مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية
اسم الكاتب: أ.م.د. مفيد ذنون يونس، م.م. رغيد عماد الدين
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3209
تاريخ الاسترداد: 2026/11/02 18:15 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الموصل تنمية الرافدين العدد ٩٣ مجلد ٣١ لسنة ٢٠٠٩
ص ص[٩ -٢٢]

تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية العربية(*)

الدكتور مفيد ذنون يونس
أستاذ مساعد
كلية السياسة والقانون - جامعة الموصل
mufeedthanoon@yahoo.com

رغيد عماد الدين
مدرس مساعد - قسم الاقتصاد
كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة الموصل

المستخلص

لقد أضحى التضخم من المتغيرات المهمة التي بدأ المتخصصون في الاقتصاد يولونها أهمية استثنائية، واتخذ أهمية واسعة بين محللي أسواق المال بوصفه أحد العوامل الخارجية المهمة التي لها دور وتأثير على أداءوتفور أسواق الأوراق المالية.

هدف البحث إلى قياس تأثير التضخم في مؤشرات أسواق الأوراق المالية للدول العربية، وهي القيمة السوقية للأسهم بوصفها نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وعدد الشركات المسجلة في السوق ومعدل الدوران ومؤشر الأسعار، وقيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وعدد الأوراق المالية المتداولة، ضمن أنموذج قياسي تضمن متغيرات تفسيريه أخرى هي سعر الصرف، ومتوسط دخل الفرد، وعجز الموازنة.

وقد توصل البحث إلى أن للتضخم تأثيراً سالباً ومعنوياً إحصائياً في مؤشرات قيمة الأوراق المالية المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وعدد الأوراق المالية المتداولة، في حين لم يؤثر معنوياً في مؤشرات السوق الأخرى. وفي الوقت الذي ظهر فيه أن متوسط دخل الفرد يفسر التغيرات في أغلب مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية التي تم دراستها. وأن للسياسة المالية للحكومة متمثلة بعجز الموازنة تأثيراً معنوياً إحصائياً في مؤشر درجة تطور سوق الأوراق المالية في الدول العربية، والى حد ما في مؤشر عدد الأوراق المالية المتداولة في السوق. في حين لم يظهر تأثيره معنوياً في المؤشرات الأخرى. إلاّ أنه لم يثبت أن لسعر الصرف تأثيراً يذكر على أي من مؤشرات الأسواق المالية.

(*) البحث مستل من رسالة الماجستير الموسومة "تأثير التضخم على أسواق المال العربية للفترة ١٩٩٦ -٢٠٠٢" مقدمة إلى قسم الاقتصاد – كلية الإدارة والاقتصاد –جامعة الموصل.

تأريخ استلام البحث ٢٠٠٧/٥/٣ تأريخ قبول النشر ٢٠٠٧/١١/١٥

The Effect of Inflation on the Arab Stock Markets

Mofeed Th. Younis (PhD)
Assistant professor
University of Mosul

Ragheed Imadaldeen
Assistant Lecturer
University of Mosul

Abstract

Inflation has been considered one of the most essential variants. The economists have given the unique priority, and attracted the analysts of financial markets, so it is one of the external factors that have an effective role in developing the financial stock markets.
The aim of the current paper is to measure the effect of inflation on stock markets of Arab countries. They are market value of stocks, number of companies registered in markets, rate of circulation, price indicators, value of stocks within the econometric model and other interpretive variants such as exchange rate, per capita income, budget deficit. The research concluded that the inflation has its negative, inconsiderable and statistical effect on the value of financial stocks as a rate of gross local income. The number of stocks available, as there was no significant effect on other indicators. The per capita income has been emerged to interpret the variants in almost stock markets indicators studied. The financial policy of budget deficit has a significant effect on stock markets in Arab countries.

المقدمة

تعدّ أسواق الأوراق المالية ركيزة أساسية في تطوير الحياة الاقتصادية، وهي أداة مهمة في رفع مستويات الاستثمار، وتحفيز الادخار، وتعدّ مؤشرات هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية المهمة لمعرفة اتجاهات النشاط الاقتصادي ومدى تطوره وتقييم أدائه.

وقد شهدت الدول العربية نمواً سريعاً في أسواقها المالية خلال العقدين الماضيين على وجه الخصوص. وهي مثل غيرها من الأسواق تتأثر بالعديد من العوامل والأحداث داخل السوق وخارجه، ومن المتغيرات المهمة التي بدأ المتخصصون في الاقتصاد يولونها أهمية استثنائية هو التضخم. وعلى هذا الأساس أخذ موضوع التضخم يحظى بأهمية واسعة بين محللي أسواق المال بوصفه أحد العوامل الخارجية المهمة التي لها دور وتأثير على أداء وتطور أسواق الأوراق المالية، من هنا تتضح أهمية البحث في هذا الموضوع.

يهدف البحث إلى التعرف على التأثير الذي تمارسه معدلات التضخم في مؤشرات أسواق الأوراق المالية بالقدر الذي يسهم في طرح معلومات مهمة وجديدة لعدد من الجهات المعنية بالأسواق والأجهزة الحكومية والمستثمرين والباحثين في هذا المجال.

وينطلق البحث من فرضية تقول بتباين تأثير معدلات التضخم على تطور أداء أسواق الأوراق المالية، بحسب تغيرات هذه المعدلات. فالأدبيات الاقتصادية التي تهتم بهذا الموضوع تؤكد أن ارتفاع معدلات التضخم في بدايتها يكون ذا تأثير إيجابي يظهر في التطور الحاصل في أداء أسواق الأوراق المالية، ولكن هذا التأثير يتغير عند نقطة معينة من معدلات التضخم يطلق عليها العتبة (Threshold)، إذ بعد

هذه النقطة يكون تأثير التضخم سلبياً في أسواق الأوراق المالية، ويختلف تحديد هذه النقطة الحرجة من دولة إلى أخرى بحسب تباين معدلات التضخم.

وانطلاقاً من حالة الربط بين الأسس النظرية والتطبيقية لهذا البحث، سيعتمد إلى إجراء التحليل والتقييم العلمي لمعطيات العمل التجريبي في ضوء معطيات النظرية الاقتصادية، لذلك اعتمد البحث منهج التحليل الكمي بهدف تحديد تأثير معدلات التضخم في مؤشرات مجموعة من أسواق الأوراق المالية العربية.

تمّ اعتماد الدمج بين بيانات المقطع العرضي والسلاسل الزمنية (Pooled Data) وقد جمعت البيانات من مصادرها في موقع صندوق النقد العربي (www.amf.org.ae). فضلاًعن منشورات صندوق النقد العربي.

لتحقيق أهداف البحث واختبار فرضيته وتحليل نتائجه فقد وقع الاختيار على عدد من أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية في صندوق النقد العربي بوصفها عينة يعتمد عليها لأغراض التحليل والدراسة، وجاء هذا الاختيار مشفوعاً بالعديد من الأسباب منها أنها أسواق مالية نشطة، فضلاً عن أنها تتضمن دولاً نفطية وغير نفطية وموزعة بصورة عشوائية على الحيز الجغرافي للوطن العربي. وقد تضمنت عينة البحث (الأردن، والبحرين، والسعودية، والكويت، والمغرب، وتونس، وعُمان، ولبنان، ومصر).

تأثير التضخم على أسواق الأوراق المالية

يؤثر التضخم على أداء أسواق الأوراق المالية، إذ إن انخفاض الثقة في العملة النقدية يقود إلى اتجاه أصحاب رؤوس الأموال إلى المضاربة في أسواق الأوراق المالية، من خلال التداول في الأسهم والسندات التي تحقق عوائد كبيرة بسبب ارتفاع أرباح الشركات المصدرة للأسهم والسندات نتيجة لارتفاع أسعار سلعها المنتجة.

وبسبب التضخم يلجأ المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال إلى التخلص من خسائر التضخم المتمثلة بانخفاض القيمة الحقيقية للنقود، وتوجيه هذه الأموال نحو أسواق الأوراق المالية، والسبب في ذلك يعود إلى أن أسعار الأسهم والسندات تعكس القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر في هذه الأوراق المالية والذي يتغير بالتغير الذي يحصل في معدلات التضخم، وهذا يؤدي إلى زيادة حجم الأرباح للشركات، مما يؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم، ويحث الأفراد إلى التوجه نحو شراء الأسهم وزيادة التداول بها وارتفاع القيمة السوقية للأسهم، مما يؤدي إلى تطوير السوق المالية (Singh, 1997, 54).

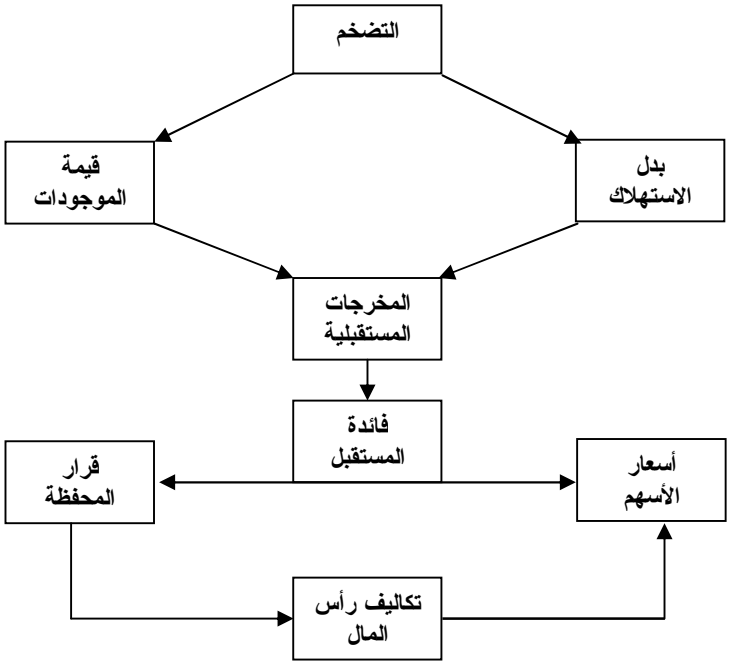
إن وصول معدلات التضخم إلى مستويات مرتفعة سوف يغير من هذا التأثير بشكلٍ معاكس على أسواق الأوراق المالية ويعود ذلك إلى سببين هما (هندي، ١٩٩٩، ١٦٦):

١. إن ارتفاع معدلات التضخم سوف يدفع الدول إلى اتخاذ العديد من الإجـــراءات الخاصة بها، ومنها فرض الضرائب، ومن شأن هذه الضرائب أن تؤدي إلـــى انخفاض أرباح وعوائد الشركات المصدرة للأسهم ومن ثم انخفـــاض القيمـــة السوقية للأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم والسندات والـــذي يؤدي إلى انخفاض أداء أسواق المال.

٢. إن ارتفاع معدلات التضخم بصورة مستمرة قد يدفع البنوك المركزية إلى الحد من عرض النقد، مما يسبب انخفاض الطلب على السلع والخدمات المنتجة من قبل الشركات، ويؤدي إلى انخفاض التدفقات النقدية لها والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض حجم التداول بالأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها السوقية.

وتشير الأدبيات إلى أن التضخم ضريبة تدفعها الشركات على إيراداتها من أرباحها الرأسمالية، فضلاً عن أسعار الفائدة المفروضة على أموالها التي تقترضها المصارف التجارية (Ely & Robinson, 1987, 21).

والمخطط ١ يوضح تأثير التضخم على أســـواق الأوراق الماليـــة ومحـــافظ الاستثمار والشركات.



المخطط ١
تأثير التضخم في أسواق الأوراق المالية

Source: David P. Ely & Kenneth J., Robinson, (1987), The Stock Market and Inflation A Synthesis of the Theory and Evidence, No. 1.

يشير المخطط ١ إلى أن للتضخم تأثيراً مستقبلياً يظهر عن طريق زيادة الاستهلاك الذي يؤدي إلى تقليل الادخار، مما يتطلب من الحكومة زيادة أسعار الفائدة لرفع معدلات الادخار لدى المصارف، وإن ارتفاع أسعار الفائدة ذو تأثير سلبي على أسعار الأسهم المتداولة، وهذا التأثير السلبي يدفع الأفراد إلى بيع الأسهم والسندات والادخار في المصارف وذلك بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، ويعدّ هذا النوع من الاستثمار ذا أمان أكبر من المضاربة في الأسواق.

كما يأتي تأثير التضخم الكبير على الأسهم من خلال التغير الحاصل في قيم الموجودات الخاصة بالشركات، لأن أسواق المال حساسة جداً تجاه التغيرات التي تحصل بمعدلات التضخم، إذ إن أي تغيير يحصل في معدلات التضخم يؤدي إلى تغير في أسعار الموجودات، ومن ثمّ يعمل على إحداث تغيرات في أسعار الأسهم (Joyce, 1999, 49).

لقد وجدت الدراسات التجريبية أن التضخم يرتبط سلباً بسوق الأسهم ويعمل على تدهور أسواق الأوراق المالية، وخاصة عند نسب التضخم العالية. أما في الدول التي تتسم بمعدلات تضخم واطئة فيكون تأثيره غير واضح في أسواق الأوراق المالية، ولكن ارتفاع تلك المعدلات عن حدود معينه سيؤدي إلى ظهور التأثير السلبي للتضخم في أسواق الأوراق المالية ويطلق على تلك الحدود تسمية العتبة (Threshold)، إذ إنه بعد هذه العتبة يظهر التأثير السلبي للتضخم على أسواق الأوراق المالية، أما ما قبل العتبة فلا تأثير واضح للتضخم، وتتراوح هذه العتبة ما بين (١٠% -٤٠%) من نسبة الزيادة في معدلات التضخم وذلك بحسب الدراسات المختلفة في هذا الموضوع (Boyd, *et.al*, 1996, 1-35) (Boyd, *et.al*, 2003, 1-50).

نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وتطورها

تعدّ أسواق الأوراق المالية العربية مثل باقي الأسواق العالمية من حيث تأريخ نشوئها وتكوينها، إذ لم تكن نشأتها من الفراغ، أو من خلال قرار من السلطات، وإنما نشأت هذه الأسواق بوصفها محصلة للتطورات الاقتصادية التي استوجبت نشأتها تلك، ومن ثمّ تطورت لكي تعطي زخماً جديداً لازدهار وتقدم المعاملات الاقتصادية والمالية في البلدان العربية التي نشأت فيها، وتطورت هذه الأسواق مع نمو اقتصاديات الدول العربية، من خلال زيادة الإنتاج أو التخصص في الأعمال وما لحقه من حاجة إلى المزيد من الكفاءة في استخدام المدخرات الوطنية (صندوق النقد العربي، ١٩٨٤، ١٠).

ولقد اتخذت العديد من الدول العربية خلال الأعوام الأخيرة سلسلة من الإجراءات والسياسات الرامية إلى تطوير أسواق الأوراق المالية المحلية، واستهدفت تلك السياسات بشكلٍ أساس تحسين مناخ الاستثمار وتصحيح الإطار التشريعي لنشاط تلك الأسواق، فضلاً عن إصدار قوانين شاملة ذات أهمية منسجمة ومشابهة لتلك المعمول بها في البلدان الأخرى.

ولقد تمثلت أهداف تلك السياسات في حشد المدخرات المحلية وتوجيهها للاستفادة من فرص الاستثمار بالأسهم والسندات في كل من القطاع العام والخاص، وتيسير عملية التمويل للمشاريع الجديدة، فضلاً عن توسيع رقعة ملكية الشركات المساهمة من خلال التوزيع الواسع لتملك وتداول الأسهم بين الجمهور. وعلى الرغم من ذلك، فإن معظم الدول العربية لم تتمكن بعد من تحقيق الأهداف المرجوة من تطوير أسواق الأوراق المالية لديها، إذ ما زالت تعاني من مشاكل عدم الاستقرار في نوعية الاستراتيجية التنموية المتبعة والحاجة إلى تطوير هياكلها الاقتصادية والاستثمارية وأطرها القانونية والتشريعية المعمول بها، وتعدّ أسواق الأوراق المالية العربية حديثة في حد ذاتها، وحتى الأسواق التي يرجع تاريخ نشأتها إلى ما قبل الاستقلال (تونس، مصر، المغرب) لم يبرز دورها إلى حيز الوجود ويتخذ المكانة المنوط به ضمن التنظيمات المالية المحلية إلاّ مؤخراً (الغزالي، ٢٠٠٤، ١٣). وإن هذه الأسواق ذات طابع ضيق ومحدود، ويعزى هذا إلى أن هذه الأسواق تعاني من القصور في بعض جوانبها المؤسسية، ومن محدودية أنواع الأوراق المالية المتداولة فيها، فمن جهة يلاحظ غياب أو ندرة المؤسسات المالية المتخصصة في مجال الوساطة المالية مثل شركات الاستثمار وصنّاع السوق وشركات إدارة المحافظ، وشركات الاستثمار المالي والشركات التي توفر خدمات حفظ وتسجيل وتحويل الأوراق المالية، مثل مراكز الإيداع والتحويل.

وتواجه أسواق الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر العديد من الصعوبات التي تتمثل في ضآلة عدد الشركات المساهمة ومحدودية الأوراق المالية المعروضة القابلة للتداول التي تقتصر في الغالب على الأسهم فقط، كما يتركز تداول الأوراق المالية في أيدي عدد محدود من المستثمرين مما يعرض التداول إلى ممارسات وتقلبات غير موضوعية.

أداء أسواق الأوراق المالية العربية وتطورها

لقد تحسن أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال المدة (٢٠٠٠-٢٠٠٤)، إذ شهدت هذه الأسواق تحسناً ملحوظاً في جميع مؤشراتها، فحركة الأسعار أظهر (المؤشر المركب)[*] الذي يعتمده صندوق النقد العربي لقياس أداء الأسواق العربية للأوراق المالية، تجاوز نسبة هذا المؤشر ٤٠% لبلوغه أكثر من ١٤٠ نقطة، وأن هذه النسبة تعدّ موازية لنسب أسواق الأوراق المالية العالمية.

أما أحجام أسواق الأوراق المالية العربية، فقد تغيرت القيمة السوقية لهذه الأسواق إيجابياً، إذ بلغت أكثر من ٣٨٠ مليار دولار، وأن التغير الإيجابي للقيمة السوقية للأسواق يعزى إلى ارتفاع أسعار الأسهم للشركات المساهمة في هذه

([*]) **المؤشر المركب**: يتضمن الأسهم نشطة التداول والتي تشكل مجمل قيمتها السوقية (٦٠%) في الأقل من إجمالي القيمة السوقية، ويحتسب هذا المؤشر على أساس سنة الأساس، ووحدة قياسه هي الدولار.

الأسواق، وإن ارتفاع هذه القيمة في الأسواق العربية أدى إلى زيادة حجم هذه الأسواق نسبةً إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولقد تأثر هذا التطور في هذه الأسواق نتيجة للإجراءات التي تهدف إلى تحسين التشريعات والأنظمة المُسنّة التي تحكم أعمال هذه الأسواق، وتعزيز انفتاحها على الخارج مع التركيز على زيادة الشفافية وحماية المستثمرين، كما اشتملت الجهود على مواصلة تحديد أنظمة التداول الالكتروني بالكامل، وعملت الهيئات المسؤولة عن هذه الأسواق على وضع أنظمة التسوية والحفظ المركزي، إذ إن هذا النظام هو سهل من حيث إمكانية تشغيله ببرمجيات اللغة العربية ويفي بالمعايير الدولية المتعارف عليها فيه (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٦٦) .

إن تحديث أنظمة التداول والتسوية والتطور في تقنيات وخدمات المعلومات المعمول بها في الأسواق العربية أسهم في تطور نشاط الوساطة، ونوعية الخدمات المقدمة للمتعاملين، فضلاً عن حرص الهيئات وجهات الإشراف على الأسواق في الدول العربية على تطوير عمل الوسطاء وتعزيز كفاءتهم. ومن جانب آخر يلاحظ أن عدداً من الأسواق العربية توصلت إلى اتفاقيات الإدراج المشترك فيما بينها، وتعمل الهيئات على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية، وتنظيم عمليات الإفصاح وشفافية البيانات المالية الخاصة للشركات المسجلة في الأسواق.

أما على صعيد الانفتاح على الاستثمارات الأجنبية، فقد اتخذت العديد من الدول العربية خطوات عديدة لتعزيز الانفتاح على الاستثمارات الأجنبية، وذلك من خلال إصدار العديد من القوانين التي تشجع على ذلك (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٤، ١٣٢).

كما ساعدت هذه الأسواق في تأدية دور مهم في نجاح عمليات الخصخصة التي تشهدها الآن عدد من الدول العربية من خلال خصخصة عدد من الشركات والمؤسسات العامة.

ومن خلال ما سبق من تطور في أسواق الأوراق المالية العربية، نجد أنه كان هنالك زيادة كبيرة في حجم التداول بالأسهم، وكذلك ارتفاع في أعداد الأسهم المتداولة، وفيما يتعلق بمعدل الدوران والذي يعدّ مؤشراً على سيولة السوق فقد كان له ارتفاع متميز في أسواق الأوراق المالية العربية (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠١، ١٦٤).

العوائق والعيوب التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من الجهود التي بذلتها الدول العربية في مجال تطوير أسواق المال، إلاّ أن هذه الأسواق ما زالت تعاني من عدد من أوجه القصور التي تحد من قدراتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي المطلوب منها اقتصادياً (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٨١). ومن أهم هذه العيوب والعوائق، ما يأتي:

١. محدودية وانخفاض عدد المؤسسات المالية الخاصة بالدول العربية، ولاسيما المصارف، وأسواق الأوراق المالية التي لم تتجاوز ١٥ سوقاً وصغر أحجامها، فضلاً عن ضعف الهياكل التنظيمية لهذه الأسواق ومحدودية الخبرة، وقلة الكفاءات المتخصصة في مجال الأسواق.
٢. تواضع برامج الخصخصة لدى بعض الدول العربية، مما حدد من فرص توسيع حجم وكفاءة أسواق الأوراق المالية فيها.
٣. محدودية الأدوات الحديثة المستخدمة في عمليات أسواق الأوراق المالية العربية لجذب رؤوس الأموال والتي تكاد يقتصر معظمها على تداول الأسهم والسندات وإهمال الأوعية الاستثمارية الأخرى التي أصبحت بالية لدى الأسواق العالمية.
٤. ضعف الثقة لدى المستثمرين العرب، وذلك لقلة المعلومات، وعدم الشفافية والإفصاح، فضلاً عن انعدام الأنظمة الكفوءة في عمليات المقاصة والمحاسبة والمراجعة.
٥. التقلبات الدورية التي تشهدها أسواق المال العربية من جراء اعتمادها الكبير على المصادر الخارجية للتمويل، أو لعدم الاستقرار السياسي والأمني في بعض الدول العربية.
٦. ضعف أواصر التعاون والارتباط بين البورصات العربية من جهة، وأسواق الأوراق المالية العالمية من جهة أخرى، وذلك على طول العقدين الماضيين باستثناء السنوات القلائل الأخيرة (الحسيني، ٢٠٠٥، ٧).
٧. ضعف الأسواق العربية في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية على أثر التدني الملحوظ في أرباح الأسهم في أسواق أوربا واليابان والولايات المتحدة مقارنة مع مثيلاتها في أسواق الأوراق المالية الناشئة.
٨. قصور الأطر التنظيمية والتشريعية، ومنها غياب الاستقرار الإداري وقلة الصلاحيات وفقدان أدوات الرقابة.
٩. ضعف نشاط السوق الأولي، إذ تتسم أحجام الإصدارات الأولية للشركات الحديثة بالضآلة.
١٠. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية، إذ تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية في هذه الأسواق بسبب انخفاض معدل الدخل النقدي والادخار.
١١. ضعف نشاط الوساطة، إذ اقتصر هذا النشاط على أعمال الوساطة بالعمولة، وعلى تنظيم عمليات الاكتتاب في الإصدارات الجديدة في البعض الآخر.

قياس وتحليل تأثير التضخم في أسواق الأوراق المالية العربية

١. فروض الأنموذج

يفترض الأنموذج أن تأثير معدلات التضخم في أسواق الأوراق المالية يتباين بتباين معدلاته. فعند معدلات التضخم المنخفضة يكون تأثير التضخم إيجابياً على

أسواق الأوراق المالية. ولكن عند تجاوزه النقطة الحرجة أو العتبة (Threshold) يكون التأثير سلبياً على أسواق الأوراق المالية. وكما ذكرنا سابقاً أن هذه النقطة تتراوح ما بين ١٠% -٤٠% .

وبما أن معدلات التضخم في الدول التي تضمنتها العينة محدودة وهي تقل في أغلب المشاهدات عن ١٠% فإننا نتوقع أن يكون للتضخم تأثير موجب على مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

سيتم اختبار فرضيات أخرى فيما يتعلق بالعلاقة بين التضخم وأسواق الأوراق المالية. والفرضية الأولى تتعلق بالسياسة المالية، فعند معدلات التضخم العالية تفرض الحكومة قيوداً على القطاع المالي لتحول دون توسع الإقراض. لذا عادة ما تترافق معدلات التضخم العالية مع النظام المالي الضعيف. من هنا سيتضمن الأنموذج الذي سيتم تقديره عجز الموازنة العامة لنتمكن من الأخذ بالاعتبار درجة انخراط الحكومة في سياسة الكبح المالي (Boyd, *et.al*,2001, 224).

الفرضية الثانية التي ينبغي أخذها بالاعتبار تتعلق بمستوى الأداء الاقتصادي. فالنمو الاقتصادي العالي عادة ما يترافق مع معدلات تضخم منخفضة، في الوقت ذاته تنشط أسواق الأوراق المالية وتتطور بشكل أسرع من تطورها في ظل نمو اقتصادي بطيء، بافتراض أن الخدمات المالية هي من نوع السلع الاعتيادية. من هنا نجد أن معدلات التضخم العالية تترافق مع أداء مالي متواضع. لذا سنضمّن أنموذجنا متغير الناتج المحلي الإجمالي ليمثل مستوى الأداء الاقتصادي (Boyd, *et.al*, 2001, 224).

الفرضية الثالثة التي سيتم تضمينها هي التشوهات السعرية والتجارية وتشوهات سعر الصرف التي تؤثر في القرارات الاقتصادية، وسيتم أخذ ذلك بالاعتبار من خلال إضافة متغير سعر الصرف إلى الأنموذج (Boyd, *et.al*, 2001, 232).

والمخطط ٢ يوضح التأثير المباشر لمعدلات التضخم على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية، والتأثير غير المباشر من خلال أسعار الصرف، ومتوسط دخل الفرد، وعجز الموازنة.

وبذلك فإن الأنموذج الذي سيربط معدل التضخم بمؤشرات أسواق الأوراق المالية سيعدل بثلاثة متغيرات إضافية لاحتواء الفرضيات الثلاث المذكورة آنفاً. ومن ثم سيتم توصيف الأنموذج بالصيغة الآتية:

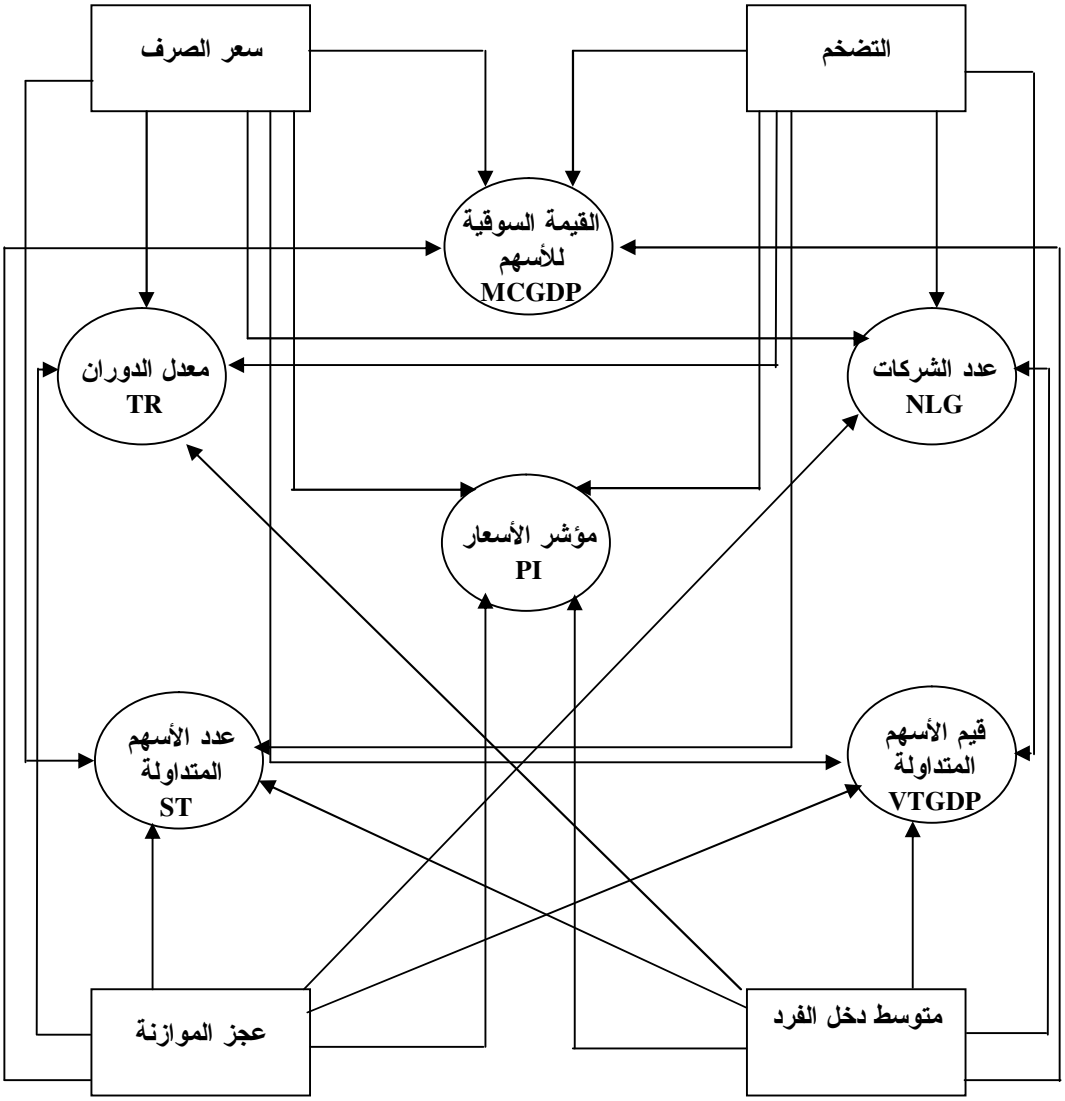
$$DFM = \alpha + B_0INF + B_1EX + B_2PC + B_3\ NGPGDP + U$$

DFM: مؤشر أسواق الأوراق المالية (وتتضمن القيمة السوقية للأسهم، وعدد الشركات المسجلة، وقيم الأسهم المتداولة، وعدد الأسهم المتداولة، ومعدل دوران الأسهم، ومؤشر الأسعار).

أما المتغيرات المستقلة فهي:

١. معدل التضخم (Inf): يقاس التضخم بالتغير السنوي في الأرقام القياسية للأسعار.

٢. متوسط دخل الفرد (PC)
٣. سعر الصرف (EX): وهو سعر الصرف الرسمي للعملات المحلية مقابل الدولار، وبعبارة أخرى سعر الوحدة من عملة ما مقدرة بوحدات عملة أجنبية أخرى
٤. العجز في الموازنة كنسبه من الناتج المحلي الإجمالي (GPGDP): وتمثل الفرق بين الإيرادات والنفقات العامة.



المخطط ٢
المتغيرات المعتمدة الستة لأسواق الأوراق المالية العربية والمتمثلة بالشكل الدائري والمتغيرات المستقلة الأربعة والمتمثلة بالشكل المستطيل

٢ . نتائج التقدير

لقد تم تقدير الأنموذج الذي تم توصيفه باستخدام بيانات تجميعية للمقطع العرضي والسلاسل الزمنية للدول المنضمة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

أولاً. تأثير التضخم في القيمة السوقية للأسهم

يوضح الجدول ١ نتائج تقدير المتغيرات التفسيرية على مؤشر القيمة السوقية للأسهم ويتضح أن معدل التضخم لا يؤثر بشكل معنوي في القيمة السوقية للأسهم. ويرجع السبب إلى انخفاض معدلات التضخم للدول العربية عينة الدراسة، وكما تم الإشارة إلى ذلك في افتراضات النموذج.

الجدول ١

نتائج تقدير تأثير التضخم وباقي المتغيرات المستقلة في القيمة السوقية للأسهم

المتغير المستقل	المعامل	قيمة t
Constant	34.99	3.28
inf	-0.409	0.23
Ex	0.985	0.75
Pc	2.521	2.49
NGPGDP	1.167	2.13
R^2= 27.2%	R^2(adj)= 22.2%	F=5.42
D.W= 0.41		

ثانياً. تأثير التضخم في عدد الشركات المساهمة والمسجلة داخل السوق

تعبّر نتائج الجدول ٢ عن أن معدلات التضخم لا تؤثر معنوياً في عدد الشركات المسجلة، والسبب في ذلك هو أن معدلات التضخم في الدول العربية منخفضة.

الجدول ٢

نتائج تقدير تأثير التضخم وباقي المتغيرات المستقلة في عدد الشركات

المتغير المستقل	المعامل	قيمة t
Constant	318.1	2.93
inf	16.97	0.96
Ex	-5.31	0.40
Pc	-23.60	2.29
NGPGDP	8.284	1.49
R^2= 15.1%	R^2(adj)= 9.2%	F=2.57
D.W= 0.12		

ثالثاً. تأثير التضخم في معدل الدوران

توضح نتائج الجدول ٣ تأثير معدلات التضخم في معدل الدوران، ويظهر أن معدل التضخم لا يؤثر بشكل معنوي في معدل الدوران.

الجدول ٣
نتائج تقدير تأثير التضخم في معدل دوران الأسهم

المتغير المستقل	المعامل	قيمة t
Constant	3.375	0.43
inf	2.036	1.60
Ex	0.569	0.59
Pc	2.571	3.46
NGPGDP	0.355	0.88
R^2= 24.4%	R^2(adj)= 19.2%	F=4.69
D.W= 0.76		

رابعاً. تأثير التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم

يوضح الجدول ٤ تأثير معدلات التضخم في المؤشر العام للأسعار، ومن خلال النتائج يتضح أن تأثير معدل التضخم في المؤشر العام للأسعار غير معنوي.

الجدول ٤
نتائج تقدير تأثير التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم

المتغير المستقل	المعامل	قيمة t
Constant	-8.38	0.83
inf	1.424	0.87
Ex	0.659	0.53
Pc	1.367	1.42
NGPGDP	0.778	1.50
R^2= 10.2%	R^2(adj)= 4.0%	F=1.65
D.W= 2.15		

خامساً. تأثير التضخم في قيم الأسهم المتداولة

من خلال نتائج الجدول ٥ يتضح أن تأثير معدلات التضخم في قيم الأسهم المتداولة إيجابياً ومعنوياً، وأن تغير معدل التضخم بوحدة واحدة يزيد من قيمة الأسهم المتداولة بمقدار١,٨.

الجدول ٥
نتائج تقدير تأثير التضخم في قيم الأسهم المتداولة

المتغير المستقل	المعامل	قيمة t
Constant	-5.452	0.89
inf	1.790	1.79
Ex	0.570	0.76
Pc	2.427	4.15
NGPGDP	0.444	1.40
R^2= 33.5%	R^2(adj)= 28.9%	F=7.30
D.W= 1.08		

سادساً. تأثير التضخم في عدد الأسهم المتداولة في السوق

من خلال نتائج الجدول ٦ نجد أن معدلات التضخم تؤثر بشكل إيجابي ومعنوي في عدد الأسهم المتداولة، وأن تغير بوحدة واحدة سوف يقود إلى تغير بمقدار ٣,٤٠٢، وذلك لأن زيادة معدل التضخم يؤدي إلى زيادة الاستثمارات في مجال الأسهم ومن ثم زيادة عدد الأسهم المتداولة.

الجدول ٦
نتائج تقدير تأثير التضخم في عدد الأسهم المتداولة في السوق

المتغير المستقل	المعامل	قيمة t
Constant	-17.346	2.35
inf	3.402	2.83
Ex	0.425	0.47
Pc	3.897	5.55
NGPGDP	0.619	1.63
R^2= 47.5%	R^2(adj)= 43.8%	F=13.10
D.W= 1.18		

النتائج

أثبتت النتائج القياسية أن تأثير التضخم في مؤشرات أسواق الأوراق المالية كان متبايناً، إذ إن تأثير معدلات التضخم كان موجباً ومعنوياً في مؤشري قيمة الأسهم المتداولة وعددها، فيما كان التأثير غير معنوي على باقي المؤشرات.

المضامين السياسية

١. إن تباين تأثير معدلات التضخم في أسواق الأوراق المالية يفرض على واضعي السياسات التحكم في معدلات التضخم بما يحافظ عليها والذي من شأنه أن يؤمن

عدم تأثير هذه المعدلات سلبياً على أداء أسواق الأوراق المالية ومن ثمّ النمو الاقتصادي.

٢. في ضوء برامج التكيف الاقتصادي التي تتبعها الدول العربية ينبغي على واضعي السياسات الاقتصادية أن يأخذوا بنظر الاعتبار التأثيرات التي يتركها تطبيق هذه السياسات في معدلات التضخم بوصفها نتيجة عرضية، وإن هذه التأثيرات ستنعكس على أداء أسواق الأوراق المالية، ومن ثمّ ستنعكس على النمو الاقتصادي.

المراجع

أولاً - المراجع باللغة العربية

١. الحسابات القومية للدول العربية، ١٩٩٢ -٢٠٠٢، صندوق النقد العربي.
٢. صندوق النقد العربي، ١٩٨٤، أسواق رأس المال في الدول العربية واقعها ومجالات تطويرها، أبو ظبي.
٣. صندوق النقد العربي، ٢٠٠٤، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية www.amf.org.ae.
٤. صندوق النقد العربي، ١٩٩٢ -٢٠٠٢، مؤشرات اقتصادية للدول العربية.
٥. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد(سنوات متعددة).
٦. عرفان الحسيني، ٢٠٠٥، الأزمات الاقتصادية www.alnwady.com.
٧. عيسى محمد الغزالي، ٢٠٠٤، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد (٢٧).
٨. منير إبراهيم هندي، ١٩٩٩، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ط١، الإسكندرية.
٩. النقد والائتمان للدول العربية، ١٩٩٢ -٢٠٠٢، صندوق النقد العربي.

ثانياً - المراجع باللغة الأجنبية

1. Barnes ,Michelle L., 2000"Threshold Relationships Among inflation Financial Markets Development and Growth". www.economics.adelaid. edu.au.2000
2. Boyd ,John H., Ross Levine, Bruce D. Smith, 2001," The Impact of Inflation on Financial Sector Performance", Journal of Monetary Economics,47.
3. Boyd, John H. and Bruce Champ, 2003, Inflation and Financial Market Performance, What Have Learned in the Last years. www.cleveland org /research/2003
4. Boyd, John, H.,Ross Levine and Bruce D. Smith, 1996, Inflation and Financial Market Performance ,Federal Reserve Bank of Cleveland wp17.
5. Ely, David P. & Kenneth J., Robinson, 1987, The Stock Market and Inflation A Synthesis of the Theory and Evidence, Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review.
6. Joyce ,Michael, 1999, The Impact of Inflation News on Financial Market. www.bankof england.co-uk/publications/quarterly bulletin /impact 1999.
7. Sigh, A., 1997, Stock Markets, Financial Liberalization Economic development, No.2.