يفسر ما يقارب (17%) من التغيرات الحاصلة في معدل عائد محفظة السوق.
4. وجود تفاوت بمستويات التأثير بين عوائد محفظة القطاعات من حيث علاقتها بتقلبات اسعار النفط العالمية، واشارت نتائج البحث من مجموع ثلاثة عشر قطاعا إلى إنه ليست جميع القطاعات تتأثر بالمستوى نفسه بتقلبات اسعار النفط العالمية، وهناك قطاعات عديمة التأثير خلال مدة البحث مثل قطاع (المرافق العامة، تجزئة السلع الكمالية، والإعلام).

المقترحات

1. ضرورة فهم طبيعة علاقة التأثير بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد محافظ الاستثمار ولاسيما في الاقتصادات النفطية، لأن ذلك سيساعد المستثمرين للحد من المخاطر العالية.
2. بإمكان المستثمرين في سوق التداول السعودي التنويع بمحافظهم الاستثمارية من حيث اختيارهم للقطاعات الاقتصادية التي تتأثر بمستويات متفاوتة مع المتغيرات الاقتصادية، لتحقيق اعلى عائد ممكن مع اقل درجة ممكنة من مستويات المخاطرة.
3. ضرورة الاخذ بنتائج هذا البحث ولما تقدمه من صورة عن مدى تأثر عوائد قطاعات محفظة سوق التداول السعودي بالمتغيرات الاقتصادية الرئيسة.
4. الاهتمام بمحاضرات تثقيفية مالية تسلط الضوء على كيفية بناء المحافظ الاستثمارية ولاسيما في الاقتصادات الريعية التي تتأثر عوائد اسهم اسواقها المالية بمتغيرات السعر النفطي.

المراجع

اولاً: باللغة العربية

الكتب

1. الخطيب، محمد محمود، (2010)، **"الاداء المالي و أثره على عوائد اسهم الشركات المساهمة"**، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.

أ. **الدوريات**

1. الشكرجي، بشار ذنون محمد، وتاج الدين، ميادة صلاح الدين، (2008)، **"علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية – دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"**، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89، جامعة الموصل، العراق.

ب. **الرسائل والاطاريح الجامعية**

1. المنصور، هبة الله مصطفى السيد علي، (2018)، **"جدوى التنويع الدولي في ظل الازمة المالية – دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية"**، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق.

2. ياره، سمير عبد الصاحب، (2016)، **"اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى- انموذج مقترح دراسة تطبيقية"**، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق.

ت. **النشرات الرسمية**

1. المعهد العربي للتخطيط، (2004)، **"تحليل الاسواق المالية"**، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، الكويت، السنة 3، العدد 27.

ث. **التقارير الرسمية**

1. البنك المركزي السعودي, الإحصاءات السنوية، اعداد مختلفة،www.sama.gov.sa.

2. سوق التداول السعودي، www.saudiexchange.sa.

ثانياً: باللغة الاجنبية

A- Journals

1. Maysami, Ramin, Cooper; & Howe, Lee, Chuin; & Hamza Mohamed, Atkin; (2004), **"Relationship between Macroeconomic variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore All-S Sector Indices",** Journal Pengurusan, Vol. (24).
2. Mustafa, K.; & Ahmed, R.; & Siddiqui, A., (2013), **"Money Supply and Equity Price Movements in Pakistan",** European Journal of Business and Management, Vol. (5), No. (5).

B- Researches

1. Aziza,S.; & Cihan,T.; & Symbat,N.; & Almaz,A., (2019)**,"The effects of changes in oil prices on the Russian economy",** Revista: espacios, Vol. (40) ,No. (14).
2. Benakovic, Dubravca; & Posedel, Petra; (2010), **"Do Macro Economic Factors Matter for Stock Returns? Evidence from Estimating a Multifactor Model on the Croatian Market",** University of Zagreb, Faculty of Economics, Working Paper, No. (10-12).
3. Clare,A.; & Thomas, S.; (2015), **"Financial Market Indices: Facilitating Innovation - Monitoring Markets",** Centre For Asset Management Research, Cass Business School, London.
4. Ito,Katsuya, (2008), **"Oil price and macro economy in Russia",** Economics Bulletin, Vol. (17), No. (17).www.ideas.repec.org.
5. Rentschler ,Jun E. , 2013, **"Oil price ν olatility , Economic growth and the hedging role of renewable energy",** The world bank, Sustainable development network ,Office of the chief economist.

C- **Annual Reports**

1. World Bank, Various Issues ,Data on web site: (http://publication.worldbank.org./WDI/indicators).