

أثر العوامل الداخلية والخارجية على أداء القطاع العقاري دراسة تطبيقية على السوق العقاري في دول الخليج د. سحر مهران

أستاذ مساعد بكلية التجارة - جامعة عين عين شمس

ملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير العوامل الداخلية لشركات القطاع العقاري والمتمثلة في (السيولة - الرافعة المالية - التشغيل الخ) والعوامل الخارجية والمتمثلة في (معدل النمو السكاني - التضخم - أسعار الفائدة الخ) على مؤشرات أداء شركات القطاع العقاري المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي (السعودية - الكويت - البحرين - الامارات - قطر عمان) خلال فترة الدراسة والممتدة من 2003 - 2018م، وقد تم جمع بيانات الدراسة من خلال التقارير المالية وكذلك حركة أسعار الأسهم للشركات محل الدراسة المنشورة على مواقع التداول لهذه الدول، وقد تم تحليل هذه البيانات باستخدام الإنحدار المتعدد ومن خلال البرنامج الإحصائي SPSS، وقد خلص هذا البحث إلى وجود أثر معنوي ذو دلالة إحصائية للعوامل الداخلية والخارجية على مؤشرات أداء شركات القطاع العقاري، وتباينت درجة تأثير تلك المتغيرات على الأسواق محل الدراسة، حيث تبين معنوية تأثير المتغيرات الداخلية في بعض الأسواق أكثر من تأثير المتغيرات الخارجية في حين ظهر العكس في البعض الآخر. كما اختلفت درجة تأثير تلك العوامل فيما بين الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية.

الكلمات المفتاحية: القطاع العقاري - الأزمات العالمية - المتغيرات الداخلية بالشركات - سيولة - ورافعة مالية - الحجم - متغيرات الإقتصاد الكلي - تضخم - سعر فائدة - معدلات التوظيف - متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي

The effects of the internal and external factors on the performance of the real estate sector : Empirical Study in Gulf countries

The Abstract

The objective of this research is to study the effects of the internal factors of the real estate sector represented in (Liquidity, finance leverage and operatingetc.) as well as the external factors represented in (population growth rate, inflation and rates of interestetc.) on the performance of the real estate companies which are inserted in the stock markets of the Gulf countries (Saudi Arabia – Kuwait – Bahrain – Emirates – Qatar and Oman) within the period of the study which extended from 2003 to 2018. The data of the study has been collected through the financial reports of the real estate companies which were allowed on the websites to these countries. The analysis of these data has been handled through the statistical program (by using SPSS program).

The results showed that there are significant effects of internal and external variables on the performance of the real estate sector in the financial markets in the Gulf countries .The degree of effect for those factors varied among the markets which included in this study. The internal factors have been shown more effects than the external in some markets while the opposite is appeared in other. Also the degree of effect for those factors were varied between periods prior, during and after the global crisis.

Key words :Real estate sector - global crisis - internal variables in companies - liquidity - leverage - size - macroeconomic variables - inflation - interest rate - employment rates - average per capita GDP

المقدمة:

يمثل العقار أهميه للمجتمع من منطلق حاجة الناس للسكنى كما يعتبر القطاع العقاري ركيزة من ركائز التنمية في كل دولة وذلك لدوره في دفع عجلة النمو، فهو يساعد على خلق فرص العمل، إضافة إلى أنه يتيح لأصحاب الشركات والأعمال والمواطنين فرص استثمارية جديدة . ويتم الاستثمار العقاري إما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (مبان، أراض) وإما بشكل غير مباشر عندما يقوم بشراء سهم أو سند عقاري صادر من شركات القطاع العقاري أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية، ويحوز الاستثمار العقاري اهتماماً كبيراً من قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي أو في السوق الأجنبي. وقد تأسست بنوك عقارية مختصة في منح القروض العقارية ، كما إنشئت صناديق استثمار عقارية.

وعلى مستوى دول الخليج تشير الدراسات إلى أن القطاع العقاري يساهم في الناتج المحلي الإجمالي لها، فعلى سبيل المثال يسهم القطاع العقاري في الناتج المحلي الإجمالي للبحرين بنسبة 13.3% لعام 2014م، أما في السعودية فقد بلغت نسبة إسهامه 7.2% من إجمالي الناتج المحلي عام 2014م. كما يرتبط القطاع العقاري بأكثر من 92 صناعة ونشاطا، فهو مرتبط بمرحلة قبل الإنشاءات مثل المكاتب الهندسية وشركات التسويق والتطوير العقاري، ومنها ما هو مرتبط بمرحلة الإنشاءات مثل صناعة مواد البناء والإسمنت والحديد وشركات المقاولات، أيضاً يرتبط بمرحلة ما بعد الإنشاء مثل شركات الصيانة وغيرها من الصناعات المكملة لهذا القطاع. كما أنه مرتبط بعدة قطاعات أخرى كالقطاع التجاري والخدمي وغيرهما . وللقطاع العقاري تأثير إيجابي على اقتصاديات الدول لذا فإن انتعاش القطاع العقاري يعني زيادة في

نشاط هذه الصناعات والأنشطة بالتبعية وهو ما يؤكد بأن القطاع العقاري يعتبر قاطرة في أي اقتصاد.(1)

كما يساهم القطاع العقاري في خلق وتوليد فرص العمل وقد بلغ حجم القوى العاملة في القطاع العقاري في سلطنة عمان مع نهاية عام 2014م مانسبته 24% من إجمالي القوى العاملة في السلطنة، ويعتبر القطاع العقاري خامس أكبر مشغل للقوى العاملة في السلطنة من بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، ورابع أكبر قطاع من حيث عدد القوى العاملة الوطنية.(2)

أما في البحرين فقد شكلت القوى العاملة في القطاع العقاري مانسبته 34.7% من إجمالي القوى العاملة في البحرين لعام 2011م. كذلك في الإمارات في عام 2013م فقد كانت نسبة العاملين في قطاع التشييد والبناء والعقارات 44.7% من إجمالي حجم القوى العاملة . وعلى المستوى الدولي في 2011 بلغ عدد الوظائف التي استطاع ان يخلقها القطاع العقاري في الاتحاد الأوروبي 4 ملايين وظيفة مباشرة وهو اكثر من الوظائف التي استحدثتها قطاعات اخرى مثل الاتصالات والبنوك والنقل في نفس العام (يوسف 2011).

ونظرا لأن للقطاع العقاري أهمية فإن هذا البحث سيتناول دراسة العوامل الداخلية والخارجية المؤثر على أداء هذا القطاع الحيوي.

ويشتمل البحث على الأقسام التالية : مشكلة البحث ، الدراسات السابقة ، أهداف وفرضيات البحث ، منهجية البحث ، ثم إختبار الفروض وتحليل النتائج ، وأخيرا مناقشة نتائج البحث والتوصيات.

- (1) إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية (2010)، تقرير حول القطاع العقاري قاطرة النمو الاقتصادي في المملكة: مجلس الغرف السعودية.
- (2) (مؤتمر عمان العقاري 2015).

خلفية المشكلة:

بالرغم من الأهمية التي يمثلها سوق العقارات في النشاط الإقتصادي لدول الخليج كما سبق توضيحه في المقدمة، ومساهمة في الناتج المحلي الإجمالي وتوفير فرص عمل ودوره الإيجابي في تنشيط صناعات إقتصادية أخرى بالتبعية إلا أنه تعرض لمجموعة من العوامل التي أثرت سلباً على نتائج تلك القطاع بداية من تأثير الأزمة المالية العالمية وما صاحبها من تقليل موارد الإقراض والتمويل، وتزامن ذلك مع كثرة العرض وقلة الطلب، علاوة على تراجع معدلات التوظيف وترحيل العديد من العمالة الآسيوية إلى بلادهم، هذه العوامل مجتمعة ساهمت في انخفاض أسعار الإيجارات في دول الخليج حيث أظهر تقرير مؤشرات التنمية لمجلس التعاون لدول الخليج (2016)¹ هبوط الإيجارات بنسبة 11% في البحرين لكثرة المعروض، وفي سلطنة عمان بنسبة 10% بسبب انخفاض نسبة المغتربين الوافدين للسلطنة، فيما تراجعت بنسبة تقارب 4% في قطر، وأيضاً انخفضت في دبي وأبو ظبي بنسبة تتراوح بين 2 و4%، والسعودية بنسبة 3%، في المقابل سجلت الأسعار في الكويت استقراراً ملحوظاً بفضل نشاط السوق الكويتية:

كما خسرت أسواق الأسهم أكثر من 70% من قيمتها، بالإضافة إلى توقف بعض المشروعات الإسكانية الكبرى. وانتقلت تأثيرات تراجع قطاع العقارات إلى معظم الشركات في بالورصة على سبيل المثال تراجع مؤشر القطاع العقاري في دبي بنسبة 21.24% في 2018، مقارنة بمستواه بنهاية 2017.⁽²⁾

وقد حاولت إقتصاديات دول الخليج التعافى من تلك الإزمة إلا أنها شهدت انخفاض أسعار النفط في 2014 والذي أمتد لفترة ما بعد الأزمة وما صاحبه من وانخفاض الإنفاق الحكومي ومن ثم بدأت الدورة الموجبة بالتقلص وتحوّلت إلى دورة سالبة أثرت بالطبع سلبيا على مؤشرات أداء السوق العقاري بدول الخليج. (3)

- (1) مؤشرات التنمية لمجلس التعاون لدول الخليج العربية عدد خاص بمناسبة الدورة (37) لانعقاد المجلس على مجلس التعاون لدول الخليج العربية ديسمبر 2016م
- (2) مصرف الإمارات المتحدة المركزي التقرير السنوي 2017 .
- (3) مؤشرات التنمية لمجلس التعاون لدول الخليج العربية ديسمبر 2018.

ومن هذا المنطلق جاءت أهمية هذا البحث وهي دراسة العوامل الداخلية والخارجية المؤثر على أداء هذا القطاع مما قد يساهم في مساعده القائمين على إدارة هذا القطاع ،وكذلك المستثمرين على اتخاذ القرارات الاقتصادية المهمة كالشراء والبيع وتحديد الجدوى من الاستثمار فيه .
العوامل المؤثرة على أداء القطاع العقاري في ضوء نتائج الدراسات السابقة:-
أولا العوامل الخارجية :

تناولت العديد من الدراسات العوامل الإقتصادية الخارجية المؤثرة على أسعار سوق العقارات منها دراسة Burinskiene (2011) والتي تهدف إلى تحليل العوامل التي تؤثر على أسعار سوق العقارات في ليتوانيا في 2000-2009. حيث توصلت تلك الدراسة إلى أن التغيير في الناتج المحلي الإجمالي ، معدل التضخم ، حجم القروض الممنوحة لعملاء البنوك ، متوسط سعر الفائدة على القروض هي من أهم العوامل الإقتصادية المؤثرة على أسعار سوق العقارات . علاوة على ذلك كان عوامل جودة البيئة فيما يتعلق بالصحة والسلامة ،كذلك عوامل تتعلق بجاذبية منطقة ،وسط المدينة والقيم الجمالية للمنطقة ،عدد الشقق المبنية من العوامل التي أظهرت تأثير معنوي على أسعار سوق العقارات .

كذلك توصل Olatunji (2017) وآخرون أن سياسة الاقتصاد الكلي يمكن أن تؤثر سلباً أسعار سوق العقارات ومن ثم العائد على الإستثمار العقاري ، لذلك كانت من توصيات تلك الدراسة أهمية فهم صانعي السياسات الآثار المستقبلية لها. ويتفق مع تلك النتائج ما توصلت إليه دراسة أخرى Huy وآخرون (2020) حيث تناولوا ما تعرضت له فيتنام وسوقها المالي وسوق الأوراق المالية أثناء الأزمة الاقتصادية العالمية 2007-2011 والتضخم الذي أعقب الانخفاض الأخير ما بعد الأزمة 2014-2017 ، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن عوامل الاقتصاد الكلي مثل: مؤشر أسعار المستهلك (CPI) ومعدل التضخم ، والنتاج المحلي الإجمالي في فيتنام وكذلك سعر الصرف وسعر الفائدة الخالي من المخاطر، كل هذه العوامل كان له تأثير سلبي على أداء القطاع العقاري خلال الفترة من نهاية حتى 2007 - 2017 وخاصة تأثيرها على سعر سهم.

وفيما يلي نتناول كل عامل من تلك العوامل الخارجية ومدى تأثيرها على أداء القطاع العقاري في ضوء نتائج الدراسات السابقة

1-التضخم

تناولت دراسة Lessard & Modigliani (1975) العلاقة بين التضخم و سوق العقارات في الولايات المتحدة ، وقد خلصت تلك الدراسة إلى أن زيادة في معدلات التضخم يصحبها زيادة وتأرجح في أسعار الفائدة. وعلى الرغم من تأثير التضخم على الاقتصاد بأكمله إلا أن التأثير الأكبر قد وقع على العقارات حيث ظهر ارتفاع تكاليف الإنتاج مما أدى إلى إنخفاض واضح في كل من أنشطة البناء و حجم مبيعات الأسهم العقارية الموجودة. بالإضافة إلى الشعور المتنامي بأن المسكن الملائم لم يعد في متناول عدد كبير من الأسر.

على الجانب الآخر هناك رأى آخر يرى أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى زيادة الجاذبية في الاستثمار في الأصول الحقيقية، ومن بينها الأصول العقارية، وهذا يعني زيادة في الطلب على العقارات وبالتالي ارتفاع أسعارها.ومن أصحاب هذا الرأى

Wurtzebach وآخرون (1991) والذين توصلوا إلى أن الإستثمار العقاري يوفر تحوطاً للتضخم ولكنه يفرق بين أنواع العقارات حيث تبين أنه يخرج عن هذه القاعدة نوعين من العقارات وهي العقارات المكتبية والصناعية .

2- سعر الفائدة

يعد تأثير أسعار الفائدة المصرفية من أبرز العوامل التي يواجهها القطاع العقاري، وتدفعه في اتجاه الانتعاش أو الركود لما لأسعار الفائدة من ارتباط مباشر بآلية تمويل العقار كما لها انعكاسات على قدرة المشتري سواء كان يرغب في الشراء بغرض السكن أو المتاجرة، حيث سيكون تأثيرها في المستثمر سريعاً وملاحظاً من خلال زيادة كلفة شراء العقار. فارتفاع تكاليف الاقتراض يؤدي إلى خفض قدرة شراء كثير من العائلات والأعمال على الشراء مما يخفض من تدفق السيولة إلى سوق العقارات ويقود إلى خفض الطلب عليها. ويرى مرزوق (2007) أن المستثمر غالباً يعقد المقارنة بين عوائد العقار وعوائد الفائدة مع الأخذ في الحسبان خلو الأخيرة من المخاطرة، فكلما ارتفع سعر الفائدة انخفض الاستثمار في البنائات الاستثمارية والبيوت السكنية بغرض التأجير وكذلك العقارات التجارية ما لم تكن إيجاراتها تفوق سعر الفائدة مرتين على الأقل نظراً لما يستهلكه العقار من مصاريف ورسوم صيانة.

وفي دراسة .(Chen, K., & Tzang, D. (2009) عن تأثير أسعار الفائدة على سوق العقارات في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية ، خلصت الدراسة إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة قد يشكل خطراً على تقييمات العقارات المدرجة والمباشرة على المدى القصير ويرجع ذلك إلى تزايد عدم اليقين. وقد أوصت تلك الدراسة على أهمية أن تكون قيم أصول الشركات العقارية مرنة في إطار الزيادة التدريجية لمعدلات أسعار الفائدة بحيث تحافظ على قيمتها . ومما يؤكد تأثير مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على أداء القطاع العقاري ما توصلت إليه نتائج دراسة حديثة Banati وآخرون (2015) من تراجع أداء مؤشرات قطاع صناديق الأسهم العقارية نتيجة زيادة خطر أسعار

الفائدة وتأثيرها السلبي على عوائد الاستثمار العقاري. وهو ما يتفق أيضا مع رأي Saunders & Cornett, (2012) عن تأثر صناديق الاستثمار العقاري بالتغيرات في معدلات الفائدة إلا أن الاستخدام الفعال للمشتقات المالية يحد من حساسية معدل الفائدة بشكل ملحوظ.

كما أشارت الدراسة Mueller & Pauley (2009) إلى العلاقة القوية بعيدة الأمد بين معدل التضخم و معدل الفائدة الاسمي من جهة , و تأثيرهم على أسعار العقارات من جهة أخرى، و تشير هذه العلاقة المذكورة إلى أن ارتفاع التضخم لفترات طويلة والتي قد يتبعها تباطؤ حاد قد تولد اختلالات بين أسعار السكن و قيم العقارات السكنية. في حين انخفاض مستوى أسعار الفائدة قد يشجع على زيادة الطلب و الإستثمار في القطاع العقاري ومن ثم إرتفاع عائد الإستثمار فيه

3- معدل النمو السكاني:

يعتبر النمو السكاني من أهم العوامل المؤثرة على الطلب في القطاع العقاري, و يشير Fisher and Brueggeman

(2011) إلى التأثير الإيجابي والمباشر لمعدل النمو السكاني حيث ترتفع أسعار العقارات في الأماكن ذات النمو السكاني المرتفع, كما أن التوزيع العمري يؤثر على الطلب في القطاع العقاري, فكلما ارتفعت نسبة الشباب أدى ذلك إلى إرتفاع معدل تكوين الأسر الجديدة, وبالتالي سينعكس بشكل إيجابيا على معدل الطلب على المساكن. والجدير بالذكر أن شريحة الشباب في المجتمعات الخليجية تشكل نسبة كبيرة من إجمالي السكان, وتشير الإحصائيات إلى أن نسبة الشباب الخليجي تمثل 60 بالمائه من تركيبة المجتمع الخليجي. (1)

4- معدل التوظيف (أو ما يقابلها من معدل البطالة):

تناولت دراسة Geerolf & Grjebine (2014) تقييم تأثير معدل البطالة على أسعار العقارات حيث قاما الباحثان بدراسة مدى تأثير حركة أسعار السكن بمعدلات

البطالة على مدار 40 عام ، وقد توصل الباحثان إلى وجود علاقة وثيقة بين ركود أسعار السكن وارتفاع معدل البطالة. حيث تتحرك أسعار السكن بشكل إيجابي حينما ينخفض معدل البطالة خلال الدورة الاقتصادية، فقد تبين أن انخفاض معدل

(1) معدلات النمو السكاني والتضخم. البنك الدولي. متاح على:

<http://data.albankaldawli.org/indicator> .1441/6/2 هـ.

البطالة بنسبة 3.4% أدى إلى زيادة أسعار السكن بنسبة 10% في حين ارتفاع معدل التوظيف له علاقة إيجابية بزيادة الطلب على القطاع العقاري مما يؤثر إيجابيا على عائد هذا القطاع الحيوي ، و من ثم هذه النتائج تفسر العلاقة بين التطورات في الإستثمار العقاري و معدل التوظيف أو ما يقابله من معدل البطالة . كما أظهرت دراسة Bijan (2016) وآخرون التي طبقت على كل من فرنسا واليونان والنرويج وبولندا حيث ثبت أن سعر العقارات مرتبط معنويا بمعدلات التوظيف .

5-متوسط دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي

تؤثر دخول الأفراد والدول بشكل مباشر وقوي في أداء القطاع العقاري, فكلما ارتفع دخل السكان ومعدل نصيب الفرد من الناتج المحلي كلما إزداد الطلب على عدد المساكن ونوعيتها وحجمها ومواصفاتها. وفي دراسة Ray Valadez (2011) والتي تناولت العلاقة بين أسعار السكن واجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة الأمريكية وتوصلت إلى أن الفترة من الربع الأول من عام 2005 حتى نهاية عام 2009 قد شهدت تغييرات جذرية في سلوك الأسواق المالية والاقتصادية. وأن العلاقة بين مؤشر أسعار السكن والناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحدة الأمريكية مباشرة أو متداخلة بشكل يدل على الاقتران أو التكامل. وتتفق نتائج تلك الدراسة مع ماتوصل إليه Joshua Gallin (مجلس إدارة لبنك المركزي الأمريكي, أبريل 2002)

من وجود علاقة طويلة المدى بين أسعار السكن و دخل الأسرة، ومن ثم وجود علاقة تكامل مشترك بين أسعار السكن و دخل الأسرة.

6-معدل الضريبة

تؤثر السياسات والأنظمة الحكومية كالضرائب على طلب العقارات بشكل قوي فزيادة الضرائب العقارية يقلل جاذبية العقارات الاستثمارية كما أن أسعار العقارات تتأثر سلبيا بارتفاع معدلات الضريبة على المدى الطويل وهو ما يؤثر سلبيا بتخفيض عائد الاستثمار العقاري. (Brueggeman and Jeffrey . 2011)

7- القطاع العقاري و مؤشرات أداء القطاعات المرتبطة به:

هناك علاقة تأثير متبادلة بين القطاع العقاري وكل من قطاع الإسمنت وقطاع مواد البناء ، فعلى سبيل المثال تقلبات أسعار مواد البناء خاصة الاسمنت والحديد قد تؤثر على عقود المقاولين وتكلفة البناء ، ومن ثم يؤثر في النهاية على أسعار هذه العقارات ، على الجانب الآخر لاشك أن انتعاش القطاع العقاري يؤدي إلى انتعاش القطاعات الأخرى المغذية له، الأمر الذي يشجع على زيادة الاستثمارات في هذه القطاعات .

8- الأزمة المالية العالمية و تأثيرها على مؤشرات أداء القطاع

العقاري

مما لا شك فيه أن الأزمة العالمية ألفت بظلالها على قطاعات الاقتصاد في دول العالم و من بينها دول مجلس التعاون الخليجي ، كما تأثر القطاع العقاري الذي يعد من أهم القطاعات الاستثمارية والتنمية. فيما يلي أهم نتائج الدراسات التي تناولت تأثير الأزمة العالمية على سوق العقارات بدول الخليج:

1- السعودية :

تراجعت أسعار بيع الوحدات العقارية السكنية في الرياض بمعدل 23 % بسبب اهتزاز ثقة المشترين والمستثمرين العقاريين، وذلك بإستثناء قطاع الفنادق المرتبط بالسياحة

الدينية المتمثلة في توافد أعداد متزايدة لأداء مناسك الحج والعمرة والتي تمثل 51% من إجمالي الحركة السياحية المتجهة إلى السعودية خلال عام 2008.⁽¹⁾

2- البحرين :

تأثرت سوق العقارات في البحرين بالأزمة المالية العالمية إذ انخفضت حركة التداول

(1) وزارة الاقتصاد والتخطيط ، المملكة العربية السعودية ، الرياض خطة التنمية الاقتصادية 1435هـ

بما فيهم أسهم القطاع لعقاري، كما لوحظ قيام بعض الملاك بعرض عقارات استثمارية بأسعار أقل، إلى جانب تأجيل مشروعات عقارية من قبل بعض المستثمرين. وأكد محللون على هامش ندوة أقامتها غرفة تجارة وصناعة البحرين أن المصارف المحلية أخذت تشدد على القروض العقارية وهو ما ينعكس سلباً على حجم السيولة المحركة للقطاع العقاري في البحرين.⁽¹⁾

2- الإمارات :

شهدت الإمارات تباطؤاً واضحاً في أسعار العقارات بفعل الأزمة المالية العالمية، ففي دبي تراجعت أسعار بيع الوحدات العقارية المكتنبة بمعدل 39 % في الفترة بين الربع الثالث 2008 والربع الأول 2009، كما تراجعت أسعار بيع الوحدات العقارية السكنية بمعدل 40-42 % منذ الربع الأخير 2008، و تراجعت قيم إيجار الوحدات العقارية السكنية بمعدل 20-40 % . وفي أبوظبي تراجعت القيمة الرأسمالية للوحدات العقارية السكنية التي دشنت في الربع الثاني 2008 بمعدل 20 %، كما تراجعت إيجارات الوحدات العقارية المكتنبة في 2008 وحتى الربع الأول 2009 بمعدل 24 % .⁽²⁾

3- قطر :

تأثر القطاع العقاري في قطر بالأزمة العالمية وتمثل ذلك في انخفاض المبيعات والأسعار، حيث تراجعت إيجارات المساحات المكتبية المشيئة خلال الربع الأول من عام 2009 بمعدل 10-15 بالمئة ، كما إنخفضت مبيعات العقارات السكنية بسبب قلة التمويل وتفضيل المشترين أن ينتظروا إلى حين اتضاح الرؤية. (صبري، 2009)

(1) ندوة أقامتها غرفة تجارة وصناعة البحرين في نوفمبر 2008 تحت عنوان «آثار الأزمة المالية على القطاع العقاري» (1) إدارة الدراسات الاقتصادية والمالية حكومة دبي (2008)، ارتفاع أسعار العقارات والاستقرار الاقتصادي في إمارة دبي

5- الكويت :

تراجعت إجمالي المبيعات بنسبة 49% إفي عام 2008 مقارنة مع عام 2007. وتراجع إجمالي قيمة الصفقات، بما في ذلك تلك الخاصة بالعقارات السكنية والاستثمارية والتجارية وهو ما أدى إلى تراجع معدلات النمو ومن ثم المزيد من البطالة وغيرها من الآثار السلبية (يوسف، 2011).

ثانيا : العوامل الداخلية المؤثرة أداء القطاع العقاري:

تتمثل في مؤشرات الأداء الداخلي للشركات داخل القطاع العقاري والتي تعكس كفاءة الأداء الداخلي لتلك الشركات ، حيث أن كفاءة مؤشرات أداء القطاع العقاري تتعكس بشكل مباشر في الطلب علي الأستثمار العقاري ومن ثم أسعار أوراقها المالية. وقد توصلت دراسة شكري (2020) إلى أن هناك تأثيراً ذو دلالة إحصائية لكل من متوسط نسبة التداول، ومتوسط معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط نسبة المديونية لشركات قطاع العقارات المصرية على المخاطر المنتظمة لأسهم تلك الشركات متمثلة في معامل بيتا لها، ولقد كان متوسط معدل العائد على حقوق الملكية هو أكثر العوامل تأثيراً على المخاطر المنتظمة في حين كان متوسط نسبة السيولة هو

المتغير الأقل تأثيراً. كما ثبت وجود علاقة طردية بين تلك المتغيرات ومعامل المخاطرة المنتظمة لشركات قطاع العقارات خلال الفترة من 2014 حتى 2019.

خلاصة الدراسات وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة :

تناولت الدراسات السابقة تأثير العوامل الخارجية مثل التضخم وأسعار الفائدة ومعدل البطالة والدخل والضرائب على أداء القطاع العقاري حيث كان لهذه العوامل تأثير على مؤشرات أداء القطاع العقاري، ومن ثم الاستفادة من هذه الدراسات في فهم العلاقة بين هذه العوامل وأداء القطاع العقاري . وتختلف الدراسة الحالية عن سابقتها ليس فقط بتناولها تأثير كل من العوامل الخارجية (سعر الفائدة والضرائب والتضخم والنمو السكاني... الخ) والعوامل الداخلية للشركات (السيولة والرافعة المالية والتشغيل والحجم ومعدلات النمو) على مؤشرات أداء القطاع العقاري، بل تطرقت الدراسة إلى بحث إلى أى مدى يؤثر أداء قطاع الإنشاءات و قطاع الإسمنت على مؤشرات أداء القطاع العقاري. هذا بالإضافة بيان تأثير الأزمة العالمية على أداء القطاع العقاري وبيان مدى اختلاف تأثير تلك العوامل سواء الداخلية أو الخارجية خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية.

أهداف البحث:

1- دراسة وتحليل العوامل الخارجية مثل (سعر الفائدة والضرائب والتضخم والنمو السكاني و نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) المؤثرة على أداء القطاع العقاري في دول الخليج (المملكة العربية السعودية - الإمارات العربية المتحدة و المتمثلة في سوقي إمارة أبو ظبي وإمارة دبي - دولة قطر - دولة الكويت - مملكة البحرين - سلطنة عمان).

1- دراسة وتحليل العوامل الداخلية مثل (السيولة والتشغيل وهيكل التمويل وحجم المنشأة ومعدل النمو) المؤثرة على أداء شركات القطاع العقاري في دول مجلس التعاون الخليجي .

3- دراسة وتحليل تأثير الأزمة العالمية على أداء شركات القطاع العقاري في دول الخليج ، علاوة على معرفة هل إختلف تأثير العوامل الداخلية والخارجية على أداء القطاع العقاري في الفترات قبل وبعد وأثناء الأزمة .

فرضيات البحث: تم صياغة فرضيات البحث في صورة فرض العدم كما يلي:
الفرضية الأولى:

عدم وجود اختلاف معنوي لمؤشرات أداء شركات القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية بمستوى معنوية 5%.

الفرضية الثانية:

عدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات الداخلية لشركات القطاع العقاري والتي تشمل (السيولة - الرافعة المالية - التشغيل - الحجم - معدلات النمو) على مؤشر أداء تلك الشركات (القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم) عند مستوى معنوية 5%.

الفرضية الثالثة:

عدم وجود اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الداخلية على أداء القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية

الفرضية الرابعة:

عدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات الخارجية والتي تشمل (معدل نمو السكان- معدل التوظيف - متوسط الدخل - سعر الفائدة - معدل التضخم - معدل الضريبة - مؤشرات قطاع الإنشاءات - مؤشرات قطاع الاسمنت) على مؤشرات أداء شركات القطاع العقاري (القيمة السوقية إلى الدفترية للأصول) عند مستوى معنوية 5%.

الفرضية الخامسة :

عدم وجود اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الخارجية على أداء القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية

متغيرات البحث : تظهر متغيرات البحث من الجدول (1) كما يلي :

| المتغيرات | كيفية القياس |
|--|--|
| المتغير التابع القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم | نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية McConnell & Servaes ، Fama & French 1997) (1995)) |
| المتغيرات المستقلة 1-المتغيرات الداخلية السيولة الرافعة المالية تأثير الحجم التشغيل | Wijewardana (2012 نسبة التداول = الأصول المتداولة ÷ الخصوم المتداولة هيكل التمويل (نسبة الديون إلى إجمالي التمويل): باستخدام لوغاريتم إجمالي الأصول معدل التشغيل: نسبة المبيعات إلى إجمالي الأصول 3- معدلات النمو: معدل نمو المبيعات = (مبيعات العام الحالية - مبيعات العام السابق) ÷ مبيعات العام السابق معدل نمو الأصول: = (إجمالي الأصول للعام الحالي - إجمالي الأصول للعام السابق) ÷ إجمالي الأصول للعام السابق تم الحصول على تلك المتغيرات الخارجية من التقارير المنشورة لمؤسسة النقد والبنوك المركزية والتقارير الإقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم في تلك الشركات |
| 2-المتغيرات الخارجية معدل نمو السكان معدل التوظيف متوسط الدخل سعر الفائدة معدل التضخم معدل الضريبة مؤشرات قطاعي الإنشاءات - الأسمنت | |

منهج البحث ويشتمل على :-

يعد هذا البحث من البحوث الإستقرائية التحليلية والتي تهدف إلى تحليل أثر العوامل الداخلية والخارجية على أداء شركات القطاع العقاري بدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من 2003 حتى 2018 ، وهل يختلف تأثر تلك العوامل باختلاف الفترة الزمنية خاصة وقد شهدت تلك الفترة حدث عالمي وهو الأزمة المالية العالمية .

أ-بيانات الدراسة المستخدمة إشتملت على ما يلي :-

- 1-تم إستخدام القوائم المالية الربع سنوية وكذلك أسعار الأسهم لإستخلاص مؤشرات الأداء لجميع شركات القطاع العقاري في أسواق تداول وكذلك جميع شركات قطاع الأسمنت وقطاع التشييد ومواد البناء في دول مجلس التعاون الخليجي
- 2-المؤشرات الاقتصادية والبيانات الخاصة بالعوامل الخارجية من التقارير الاقتصادية المنشورة في أسواق دول التعاون الخليجي خلال فترة الدراسة .

ب- مجتمع وعينة الدراسة:

تم إجراء الدراسة التطبيقية على جميع شركات القطاع العقاري المتداول أسهمها في البورصة في أسواق مجلس التعاون الخليجي (و المتمثلة في المملكة العربية السعودية - الإمارات العربية المتحدة سوقي إمارة أبو ظبي وإمارة دبي - دولة قطر - دولة الكويت - مملكة البحرين - سلطنة عمان) خلال الفترة 2003حتى 2018 وبالتالي إستخدم الحصر الشامل لمجتمع القطاع العقاري في تلك الدول .

كما تم إستخدام البيانات الخاصة بكل من قطاع الأسمنت وقطاع التشييد ومواد البناء لإختبار تأثير أداء كلا القطاعين على أداء القطاع العقاري . وفيما يلي جدول رقم (2) يوضح مجتمع البحث (عدد شركات القطاع العقاري) في كل دولة ، علاوة على عدد شركات كل من قطاع الأسمنت وقطاع التشييد ومواد البناء .

جدول رقم (2) : عدد شركات القطاع العقاري وقطاع الأسمنت والتشييد والبناء في دول مجلس التعاون الخليجي

| عدد شركات قطاع التشييد ومواد البناء | عدد شركات قطاع الأسمنت | عدد شركات القطاع العقاري | |
|-------------------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 15 | 10 | 8 | المملكة العربية السعودية |
| 4 | 6 | 25 | دولة الكويت |
| 2 | 2 | 4 | دولة قطر |
| 7 | 2 | 1 | سلطنة عمان |
| 2 | 3 | 4 | مملكة البحرين |
| 2 | 2 | 9 | سوق دبي |
| 2 | 3 | 4 | سوق أبوظبي |

حدود البحث: يشتمل البحث على حدود مكانية وحدود زمنية:

الحدود الزمانية: البحث يغطي الفترة ما بين (2003م - 2018م) باستخدام بيانات ربع سنوية ، ونظرا لأن هذه الفترة حدث خلالها الإزمة العالمية ، فكان من الأهمية دراسة تأثير هذه الأزمة على هذا أداء شركات القطاع العقاري ، وبناء عليه تم تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات هي قبل الإزمة (من 2003 - 2007) ، ثم الفترة أثناء الأزمة (2008 - 2013) ، وأخيرا فترة ما بعد الأزمة (من 2014 - 2018).

الحدود المكانية: يغطي البحث السوق العقاري في دول مجلسي التعاون الخليجي (المملكة العربية السعودية - الإمارات العربية المتحدة و المتمثلة في سوقي إمارة أبو ظبي وإمارة دبي - دولة قطر - دولة الكويت - مملكة البحرين - سلطنة عمان).

الإسلوب الإحصائي المستخدم

إستخدام الإنحدار المتعدد بإستخدام برنامج SPSS فى إختبار تأثير كل من المتغيرات الداخلية والخارجية على أداء شركات القطاع العقاري ، وكذلك إستخدام ONE SAMPLE T test فى إختبار الفرضيات خلال الفترات قبل وأثناء و بعد الأزمة العالمية

إختبار فرضيات البحث:

في البداية تم إختبار تأثير الأزمة العالمية على مؤشر أداء شركات القطاع العقاري ، وذلك من خلال إجراء اختبار paired – samples T-Test أو ما يعرف باختبار قبل – وبعد وذلك لمعرفة هل اختلفت مؤشرات أداء شركات القطاع العقاري فيما بين الفترتين قبل وأثناء الأزمة العالمية أو فيما بين الفترتين أثناء وبعد الأزمة وذلك على النحو التالي :

الفرضية الأولى :

فرض العدم: عدم وجود اختلاف معنوي لمؤشرات أداء القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية عند مستوى معنوية 5%.
الفرض لبديل: وجود اختلاف معنوي لمؤشرات أداء القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية بمستوى معنوية 5%.

أولا : قبل وأثناء الأزمة :

جدول رقم (3) اختبار معنوية اختلاف القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية قبل وأثناء الأزمة

| الفترة | السعودية | | البحرين | | الكويت | | قطر | | دبي | | أبو ظبي | | عمان | |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | أثناء | قبل | أثناء | قبل | أثناء | قبل | أثناء | قبل | أثناء | قبل | أثناء | قبل | أثناء | قبل |
| المتوسط | 3.32 | 1.33 | 1.68 | 1.079 | 1.88 | 0.984 | 3.27 | 1.40 | 2.98 | 1.178 | 8.6 | 1.29 | 1.42 | 1.31 |
| ر | 0.076 | 0.446 | 0.042 | 0.344 | 0.141- | 0.835 | 0.341 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| ت | 7.982 | 049.8 | 10.097 | 4.325 | 5.106 | 3.261 | 1.984 | 0.073 | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.004) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) |
| الدلالة | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.004) | ** (0.000) | ** (0.000) | ** (0.000) |

من الجدول السابق رقم (3) يتضح أن مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول كان يحقق في المتوسط قيمة مرتفعة قبل الأزمة (2003- حتى 2008) في كل أسواق دول الخليج بالمقارنة بقيمتها أثناء الأزمة العالمية حيث

انخفض مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم في الفترة أثناء الأزمة العالمية (2008 حتى 2013) ، ومما يؤكد ذلك ما أظهره إختبار ت من وجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1% في أسواق كل دول الخليج ما عدا سوق عمان . مما يدل رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل ، أي ثبت وجود اختلاف معنوي لمؤشر أداء القطاع العقاري قبل وأثناء الأزمة العالمية مما يدل على تأثر القطاع العقاري في دول الخليج بالأزمة العالمية ما عدا سوق عمان .

ثانيا : أثناء وبعد الأزمة :

جدول (4) اختبار معنوية اختلاف القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وأثناء وبعد

| الفترة | السعودية | | البحرين | | الكويت | | قطر | | دبي | | أبو ظبي | | عمان | |
|---------|----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|-------|-----------|------|---------|------|---------|------|
| | أثناء | بعد | أثناء | بعد | أثناء | بعد | أثناء | بعد | أثناء | بعد | أثناء | بعد | أثناء | بعد |
| المتوسط | 1.329 | 1.26 | 1.08 | 0.66 | 0.984 | 0.87 | 1.404 | 1.138 | 1.178 | 0.96 | 1.29 | 0.89 | 1.32 | 1.06 |
| ر | -0.657 | | 0.664 | | 0.643 | | 0.706 | | 0.303 | | 0.449 | | 0.373 | |
| ت | 1.469 | | 6.636 | | 5.498 | | 5.260 | | 3.227 | | 2.076 | | 4.885 | |
| الدلالة | 0.146 | | **(0.000) | | **(0.000) | | **(0.000) | | **(0.002) | | *0.049 | | **0.000 | |

الأزمة

من الجدول السابق رقم (4) يتضح أن أداء القطاع العقاري (مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) إستمر في الإنخفاض في الفترة ما بعد الأزمة (2014 حتى 2018) عن الفترة أثناء الأزمة في كل أسواق دول الخليج ومما يؤكد ذلك أظهر إختبار ت دلالة إحصائية لإنخفاض أداء القطاع العقاري بمستوى معنوية 1% في أسواق كل من البحرين والكويت وقطر ودبي وعمان ، في حين كان للإنخفاض في أداء القطاع العقاري دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5% في سوق أبو ظبي مما يدل رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل أي ثبت وجود اختلاف معنوي لمؤشرات أداء القطاع العقاري أثناء وبعد الأزمة العالمية ، مما يوضح إستمرار تأثر القطاع

العقارى فى دول الخليج بالأزمة العالمية ما عدا فى السوق السعودى حيث لم يكن الإنخفاض معنوى.

الفرضية الثانية :

فرض العدم : عدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات الداخلية لشركات القطاع العقاري والتي تشمل (السيولة - الرافعة المالية - التشغيل - الحجم - معدلات النمو) على مؤشر أداء تلك الشركات (القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم) عند مستوى معنوية 5%.

الفرض البديل وجود تأثير معنوى للمتغيرات الداخلية لشركات القطاع العقاري على مؤشر أدائهم عند مستوى معنوية 5%.

ولاختبار مدى صحة الفرضية الأولى يتم باستخدام معادلة خط الانحدار التالية:

ص = م + ب1 س1 + ب2 س2 + ب3 س3 + ب4 س4 + ب5 س5 + ب6 س6
حيث أن: ص: المتغير التابع. م: قيمة الحد الثابت من معادل الانحدار
س: المتغيرات المستقلة الداخلي

ب: ميل خط الانحدار, ويشير إلى مقدار التغير الذي يحصل للمتغير التابع عندما يتغير المتغير المستقل بوحدة واحدة.

يتضح من الجدول التالى (5) وجدول (6) وجود تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للمتغيرات الداخلية والقيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري ،حيث أظهرت قيمة (ف=0.000) بمستوى معنوية 1% خلال الفترة ما قبل الأزمة فقط فى السوق السعودى، فى حين ثبت معنوية تأثير المتغيرات الداخلية أثناء وبعد الأزمة العالمية فى كل من سوق البحرين وقطر وأبو ظبى. أما سوق الكويت وسوق دبی ثبت فيهما معنوية تأثير المتغيرات الداخلية فى جميع الفترات (قبل وأثناء وبعد الأزمة) كما ثبت معنوية معادلة خط الانحدار ومناسبة النموذج الخطى للبيانات ، فى حين

لم تظهر معنوية تأثير المتغيرات الداخلية إلا في الفترة ما قبل الأزمة فقط في سوق عمان.

جدول رقم (5) اختبار معنوية اختلاف تأثر مؤشرات أداء القطاع العقاري بالمتغيرات الداخلية قبل وأثناء وبعد الأزمة

| | السعودية | | | البحرين | | | الكويت | | | |
|-----------------|----------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|
| | قبل | أثناء | بعد | قبل | أثناء | بعد | قبل | أثناء | بعد | |
| الثابت | 3.860 | 1.046 | 2.331 | 1.451- | 3.527 | 0.770 | 7.291 | 0.975 | 0.690- | 0.491 |
| | 0.000 | 0.299 | 0.022 | 0.162 | 0.001 | 0.447 | **0.000 | 0.331 | | |
| السيولة | 0.628 | 2.403 | 1.102- | 4.566 | 1.445 | 1.569 | 3.585 | 0.763 | 1.468 | 0.143 |
| | 0.532 | *0.019 | 0.273 | 000** | 0.159 | 0.128 | **000 | 0.446 | | |
| الرافعة المالية | 0.507- | 0.656- | 0.398 | 3.568 | 4.075- | 4.334- | 0.102- | 3.936- | 2.504 | *0.013 |
| | 0.615 | 0.514 | 0.691 | 0.002** | **0.000 | **000 | 0.919 | 0.035* | | |
| التشغيل | 2.330 | 1.104 | 0.565- | 0.030 | 3.061- | 0.509- | 7.369 | 5.270- | 3.066 | **0.002 |
| | *0.024 | 0.273 | 0.574 | 0.977 | ***005 | 0.615 | **000 | *0.000 | | |
| الحجم | 3.361- | 0.158 | 0.120- | 1.609 | 3.264- | 0.331- | 5.565 | 1.669 | 1.598 | 0.07 |
| | **0.001) | 0.875 | 0.904 | 0.123 | **003. | 0.743 | **000.) | 0.096 | | |
| نمو الأصول | 1.358 | 2.161 | 0.461- | 0.004- | 4.348- | 0.900- | 0.970 | 1.473 | 1.148 | 0.252 |
| | 0.180 | *0.034 | 0.646 | 0.997 | **000. | 0.375 | 0.333 | 0.142 | | |
| نمو المبيعات | 2.415- | 0.801 | 0.235 | 0.390- | 1.164 | 0.385 | 3.550 | 2.022- | 3.263- | 0393.* |
| | *0.019 | 0.426 | 0.815 | 0.701 | 0.254 | 0.703 | **000. | *0.044 | | |
| ف | 3.860 | 2.071 | 0.339 | 3.772 | 14.241 | 36.192 | 18.64 | 8.353 | 6.268 | **000. |
| الدلالة | **000. | 0.066 | 0.915 | 0.011 | **000. | **000. | **000 | **000. | | |
| ر | 0.584 | 0.371 | 0.150 | 0.729 | 0.884 | 0.882 | 0.538 | 0.382 | 0.337 | 0.114 |
| ر ² | 0.341 | 0.137 | 0.023 | 0.531 | 0.747 | 0.939 | 0.289 | 0.146 | | |
| درين واطسون | 1.832 | 1.44 | 1.540 | 1.285 | 1.52 | 1.825 | 1.192 | 1.602 | 1.254 | |

| سلطنة عمان | | | أبو ظبي | | | دبي | | | قطر | | | |
|-----------------|--------------------------|------------------|---------------------|---------------------------|---------------------|---------------------------|-------------------------|----------------------|---------------------------|-----------------------|-----------------|--------------------|
| بعد | أثناء | قبل | بعد | أثناء | قبل | بعد | أثناء | قبل | بعد | أثناء | قبل | |
| 0.052- 0.960 | 1.857 0.123 | 4.106 0.009 | - 0.267 0.792 | - 5.028 0.000 | 1.082 0.301 | 2.422 0.018 | 2.144 0.035 | 2.466 0.017 * | - 1.186 0.242 | 0.052- 0.419 | 2.313 0.034 | الثابت |
| 0.934 0.393 | - 3.294 0.028 0 | 1.819 0.129 | - 1.159 0.257 | - 1.407 0.177 | - 1.670 0.120 | 4.202 - 000 ** | 1.405 0.164 | 2.387 0.020 * | - 5.201 0.000 ** | 3.745- *0.001 * | 1.060 0.305 | السيولة |
| 0.560 0.600 | - 2.804 0.038 | 3.584 *0.016 | 1.624 0.116 | - 0.192 0.850 | 0.337 0.742 | 1.833 0.071 | 0.287 0.775 | 3.551 0.001 ** | - 1.746 0.088 | 2.006- 0.052 | 0.521 0.610 | الرافعة المالية |
| 0.336 0.751 | - 2.735 0.048 | 2.636 *0.046 | 1.654 0.110 | 4.878 - 0.000 ** | - 0.959 0.356 | 3.597 - 0.001 ** | 5.049- *0.000 * | 3.322 0.002 * | - 3.906 0.000 ** | 1.621- 0.114 | 1.533- 0.145 | التشغيل |
| 0.027 0.979 | 2.395 0.062 | 5.130 **0.004 | 1.292 0.207 | 5.257 - 0.000 ** | - 0.990 0.342 | 0.906 0.368 | 0.592- 0.556 | - 1.142 0.258 | 3.602 0.001 ** | 1.069 0.292 | 2.158 0.046 | الحجم |
| 0.398- 0.707 | 0.422 0.691 | 2.856 *0.036 | 2.280 0.031 * | 1.167 0.259 | 0.240 0.814 | 0.085 0.933 | 2.102 0.039 | 1.052 0.297 | 0.363 0.718 | 2.309- *0.027 | 0.374 0.713 | نمو الأصول |
| 0.104- 0.921 | 1.033 0.349 | 3.580 *0.016 | - 1.523 0.140 | - 1.038 | 2.322 * 0.039 | - 1.046 0.299 | 2.869- (0.005) ** | 0.235 0.815 | 1.353 0.183 | 0.002 0.998 | 0.446- 0.661 | نمو المبيعات |
| 0.385 | 1.450 | 5.627 | 6.759 | 28.75 4 | 1.638 | 6.728 | 12.451 | 3.457 | 10.04 0 | 5.361 | 1.597 | ف |
| 0.862 | 0.350 | *0.039 | 0.000 ** | 0.000 * | 0.220 | 0.000 ** | *0.000 * | 0.005 * | 0.000 ** | *0.000 | 0.212 | الدلالة |

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| 0.0562 | 0.079 7 | 0.0933 | 0.775 | 0.954 | 0.671 | 0.586 | 0.711 | 0.521 | 0.771 | 0.682 | 0.612 | ر |
| 0.0316 | 0.063 5 | 0.87 | 0.600 | 0.910 | 0.450 | 0.344 | 0.506 | 0.271 | 0.595 | 0.465 | 0.375 | ر ² |
| 2.152 | 1.971 | 2.222 | 1.572 | 1.267 | 1.071 | 1.740 | 1.116 | 1.191 | 1.788 | 1.399 | 1.912 | درين واطسون |

جدول رقم (6) تابع نتائج اختبار معنوية اختلاف تأثير مؤشرات أداء القطاع العقاري بالمتغيرات الداخلية قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية

الفرضية الثالثة

فرض العدم : عدم وجود اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشرات أداء القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية عند مستوى معنوية 5%.
الفرض البديل: وجود اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشرات أداء القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية عند مستوى معنوية 5%.

من خلال جدول (5 & 6) اتضح ما يلي:

في السوق السعودي

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري في المملكة العربية السعودية حيث وجد تأثير إيجابي لكل من التشغيل و نمو المبيعات بينما كان للحجم تأثير سلبي ، وكانت القوة التفسيرية لتلك المتغيرات 34% قبل الأزمة ، في حين أظهرت كل من السيولة والرافعة المالية ونمو الأصول تأثير معنوي سلبي خلال الفترة أثناء الأزمة بقوة تفسيرية 14 % . كذلك لم تظهر معنوية لأي من المتغيرات الداخلية خلال فترة ما بعد الأزمة ، حيث إنخفضت القوة التفسيرية لتصل إلى أقل من 1% فقد بلغت قيمة معامل التحديد (ر=2=0.023).

سوق البحرين

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود اختلاف معنوي في تأثير مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية لأصول شركات القطاع العقاري في البحرين بالمتغيرات الداخلية لتلك الشركات خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية. حيث وجد أن المتغيرات الداخلية تفسر 53% من التغير في المؤشر قبل الأزمة حيث بلغت قيمة معامل التحديد ($R=0.531$) ، في حين كانت تفسر 75% من التغير لنفس المؤشر (قيمة معامل التحديد $R=0.747$) ، بينما كانت تفسر 94% من التغير في قيمة المؤشر بعد الأزمة (قيمة معامل التحديد $R=0.94$). مما يدل على أن تأثير المتغيرات الداخلية قبل الأزمة كان أقل من تأثيرها أثناء الأزمة في حين بعد الأزمة كان هو الأكثر تأثيراً عن ما قبله من الفترات .

بإختبار معنوية تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم وجد ان كل من السيولة و الرافعة المالية لهما تأثير إيجابي معنوي بمستوى معنوية (1%) قبل الأزمة . أما أثناء الأزمة فكان التشغيل والرافعة المالية والحجم لهم تأثير سلبي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%). في حين بعد الأزمة كان للرافعة المالية تأثير سلبي على أداء شركات القطاع العقاري بمستوى معنوية 1%.

سوق الكويت

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن المتغيرات الداخلية تفسر 28% من التغير في المؤشر قبل الأزمة حيث بلغت قيمة معامل التحديد ($R=0.289$) ، في حين كانت تفسر 15% من التغير لنفس المؤشر (قيمة معامل التحديد $R=0.146$) ، بينما كانت تفسر 11% من التغير في قيمة المؤشر بعد الأزمة (قيمة معامل التحديد $R=0.114$). مما يدل على زيادة تأثير المتغيرات الداخلية أثناء الأزمة عن ما قبلها ، في حين تأثيرها بعد الأزمة كان الأقل مقارنة بما قبلها من الفترات .

وبإختبار معنوية تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم وجد ان كل من السيولة والتشغيل والحجم ونمو المبيعات كانت لم تأثير معنوى إيجابى ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) قبل الأزمة . أما أثناء الأزمة فكان التشغيل إنخفاض نمو المبيعات لهما تأثير سلبى ذا دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%). في حين بعد الأزمة كانت الرافعة وإنخفاض نمو المبيعات لما تأثير سلبى على المؤشر بقيمة معنوية 1%.

سوق قطر

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود اختلاف معنوي في تأثر مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري في قطر بالمتغيرات الداخلية لتلك الشركات خلال الفترات قبل و أثناء وبعد الأزمة العالمية ، حيث وجد أن المتغيرات الداخلية تفسر 38% من التغير في المؤشر قبل الأزمة ، في حين 46% من التغير في المؤشر أثناء الأزمة حيث بلغت قيمة معامل التحديد ($R=0.465$) ، ثم كانت القوة التفسيرية لها 60% (قيمة معامل التحديد $R=0.595$) بعد الأزمة. مما يدل على زيادة تأثير المتغيرات الداخلية على أداء القطاع العقارى فى الفترة ما بعد الأزمة العالمية عن ما قبلها من الفترات .

و بإختبار معنوية تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم وجد تأثير معنوى لمتغير الحجم قبل الأزمة ، أما أثناء الأزمة العالمية وجد ان السيولة والرافعة المالية كانت لهم تأثير سلبى ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%)، وكذلك كان معدل نمو الأصول ذو دلالة إحصائية بقيمة معنوية (5%). أما في الفترة ما بعد الأزمة فكانت السيولة والتشغيل تأثيرهما سلبى بينما كان للحجم تأثير إيجابى معنوى ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية (1%).

سوق دبي

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود اختلاف معنوي في تأثير مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للأصول شركات القطاع العقاري في دبي بالمتغيرات الداخلية لتلك الشركات خلال الفترة قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية. حيث وجد أن المتغيرات الداخلية تفسر 27% من التغير في المؤشر قبل الأزمة حيث بلغت قيمة معامل التحديد ($R=0.271$) ، في حين كانت تفسر 50% من التغير لنفس المؤشر (قيمة معامل التحديد $R=0.506$) ، بينما كانت تفسر 35% من التغير في قيمة المؤشر بعد الأزمة (قيمة معامل التحديد $R=0.344$). مما يدل على زيادة تأثير المتغيرات الداخلية أثناء الأزمة.

وباختبار معنوية تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للأصول وجد ان كل من السيولة والرافعة المالية والتشغيل كانت لهم تأثير إيجابي ذات دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) قبل الأزمة . أما أثناء الأزمة فكان التشغيل وانخفاض نمو المبيعات لهما تأثير سلبي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) أما نمو الأصول فكان ذو دلالة إحصائية بقيمة معنوية (5%). في حين بعد الأزمة كان للسيولة والتشغيل تأثير معنوي إيجابي على المؤشر (عند مستوى معنوية 1%).

سوق أبوظبي

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود اختلاف معنوي في تأثير مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري في أبوظبي بالمتغيرات الداخلية لتلك الشركات ، حيث وجد أن المتغيرات الداخلية تفسر قبل الأزمة 45% من التغير في أداء القطاع العقاري ، أما أثناء الأزمة تفسر 90% من التغير في المؤشر حيث بلغت قيمة معامل التحديد ($R=0.910$) ، في حين كانت تفسر 60% من التغير

لنفس المؤشر (قيمة معامل التحديد $R=0.600$) بعد الأزمة مما يدل على زيادة تأثير المتغيرات الداخلية أثناء الأزمة.

وباختبار معنوية تأثير المتغيرات الداخلية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم وجد ان قبل الأزمة كان لنمو المبيعات تأثير إيجابي معنوي ، في حين أثناء الأزمة كل من التشغيل والحجم لهما تأثير سلبي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية (1%) . أما بعد الأزمة فكان معدل نمو الأصول له تأثير إيجابي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية (5%).

سوق عمان

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود اختلاف معنوي في تأثير مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري بالمتغيرات الداخلية لتلك الشركات خلال الفترتين أثناء وبعد الأزمة العالمية. أما قبل الأزمة كان لنمو المبيعات ونمو الأصول والحجم تأثير إيجابي و معنوي ويفسر 87% من التغير في أداء القطاع العقاري

في ضوء ما سبق يتضح قبول الفرض البديل وهو وجود اختلاف معنوي في تأثير مؤشرات أداء القطاع العقاري بالمتغيرات الداخلية قبل الأزمة وأثناء وبعد الأزمة العالمية عند مستوى معنوية 5%.

الفرضية الرابعة :

فرض العدم : عدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات الخارجية والتي تشمل (معدل نمو السكان - معدل التوظيف - متوسط الدخل - سعر الفائدة - معدل التضخم - معدل

الضريبة - مؤشرات قطاع الإنشاءات - مؤشرات قطاع الاسمنت) على مؤشر أداء شركات القطاع العقاري (القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم) عند مستوى معنوية 5%.
الفرض البديل : وجود تأثير معنوي للمتغيرات الخارجية لشركات القطاع العقاري على مؤشر أداء تلك الشركات

ولاختبار مدى صحة الفرضية الأولى يتم باستخدام معادلة خط الانحدار الآتية :

ص=م + ب7 س7 + ب8 س8+ب9 س9 + ب10 س10 + ب11 س11 + ب12 س12

س12 +ب13 س13 +ب14 س14

حيث أن: ص: المتغير التابع.

م: قيمة الحد الثابت من معادل الانحدار وتساوي قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة المتغير المستقل مساوية للصفر.

ب: ميل خط الانحدار, ويشير إلى مقدار التغير الذي يحصل للمتغير التابع عندما يتغير المتغير المستقل بوحدة واحدة.

س: المتغيرات المستقلة الخارجية

جدول (7) اختبار معنوية اختلاف تأثير مؤشر أداء القطاع العقاري بالمتغيرات الخارجية قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية

| | السعودية | | | البحرين | | | الكويت | | |
|-----------------------|-------------------|-------------------|--------------------|----------------------|----------------------|-----------------|----------------------|-------------------|----------------|
| | قبل | أثناء | بعد | قبل | أثناء | بعد | قبل | أثناء | بعد |
| الثابت | 3.675- **0.000 | 9.606 **0.000 | 25.210- **0.000 | 4.466 ** 0.000 | 3.77- *0.001 * | 0.905 0.372 | 5.483 **0.000 | -2,797 *,005 | 4,3 **0.00 |
| نمو السكان | .2294- *,023 | - | - | 2,36 *,027 | 1,00 0,650 | 1,01 0,317 | 1,533 126 | 6,5 **0.000 | -2,00 *,04 |
| معدل التوظيف | 11.003 **0.000 | - | 31.061 **0.000 | -765 ,452 | 3,78 *,5 | 0,857- 0,397 | ,24 ,81 | 2,8 **0.000 | -1,63 ,104 |
| متوسط دخل الفرد | - | 6.671 **0.000 | - | 2,852 *,009 | 2,879 0,7 | 0,574 0,51 | 4,06 **0.000 | ,843 ,4 | 1,168 ,244 |
| أسعار الفائدة | 13.611 **0.000 | 16.891 **0.000 | 2.336 *0.022 | 3,21 *,04 | 5,54 *0.000 * | 1,15- 0,258 | 3,7 **0.000 | 1,07 ,285 | -1,807 ,072 |
| معدل التضخم | - | 1.863 0.066 | 3.66 - 0.020** | -2,854 *,009 | 5,51- *0.000 * | 20,245 *0.03 | , | ,411 ,681 | -1,801 ,073 |
| معدل الضريبة | 11.363 **0.000 | - | 10.156- **0.000 | 4,331 000,** | | | ,788 ,431 | - | 1,67 ,096 |
| مؤشر قطاع الإنشاءات 1 | 6.890 **0.000 | 14.244 **0.000 | 23.090 **0.000 | - | | 2,66 *0.022 | 2,391 0.0170 * | 3080 0.785 | 1.55 ,121 |
| مؤشر قطاع الإسمنت 2 | 13.156 **0.000 | 8.560- **0.000 | 12.006 **0.000 | | | 2,796 *0.024 | 3,167 (,000) * | -4,667 ***,000 | ,441 ,660 |
| ف | 495.069 | 238.011 | 747.231 | 13.962 | 15.572 1 | 0.670 | 5,381 | 26,3 | 4,29 |
| الدلالة | **0.000 | **0.000 | **0.000 | **0.000 | **0.00 (0) | 0.815 | **0.000 | **0.000 | **0.00 |
| ر | 0.968 | 0.994 | 0.981 | 0.69 | 0.741 | 0.198 | ,30 | ,46 | ,12 |
| ر ² | 0.989 | 0.997 | 0.988 | 0.548 | 0.486 | 0.039 | ,10 | ,21 | ,041 |
| دربين وإطسون | 3.395 | 1.392 | 1.963 | 1.96 | 0.633 | 0.198 | 1,98 | 1,415 | 1,187 |

| عمان | | | أبوظبي | | | دبي | | | قطر | | | |
|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------|-----------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| بعد | أثناء | قبل | بعد | أثناء | قبل | بعد | أثناء | قبل | بعد | أثناء | قبل | |
| 0.450 0.697 | 0.323 0.777 | 0.172 0.879 | 0.284- 0.779 | 0.264 0.796 | 0.043 0.967 | 1.657 0.102 | 1.247- 0.216 | 3.233 0.002 | 0.569 0.572 | - 0.623 0.538 | - 1.078 0.301 | الثابت |
| 2.263- 0.152 | - | 0.351 0.759 | - | 0.605 0.554 | - | | | | 0.151 0.881 | | | نمو السكان |
| - | 1.706 0.230 | - | - | 0.263- 0.796 | -- | 1.621 0.109 | | | | 0.623 0.538 | 1.087 0.297 | معدل التوظيف |
| 1.432- 0.289 | 1.091- 0.389 | 2.494 *037. | - | - | 0.074 0.942 | | 0.604- 0.548 | 3.704 **000. | 0.314 0.755 | | 3.022 0.02* | متوسط دخل الفرد |
| 2.393 0.139 | 5.969- *0.027 | - | - | - | - | 0.196 0.845 | | | | 0.619 0.540 | - 0.568 0.580 | أسعار الفائدة |
| - | - | - | 0.038- 0.970 | - | 0.820- 0.429 | | 2.687- *0.009 * | | 0.255- 0.800 | 0.527 0.601 | - 1.304 0.215 | معدل التضخم |
| - | - | 0.254 0.823 | 0.163 0.872 | - | - | | 2846.- 0.029 | 0.045- 0.964 | | | | معدل الضريبة |
| 1.192 0.355 | 0.258- 0.820 | *2.989 0.042 | 0.490 0.628 | 0.768- 0.454 | 0.475- 0.644 | | | | 0.050 0.961 | - 0.074 0.941 | 2.276 * .037 | مؤشر قطاع الإنشاء |
| 1.691 0.233 | 2.753 0.110 | 0.394- 0.732 | 0.520 0.608 | 0.601 0.557 | 0.179 0.861 | 0.114- 0.910 | 1.098 0.092 | 0.098 0.923 | 0.324- 0.748 | 0.351 0.727 | 0.105 0.918 | مؤشر قطاع الإسمنت |
| 1.080 0.569 | 15.88 0.061 | 1.440 0.476 | 0.554 0.800 | 1.757 0.165 | 2.673 0.067 | 1.637 0.160 | 12.243 *0.000 | 5.592 *0.000 | 0.178 0.995 | 1.510 0.184 | 1.553 0.228 | ف الدلالة |
| 0.911 | 0.993 | 0.931 | 0.390 | 0.696 | 0.813 | 0.308 | 0.673 | 0.574 | 0.201 | 0.534 | 0.720 | ر |
| 0.829 | 0.986 | 0.866 | 0.152 | 0.484 | 0.660 | 0.095 | 0.453 | 0.329 | 0.014 | 0.285 | 0.518 | ر ² |
| 3.373 | 2.192 | 2.485 | 1.328 | 1.340 | 1.944 | 1.294 | 1.629 | 1.393 | 0.253 | 1.026 | 0.671 | دربن واطسون |

جدول (8) اختبار معنوية اختلاف تأثير مؤشر أداء القطاع العقاري بالمتغيرات الخارجية قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية

يتضح من جدول (7 & 8) النتائج التالية :

1- يوجد تأثير معنوي للمتغيرات الخارجية على القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري في جميع دول الخليج حيث كانت معنوية (إختبار ف= 0.000) بمستوى معنوية 1% مما يدل على معنوية معادلة خط الانحدار ومناسبة النموذج الخطي للبيانات.

2- كذلك يتراوح معامل الارتباط (ر) ما بين 54% - 91% ، كما بلغت قيمة معامل التحديد (ر²) ما بين 82% وأقل قيمة 30% وهو ما يدل أن المتغيرات الخارجية تفسر أكثر من 82% من التغير الذي يحدث للمتغير التابع كما هو في السوق السعودي في حين أقل قيمة تفسيرية 30% كما هو في سوق الكويت .

الفرضية الخامسة :

فرض العدم : عدم وجود اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الخارجية على مؤشر أداء القطاع العقاري (القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) خلال الفترة قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية عند مستوى معنوية 5%.
الفرض البديل : وجود اختلاف معنوي لتأثير المتغيرات الخارجية على مؤشرات أداء القطاع العقاري خلال الفترة قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية عند مستوى معنوي.

من خلال جدول (7 & 8) اتضح ما يلي:

السوق السعودي

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن كل من معدل التوظيف أسعار الفائدة ومعدل الضريبة ومؤشرات قطاع الإنشاءات ومؤشرات قطاع الإسمنت كانت لهم تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) قبل الأزمة . أما أثناء الأزمة فكانت متوسط دخل الفرد وسعر الفائدة ومؤشر أداء قطاع الإنشاءات كان لهم تأثير إيجابي

، في حين كان مؤشر قطاع الإسمنت له تأثير سلبي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%)، أما بعد الأزمة وجد تأثير إيجابي لكل من سعر الفائدة (الذي كان مستقرا نسبيا خلال تلك الفترة) ومعدل التوظيف ومؤشر أداء كل من قطاع الإنشاءات وقطاع الأسمنت ، في حين كان لإرتفاع معدل الضريبة ومعدل التضخم تأثير سلبي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) مما يوضح رفض فرض العدم وقبول الفر البديل .

سوق البحرين

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود إختلاف معنوي لتأثير المتغيرات الخارجية على مؤشرات أداء القطاع العقاري خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية حيث كان لها التأثير المعنوي الأكبر قبل الأزمة (55%) في حين إنخفضت القوة التفسيرية إلى 49% ثم كان أقل تأثير لها بعد الأزمة بقوة تفسيرية أقل من 1% تقريبا أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود إختلاف معنوي لتأثير المتغيرات الخارجية على مؤشرات أداء القطاع العقاري خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية حيث كان لها التأثير المعنوي الأكبر قبل الأزمة (55%) في حين إنخفضت القوة التفسيرية إلى 49% ثم كان أقل تأثير لها بعد الأزمة بقوة تفسيرية أقل من 1% تقريبا مما يوضح رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل .

وباختبار معنوية تأثير المتغيرات الخارجية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للأصول وجد ان كل من معدل التوظيف ومتوسط دخل الفرد أسعار الفائدة كانت لهم تأثير إيجابي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) قبل الأزمة . أما أثناء فكانت متوسط دخل الفرد وأسعار الفائدة لما تأثير معنوي إيجابي ، في حين بعد الأزمة كان لمعدل الضريبة ومعدل التضخم تأثير سلبي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية 1% بينما كان لمؤشر أداء قطاع الإنشاءات وقطاع الأسمنت تأثي إيجابي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية 5% .

سوق الكويت

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود إختلاف معنوي لتأثير المتغيرات الخارجية على مؤشرات أداء القطاع العقاري خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية ، حيث كان لها التأثير المعنوي الأكبر أثناء الأزمة بقوة تفسيرية (21%) في حين كانت القوة التفسيرية للمتغيرات الخرجية قبل الأزمة 10% أما بعد الأزمة كانت ذو قوة تفسيرية أقل من 1% تقريبا

وباختبار معنوية تأثير المتغيرات الخارجية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم، وجد ان كل من ومتوسط دخل ومؤشر أداء قطاع الأسمت و قطاع الإنشاءات كان لهم تأثير إيجابي نو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) قبل الأزمة . أما أثناء فكان لمعدل التوظيف تأثير معنوي إيجابي ، في حين بعد الأزمة لم يظهر معنوية لتأثير المتغيرات الخارجية على مؤشر أداء شركات القطاع العقاري .

سوق قطر

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود إختلاف معنوي لتأثير المتغيرات الخارجية على مؤشرات أداء القطاع العقاري خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية ، حيث كان لها التأثير المعنوي الأكبر قبل الأزمة (52%) ممثلا في كل من تأثير نصيب الفرد من الناتج المحلي و مؤشر أداء قطاع الإنشاءات ، في حين إنخفضت القوة التفسيرية إلى 28% ثم كان أقل تأثير لها بعد الأزمة بقوة تفسيرية 1,4% تقريبا ولم يثبت معنوية تأثير المتغيرات الخارجية على مؤشر لأداء القطاع العقاري .

سوق دبي

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود إختلاف معنوي في تأثر مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري في دبي بالمتغيرات الخارجية خلال الفترتين قبل وأثناء الأزمة العالمية. حيث وجد أن المتغيرات الخارجية تفسر 35% تقريبا من التغير في المؤشر قبل الأزمة حيث بلغت قيمة معامل التحديد

($2=0.329$) ، بينما كانت تفسر 45% من التغير لنفس المؤشر (معامل التحديد $2=0.453$) أثناء الأزمة العالمية، في حين كانت تفسر 9% فقط بعد الأزمة . وباختبار معنوية تأثير المتغيرات الخارجية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للأصول وجد ان متوسط الدخل كان ذا دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) قبل الأزمة. أما أثناء الأزمة فكان معدل التضخم ومعدل الضريبة كان لهما تأثير سلبي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية 5% .

سوق أبوظبي

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود اختلاف معنوي في تأثير مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري في ابوظبي بالمتغيرات الخارجية خلال الفترة قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية ومن ثم يمكن قبول فرض العدم بمستوى المعنوية 5%.

سوق عمان

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود اختلاف معنوي في تأثير مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية لأسهم شركات القطاع العقاري في عمان بالمتغيرات الخارجية خلال الفترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية. حيث وجد أن المتغيرات الخارجية تفسر 87% تقريبا من التغير في المؤشر قبل الأزمة ، بينما كانت تفسر 98% من التغير لنفس المؤشر أثناء الأزمة العالمية، في حين كانت تفسر 18% بعد الأزمة .

وباختبار معنوية تأثير المتغيرات الخارجية على مؤشر القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم . وجد ان متوسط الدخل ومؤشر قطاع الإنشاءات كانا لهما تأثير إيجابي ذو دلالة احصائية بقيمة معنوية مرتفعة (1%) قبل الأزمة. في حين كان لهما تأثير سلبي أثناء الأزمة بالإضافة للتأثير السلبي لسعر الفائدة .في حين لم يظهر تأثير معنوي للمتغيرات الخارجية بعد الأزمة .

نتائج البحث :

في ضوء نتائج التحليل الإحصائي لفرضيات البحث يمكن إستخلاص النتائج التالية :

1. في ضوء التحليل الإحصائي تبين وجود اختلاف في مؤشرات أداء القطاع العقاري خلال فترات قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية (مؤشري القيمة السوقية إلى الدفترية للأصول ومؤشر العائد على حقوق المساهمين) والتي ثبت تأثرها في جميع الدول محل الدراسة، حيث كان أداء هذه المؤشرات قبل الأزمة العالمية أفضل من أثناء الأزمة في جميع الدول محل الدراسة. علاوة على ذلك استمر أداء هذه المؤشرات في الفترة ما بعد الأزمة العالمية في انخفاض في جميع الدول محل الدراسة ، وقد يرجع ذلك إلى ما أظهرته مؤشرات التنمية لمجلس التعاون لدول الخليج العربية ديسمبر 2018 من إنخفاض في أسعار البترول و إرتفاع معدل الضريبة العقارية علاوة على تخفيض العمالة الوافدة مما أدى إلى إنخفاض الطلب على الوحدات السكنية ومن ثم أدى إلى حدوث تأثير سلبي على مؤشرات أداء القطاع العقاري.

2. كما تبين وجود اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الداخلية على أداء القطاع قبل واثناء وبعد الأزمة العالمية في كل من دولة قطر وإمارة دبي وإمارة أبوظبي والبحرين والكويت، أما في المملكة العربية السعودية والبحرين فقد اقتصر تأثير أداء القطاع العقاري بالعوامل الداخلية على الفترة ما قبل الأزمة العالمية .

3. أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير معنوي للمتغيرات الخارجية على مؤشر أداء القطاع العقاري في كل من أسواق المملكة العربية السعودية والكويت قبل واثناء وبعد الأزمة العالمية، بينما ظهر اختلاف واضحاً في التأثير لهذه المتغيرات على أداء القطاع في البحرين وإمارة دبي وعمان خلال الفترة قبل وأثناء الأزمة العالمية، بينما كان هناك تأثير معنوي للمتغيرات في الفترة قبل الأزمة فقط في سوق قطر ، في حين لم يثبت تأثير هذه المتغيرات فيما بين الفترات الثلاث قبل وأثناء وبعد الأزمة العالمية في إمارة أبو ظبي .

3- كما وجد اختلاف معنوي في تأثير المتغيرات الخارجية على أداء القطاع العقاري خلال الفترات قبل و أثناء وبعد الأزمة العالمية فيما بين أسواق الخليج

التوصيات:

1. ضرورة الأخذ في الاعتبار تأثير المتغيرات الداخلية والخارجية على مؤشرات أداء القطاع العقاري من قبل القائمين على إدارة شركات القطاع العقاري مما يساهم في وضع خطة استراتيجية فعالة تأخذ في الاعتبار نقاط القوة والضعف والفرص والتهديدات بناء على ما تبين من نتائج التحليل الإحصائي من معنوية تأثير تلك المتغيرات على مؤشرات أداء القطاع العقاري في أسواق دول الخليج .

2. ضرورة الأخذ في الاعتبار تأثير المتغيرات الداخلية والخارجية على مؤشرات أداء القطاع العقاري من قبل متخذي القرار الاستثماري عند اتخاذ القرارات الاقتصادية المهمة كالبيع والشراء أو الاحتفاظ مما يساهم في اتخاذ قرارات بمستوى عالي من الكفاءة .

3. زيادة الدراسات والبحوث في المستقبل فيما يخص القطاع العقاري لأهمية هذا القطاع ودوره الحيوي باعتباره من القطاعات القيادية في النشاط الاقتصادي لأي دولة. ولعل من الأهمية دراسة تأثير الأزمة الصحية العالمية (كوفيد 19) على أداء القطاع العقاري بعد مرور فترة كافية للدراسة .

قائمة المراجع

المراجع العربية:

- إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية (2010)، تقرير حول القطاع العقاري قاطرة النمو الاقتصادي في المملكة: مجلس الغرف السعودية.
- إدارة الدراسات الاقتصادية والمالية حكومة دبي (2008)، ارتفاع أسعار العقارات والاستقرار الاقتصادي في إمارة دبي،
- العميره، أحمد بن عبدالعزيز (2012) التثمين العقاري ، مجلة القضائية (العدد الثالث)، المملكة العربية السعودية .
- أنيس، احمد رجائي(2005) أسس التقييم والتثمين العقاري، مركز التقييم العقاري، القاهرة ، جامعة القاهرة: القاهرة .
- أنيس، احمد رجائي (2006) منهج التقييم والتثمين العقاري، مركز التقييم العقاري، جامعة القاهرة: القاهرة.
- جمعة ،عبد الحكيم (2008) دور التمويل العقاري في تنشيط سوق العقارات وحل مشكلة الاسكان : مؤسسة الاهرام - العدد ٢٤٤ .
- شكري، علاء محمد أستاذ مساعد - جامعة الملك سعود ،أثر مؤشرات السيولة والربحية والمديونية على المخاطر المنتظمة لأسهم قطاع العقارات المصرية،المجلة العربية للإدارة، مج 40 ، ع - 1 مارس (آذار 20)،ص 3-22.
- مرزوق، عبد النبي(2007)، التقييم العقاري، مفاهيم ومبادئ: جامعة الاهرام الكندية.
- يوسف، محمد محمود (2011) الأزمة المالية العالمية وآثارها على سوق العقارات في العالم العربي، القاهرة: جامعة القاهرة

-صبري، أحمد) يوليو ٢٠٠٩ (، تداعيات الأزمة المالية العالمية على القطاع العقاري القطري في النصف الأول من عام ٢٠٠٩، تقرير شركة سننتشري

المراجع الأجنبية:

-Aggarwal Raj a,1, Zhaob Xinlei(2007),The leverage–value relationship puzzle: An industry effects resolution ,Journal of Economics and Business 59 286–297.

-Banati Gunjan, van Leonie ,Hofwegen Sarah, Wander Snjezana Tremblay (2015), interest Rate risk of Real estate Investment Trusts, working paper May 2015.

-Brueggeman William B. Fisher and JeFFrey D(2011),Real Estate Finance and Investments, McGraw-Hill Companies, Fourteenth Edition,PP183-184.

-Case, B., & Wachter, S. M. (2011). Inflation and real estate investments. U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper, pp(11-33).

-Catte, P., Girouard, N., Price, R. W., & André, C. (2004). Housing markets, wealth and the business cycle.

-Chen, K., & Tzang, D. (2009). Interest-rate sensitivity of real estate investment trusts. Journal of Real Estate Research.

- Gallin, J. (2003). The long-run relationship between house prices and income: evidence from local housing markets.

- Geerolf François & Grjebine Thomas (2014)Assessing House price Effects on Unemployment dynamics ,Working Paper.

- Huy Dinh Tran Ngoc, Thin Vo Danh, Man Le Thi, Dan Tran Minh, Thach Nguyen Ngoc (2020),Impacts of Internal and External Macro Factors on Firm Stock Price in An Econometric Model -A Case In Viet Nam Real Estate Industry ,WSEAS Transactions on Business and Economics · pp 368-378

- Lessard, D. R., & Modigliani, F. (1975). Inflation and the housing market: Problems and potential solutions (pp. 13-45). MIT Alfred P. Sloan School of Management.
- Leamer, E. E. (2007). Housing is the business cycle (No. w13428). National Bureau of Economic Research.
- McConnell, J., & Servaes, H. (1995).Equity ownership and the two faces of debt. Journal of Financial Economics, 39, 131–157 .
- Mueller, G., & Pauley, K. (2009). The effect of interest-rate movements on real estate investment trusts. Journal of Real Estate Research.
- Saunders, A., Cornett, M., Financial Markets and institutions, published by Mc Grow- Hill, 5th Edition 2012.
- Tsatsaronis, K., & Zhu, H. (2004). What drives housing price dynamics: cross-country evidence BIS Quarterly Review, March.

- Wijewardana Zhao Bei, W.P. 2012, Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka Original Research Article Procedia Social and Behavioral Sciences, Volume 40, Pages 709-715.
- Wurtzebach Charles ,Mueller Glenn and Machi Donna(1991), The Impact of Inflation and Vacancy of real Estate Returns , The Journal of Real Estate Research ,pp153-168

المصادر الإلكترونية:

- أسعار الفائدة في الكويت . البنك المركزي الكويتي. متاح على1442
- 15/5/ .-www.cbk.gov.kw/ar/index.jsp
- معدل التضخم. المركز الوطني للإحصاء . الكويت. متاح على1442 هـ
- 20/5/ .www.cbk.gov.kw/ar/index.jsp
- معدل التضخم وأسعار الفائدة. البنك المركزي العماني هـ1442 .
- www.cbo-oman.org/ . 23/5/
- أسعار الفائدة. البنك المركزي القطري. 1442هـ/1/6/ .-www.qcb.gov.qa/
- معدلات النمو السكاني والتضخم. البنك الدولي. 1442 هـ
- 2/6/ .http://data.albankaldawli.org/indicator
- متوسط الدخل للفرد. المركز الإحصائي الخليجي. متاح على: 1442
- هـ/5/6/ .http://gccstat.org/ar
- القوائم المالية لشركات القطاع العقاري في دول الخليج. متاح على1442هـ
- http://www.gulfbase.com/ar .