

تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

دعاء نعمان الحسيني*

الملخص

يركز التحليل الأساسي على جوانب عدة ابتداء بتحليل الظروف الاقتصادية العامة للدولة وتأثيرها على سوق رأس المال، ومن ثم تحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة، وأخيراً تحليل ظروف المنشأة ذاتها للوقوف على أفضل المنشآت التي يوصي المحلل بالاستثمار في أوراقها المالية. لقد حاول البحث الاهتمام بالمستوى الأول من التحليل الأساسي لبيان تأثير الظروف الاقتصادية التي تحيط بأسواق رأس المال العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وأثرها على أسعار أسهم الشركات المدرجة فيها، ومن خلال توصيف نموذج قياسي باستخدام بيانات المقطع العرضي لمتغيرات الدراسة.

وخلص البحث إلى ضرورة السيطرة على تقلبات أسعار صرف العملات المحلية لان شدة التقلبات تقود إلى تغيرات في مؤشرات أسعار الأوراق المالية، كما إن السياسة التوسعية في عرض النقد لا تقود إلى مزيد من الاستثمارات في ميدان الأسهم وقد تقود إلى تفضيل المستثمرين توظيف أموالهم في مجالات أخرى بسبب زعزعة ثقتهم بالاستثمار في الأوراق المالية.

Abstract

The basic analysis focuses on many aspects starting from analysis the general economic circumstances of the state, and its effects on the capital market and then analyzing the circumstances of the sector of the organization that the sector it belongs to it. finally, analyzing the organization's Circumstances itself to stand on the best organization recommends by the analysis in its investment in the Securities. The research has attempted in the first level of the fundamental analysis to explain the effects of economic's circumstances that surround the Arab capital market which participate to database of the arab monetary funds and its impact on the prices of the company's stocks listed in it, and through

(* مدرس، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل.

describing the standards models using the cross – sectional data for the study variables . The research summarizes of controlling the fluctuations of the prices of the local exchange rate , because the extreme fluctuations lead to change in fluctuations of indicators of the securities . In addition to the extension in policy to exhibit the currencies that do not lead to the increase to many investments in the scope of Shares, and many cause the investor to prefer employing the money in other fields . as it may disturb their confidence in the invested Securities . □

المقدمة:

مشكلة البحث:

ينصب التحليل الأساسي على البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية لأية منشأة ومن ثم تحديد حجم المخاطر التي تتعرض لها الأرباح مما ينعكس على سعر السهم الذي تصدره المنشأة. ويركز التحليل الأساسي على عدة جوانب ابتداءً من الكل إلى الجزء فهو يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية العامة للدولة وتأثير متغيرات الاقتصاد على سوق رأس المال ، ومن ثم تحليل ظروف الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة لمعرفة الصناعة الواعدة بعد دراسة التغيرات التكنولوجية والاجتماعية وأخيراً تحليل ظروف المنشأة ذاتها لتحديد أفضل المنشآت التي يوصي المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

تهتم الدراسة بالمستوى الأول من التحليل الأساسي إلا وهو تحليل الظروف الاقتصادية التي تحيط بأسواق رأس المال العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي واثراً هذه الظروف على أسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق وهذا ما تعكسه المؤشرات الخاصة بهذه الأسواق.

هدف البحث:

يهدف البحث إلى الوقوف على بعض من متغيرات الاقتصاد الكلي والتي تؤثر تأثيراً مباشراً على أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات التابعة لصندوق النقد العربي .

فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية مفادها: إن مؤشرات الأسواق المالية العربية تتأثر إلى حد بعيد بمستوى الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات النقدية في الاقتصاد.

منهجية البحث:

ينتهج البحث اسلوب التحليل الكمي المستند الى تحليل النماذج القياسية وباستخدام بيانات المقطع العرضي لسنة (٢٠٠٠)، وذلك باتباع اسلوب الانحدار المتعدد . وقد تم الاعتماد على النشرات الإحصائية لصندوق النقد العربي في تجميع البيانات الخاصة بالبحث.

البيانات:

تم استخدام بيانات المقطع العرضي للمتغيرات المستخدمة في البحث. وقد استقيت البيانات المطلوبة من المنشورات الإحصائية الصادرة عن صندوق النقد العربي.

واقع أسواق الأوراق المالية العربية:

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات عديدة منذ السنوات الأخيرة من القرن الماضي وحتى بداية هذا القرن وشملت هذه التطورات الصعيدين المحلي والخارجي سواء أكانت في تطور الأطر التنظيمية أو التشريعية وما رافقها من برامج للإصلاح الاقتصادي للدول الأجنبية لاستقطاب رأس المال الأجنبي ، كما واصلت جهودها لتحديث أسواق أوراقها المالية وتحسين أدائها ، بعد زيادة كفاءة السوق وتعبئة المزيد من الموارد بما يعزز من قدرتها التنافسية في اجتذاب الاستثمارات الأجنبية ، وفي توفير التمويل طويل الأجل للقطاع الخاص لتمكينه من القيام بدوره الفعال في عملية النمو والتنمية الاقتصادية.

أداء أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة للسنوات ١٩٩٥، ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠

السنوات	١٩٩٥	١٩٩٩	٢٠٠٠
القيمة السوقية (مليون دولار)	٤٨٥٦٤ و ٨٣	١٤٩ و ٤٠٠ و ٤٣	١٤٨ و ١٥٨ و ٣٧
قيمة الاسهم المتداولة (مليون دولار)	١٤ و ٩٨٨ و ٢٤	٣٥ و ٥٩٤ و ١٦	٣٦ و ٥٣٨ و ٩٣
عدد الاسهم المتداولي (مليون سهم)	٩ و ٥٩٠ و ٣٠	١١ و ٨٦٥ و ٥٢	٩ و ٠٧٣ و ٠٧
عدد الشركات المدرجة	١٠٨١	١٦٣٤	١٦٧٨
معدل دوران السهم %	١٧ و ٧١	٢٣ و ٨٦	٢٤ و ٦٦
المؤشر المركب للصندوق	١٠٨ و ٠٣	١١٤ و ٠٣	١٠٢ و ٢١

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية.

من ملاحظة الجدول أعلاه، تبين أن هنالك توسع ملحوظ في أحجام أسواق الأوراق المالية العربية، فقد بلغت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق في سنة ١٩٩٩ (١٤٩و٤) مليون دولار مقارنة ب (٤٩) مليون دولار في سنة ١٩٩٥، إلا إنها انخفضت في نهاية عام ٢٠٠٠ الى (١٤٨و٢) مليون دولار مما يدل على انخفاض القيمة السوقية لجميع الأسواق المشاركة في القاعدة باستثناء أسواق الأسهم في كل من السعودية والكويت وتونس.

وشهدت اسواق الاوراق المالية العربية ارتفاعا في حجم التداول لاسهمها لتصل الى (٣٦و٥، ٣٥و٥) مليون دولار في السنوات ١٩٩٩، ٢٠٠٠ على التوالي مقارنة ب (١٥) مليون دولار في سنة ١٩٩٥.

أما بالنسبة لاجمالي عدد الاسهم المتداولة فقد شهد تطورا طفيفا حيث ارتفع في سنة ١٩٩٩ الى (١٢) مليون سهم مقارنة ب(٩و٥٩) مليون سهم لعام ١٩٩٥ الا انه عاد بالانخفاض في سنة ٢٠٠٠ الى (٩) مليون سهم بسبب الانخفاض في عدد الاسهم المتداولة في بعض اسواق الاوراق المالية العربية كسوق الاردن وتونس.

وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة فقد ارتفع عددها الى (١٦٧٨) شركة في نهاية عام ٢٠٠٠ مقابل (١٦٣٤) شركة و (١٠٨١) شركة في عامي ١٩٩٩ و ١٩٩٥ على التوالي ، وقد احتلت سوق مصر المرتبة الاولى من حيث عدد الشركات المدرجة فيها ونالت سوق عمان للاوراق المالية المرتبة الثانية ثم تلتها سوق مسقط في المرتبة الثالثة.

ونظرا لارتفاع معدل دوران السهم (وهي نسبة قيمة الاسهم المتداولة الى القيمة السوقية) خلال السنوات ١٩٩٥-٢٠٠٠ فهذا دليل على ان السوق قد حظيت بنشاط ملحوظ في هذه السنوات فقد ارتفعت الى (٢٣و٨٪) و (٢٤و٦٪) في السنوات ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ على التوالي بعد ان سجلت نسبة (١٧و٧٪) في عام ١٩٩٥.

واظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجع لاداء اسواق الاوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة حيث بلغ (١٠٢و٢) درجة في نهاية عام ٢٠٠٠ مقارنة مع (١١٤) درجة في عام ١٩٩٩ باستثناء سوقي الاسهم السعودي والكويتي ، ويعزى الانخفاض الحاصل في مؤشر السوق الى انخفاض اسعار الاسهم من ناحية وانخفاض اسعار صرف العملات العربية مقابل الدولار من ناحية اخرى، ومع هذا التراجع في المؤشر المركب للصندوق الا انه يقل عن التراجع الذي سجلته معظم الاسواق المالية الدولية ممثلة بمؤشرات ادائها وهذا ماسجله

المؤشر المركب لمؤسسة التمويل الدولية الخاص بالاسواق المالية الناشئة وامريكا اللاتينية ووسط وشرق اوربا .

العوامل المؤثرة في مؤشرات أسعار الأسواق المالية العربية:

من الطبيعي ان تتأثر الاسواق المالية بشكل كبير بمستوى النشاط الاقتصادي الوطني باعتبارها احدى المؤسسات المالية العاملة فيه. فكما شهد الاقتصاد نموا متواصلا معناه مناخا استثماريا اكثر ملائمة للمستثمرين مما ينعكس على حركة الاسعار في السوق المالي. أي بعبارة اخرى اذا ما توسع الاقتصاد وبمعدلات جيدة فان ارباح الشركات ترتفع ومن ضمنها الارباح الموزعة للمساهمين مما يزيد من حركة الاسهم والعكس صحيح. (محمد صالح جابر، ١٩٨٩، ١٦٦-١٧١).

وعليه فهناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي على المستثمر ان يراقب تغيراتها بدقة من اجل ان يتنبأ في المستقبل وبهذا فقد تناولت الدراسة عددا من المتغيرات الاقتصادية باعتبارها ذات صلة مباشرة بالاسواق المالية وكالتالي:

١- نمو الناتج المحلي الاجمالي:

يعتبر من المؤشرات الاقتصادية المهمة التي تقيس حالة النشاط الاقتصادي في الدولة باعتباره يمثل جميع السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد الوطني خلال سنة مالية واحدة (مصدر سابق، ١٧٠-١٧١).

وبهذا انتشر هذا المفهوم بين المستثمرين في الدول المتقدمة باعتباره انعكاس لمستوى النشاط الاقتصادي الحالي واتجاهاته المستقبلية، مما ينعكس على حركة اسعار الاسهم ، فالنمو في الناتج القومي الاجمالي معناه مزيد من الاستثمار الممول عن طريق السوق المالي من اسهم وسندات وقروض ، الامر الذي يؤدي الى زيادة حجم التداول ومن ارتفاع في اسعار الاسهم . (الزعيبي، ٢٠٠٢، ٣٢٤).

٢- نمو عرض النقود (السيولة):

تتوضح العلاقة بين عرض النقد واسعار الاسهم من خلال الية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية ايداع نسبة من الاحتياطي لديه فاذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الائتمان لدى الجمهور فانه يخفض نسبة الاحتياطي لديه مما

يزيد من الاموال السائلة لدى البنوك الامر الذي يؤدي الى انخفاض كلفة الاقتراض أي انخفاض في اسعار الفائدة مما يشجع على الاستثمار بالاسهم ومن ثم ارتفاع في اسعارها والعكس صحيح. (محمد صالح جابر، ١٧٤).

ومن ناحية اخرى اذا مازاد عرض النقد عن حاجة النشاط الاقتصادي أي هنالك ارتفاع في السيولة فانه يؤدي بدوره الى ارتفاع في اسعار الاسهم. (صباح البدر، رتاب الخوري، ٢١٦، ١٩٩٧) الا انه قد يظهر اثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقد باعتبار ان جزء منها قد يذهب على شكل اصدارات جديدة من الاسهم والسندات معناه امتصاص السيولة مما يؤدي الى انخفاض في اسعار الاسهم. (الزعيبي، ٣٢٤).

٣- تغيرات سعر صرف العملة:

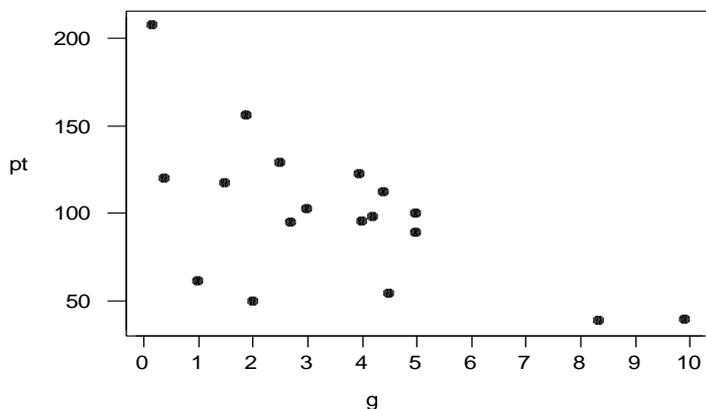
تتأثر الاقتصادات المتقدمة بقيمة العملة الوطنية ازاء العملات الاجنبية وبعده اشكال، اما الاقتصادات النامية فينحصر تأثير سعر صرف العملة فيها من خلال تأثيره على التدفقات النقدية للمشاريع المستوردة، وبعبارة اخرى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية يعني ارتفاع كلفة الاستيراد وانخفاض في التدفقات الداخلة للبلد والعكس بالنسبة لمشاريع التصدير. (صباح البدر، رتاب الخوري، ٢١٦).

كما ان سعر صرف العملة يؤثر وبشكل كبير على اسعار الاسهم، فانه انخفاض سعر صرف العملة الوطنية من ناحية يدفع الافراد للتخلص من فوائضهم المالية واستبدالها بالاسهم مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع اسعارها. (الزعيبي، ٣٢٤)، ومن ناحية اخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالاجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الاسهم ببيعها مما يؤدي الى انخفاض اسعارها.

٤- المؤشر القياسي لاسعار الاسهم لفترة سابقة:

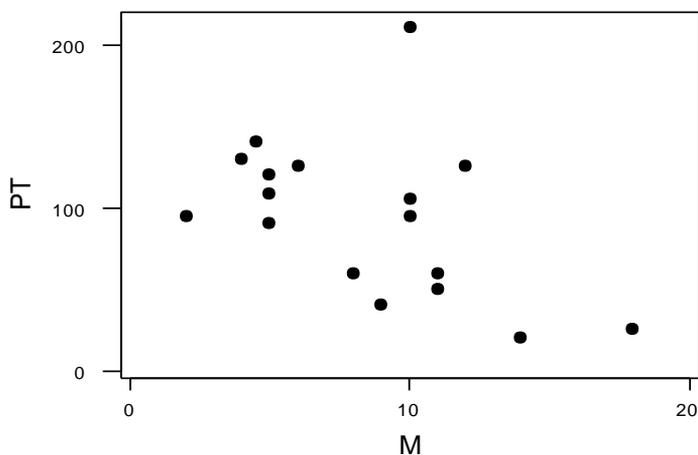
اثبتت العديد من الدراسات ان المؤشر القياسي لاسعار الاسهم للفترة الحالية يتأثر وبشكل ملحوظ في فترات سابقة مما ينعكس على اسعار الاسهم. ان دراسة العلاقة بين المتغيرات الكلية أنفة الذكر ومؤشرات اسعار اسواق الاوراق المالية كل على انفراد قد اظهر الانماط الاتية :

١- الشكل الاول : العلاقة بين الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر الاسعار



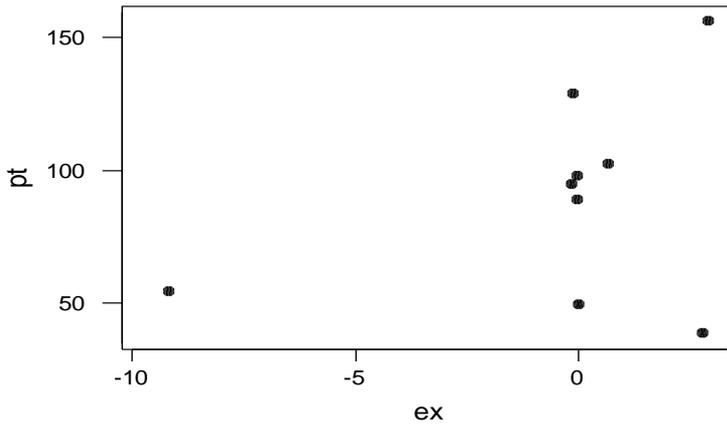
يبين الشكل وجود علاقة سلبية بين الناتج المحلي الاجمالي ومؤشرات اسعار اسواق الاوراق المالية العربية .

٢- الشكل الثاني: العلاقة بين مؤشر الاسعار ونمو عرض النقد.



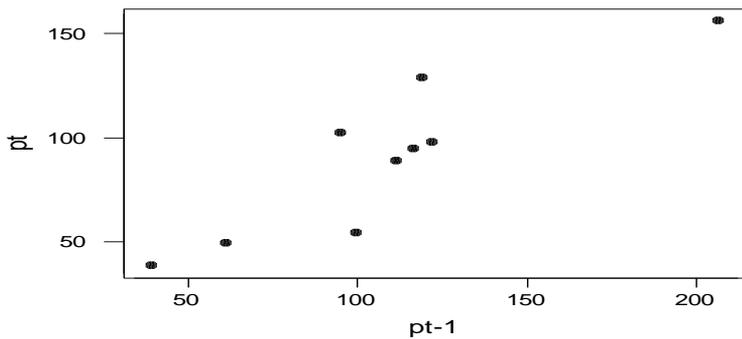
يبين الشكل بأنه لا توجد علاقة بين النمو في عرض النقد ومؤشرات اسعار اسواق الاوراق المالية العربية .

٣- الشكل الثالث : العلاقة بين مؤشر الاسعار والتغير في سعر الصرف



يبين الشكل بأنه لا توجد علاقة بين التغير في سعر صرف العملات في الدول العربية المشاركة وبين مؤشرات اسعار اسواق الاوراق المالية العربية .

٤- الشكل الرابع : العلاقة بين مؤشر الاسعار ومؤشر الاسعار لفترة سابقة



يبين الشكل بأنه هناك علاقة ايجابية بين مؤشرات الاسعار لفترة سابقة وبين المؤشرات الحالية لاسعار اسواق الاوراق المالية العربية .

الجانب التحليلي:

ولغرض الوصول الى نتائج محددة عن تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات الاسعار فسيتم اعتماد اسلوب الانحدار المتعدد لقياس تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي المبينة سابقا على مؤشر اسعار الاوراق المالية. ولقد تم صياغة النموذج بناء على الاسس النظرية في هذا المجال والاستعانة بالاساليب المستخدمة في الدراسات التجريبية السابقة (بشير الزعبي ، ٢٠٠٢)، والنموذج الذي سيتم اعتماده هو كالآتي:

$$Pt = a0 + a1g + a2m + a3Ex + a4Pt - 1$$

حيث ان:

$$Pt = \text{مؤشر اسعار الاسهم}$$

$$g = \text{معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي}$$

$$m = \text{نمو عرض النقد}$$

$$Ex = \text{تغيرات سعر الصرف}$$

$$Pt-1 = \text{المؤشر السابق}$$

وقد تم الاستناد في توصيف هذا النموذج على الاطار النظري والدراسات التجريبية السابقة.

التحليل والنتائج المستخلصة:-

لقد تم تقدير النموذج القياسي المعتمد في هذا البحث باستخدام بيانات المقطع العرضي لمتغيرات البحث للاسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وهي كل من الاردن، البحرين، السعودية، الكويت، المغرب، تونس، عمان، لبنان، مصر لسنة ٢٠٠٠ فكانت النتائج كالآتي:-

$$Pt = 63.4 + 0.01g - 4.19m + 2.52Ex + 0.598Pt - 1$$

$$(2.6) \quad (0.0) \quad (2.2) \quad (1.96) \quad (5.07)$$

$$R = 94.5 \quad D.W = 1.29$$

(الارقام بين الاقواس تشير الى اختبار T)

ويتضح من ذلك ان:-

١- هنالك علاقة طردية بين المتغير المعتمد (Pt) وبين نمو الناتج المحلي الاجمالي فإن الناتج من الاستثمارات وبالاخص الاستثمار في الاوراق المالية من اسهم وسندات مما يؤدي الى زيادة حجم التداول وبالتالي ارتفاع اسعار اسهم شركات هذه الدول ، الا ان هذا المتغير كان غير مهم احصائيا بدلالة عدم معنوية تأثيره.

٢- تبين ان هنالك علاقة عكسية بين نمو عرض النقد كمتغير مستقل وبين المؤشر العام للاسعار (Pt) كمتغير معتمد، وهذا مرتبط بالسياسة النقدية التي تتبعها الدول في توجيه الافراد الى الاستثمار في يدائل اخرى لان الاسهم ليست الخيار الوحيد امام المستثمر خاصة مع افتقار اسواق الاوراق المالية العربية الى عنصر الافصاح المالي والشفافية المطلوبة.

٣- كما تبين ان طبيعة العلاقة بين مؤشر اسعار الاسهم وبين تقلبات سعر الصرف كانت علاقة طردية ، فكلما زاد تقلب سعر صرف العملة الوطنية للدول العربية في القاعدة مقابل العملات الاجنبية سيدفع المستثمرون الى التخلص من فوائضهم المالية واستبدالها بالاسهم لغرض الحفاظ على القوة الشرائية الحقيقية لاصولهم، وهذا يعني زيادة الطلب على اسهم الشركات المدرجة في اسواق الاوراق المالية العربية ومن ثم ارتفاع اسعار هذه الاسهم وهذا يعكسه المؤشر العام للاسعار.

٤- من الملاحظ ان هنالك علاقة طردية ايضا بين المؤشر العام للاسعار كمتغير معتمد وبين مؤشر الاسعار لفترة سابقة كمتغير مستقل . فالمؤشر الحالي يتاثر بالمؤشر لفترات سابقة وخاصة بالنسبة للشركات العريقة التي تكون في حالة نمو مستمر وكلما نمت الشركة زادت ثقة المستثمرين بها فيزيد الطلب على اقتناء اسهمها وبالتالي يكون مؤشر الاسعار لهذه الشركات في حالة نمو مستمر .

واخيرا يمكن القول ان قيمة R (٩٤و٥) تعكس القوة التفسيرية العالية للنموذج بما يعطي الثقة بالنتائج المستخلصة منه.

مضامين السياسة الاقتصادية:

- ١- تغيرات صرف العملة: ضرورة السيطرة على تقلبات اسعار الصرف لان شدة التقلبات تقود الى تغيرات حادة في مؤشرات اسعار الاوراق المالية.
- ٢- نمو عرض النقد :- ان السياسات التوسعية لاتقود الى استثمارات اكبر في ميدان الاسهم، ويبدو ان سبب ذلك يعود الى ثقة المستثمرين بالاستثمار في الاوراق المالية وتفضيل الاستثمار في اصول اخرى كالعقارات وغيرها.

المصادر:-

- ١- التقرير الاقتصادي العربي الموحد للاعوام ٢٠٠١، ٢٠٠٠، ١٩٩٩، ١٩٩٨، ١٩٩٧.
- ٢- بشير الزعبي، ٢٠٠٢ " تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (١٩٧٨-١٩٩٨) "، مجلة دراسات، العلوم الادارية، المجلد ٢٧، العدد ٢.
- ٣- صباح صالح البديري، ورتاب سالم الخوري، ١٩٩٧، "دراسة تحركات اسعار الاسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية"، مجلة دراسات، المجلد ٢٤، العلوم الادارية، العدد ١، ك٢.
- ٤- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الاسواق المالية العربية للسنوات ١٩٩٥، ١٩٩٩، ٢٠٠٠.
- ٥- محمد صالح جابر، ١٩٨٩، "الاستثمار بالاوراق المالية"، الاردن.
- ٦- منير ابراهيم هندي، ١٩٩٥، "الاوراق المالية واسواق راس المال"، منشأة المصارف بالاسكندرية، مصر.
- ٧- الانترنت:

[- omdb@amfad.org.ae](mailto:omdb@amfad.org.ae)

<http://www.amf.org.ae>

-stock exchange forecasting with the help of neural network.

<http://www.nyse.com/public/about/market/flowchart.html>