

إمكانية استخدام السوق المالية في التنبؤ بالدورات الاقتصادية

م. م. حيدر حسين آل طعمة

مدرس مساعد/ قسم العلوم المالية والمصرفية
كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء.

الخلاصة

تعد الدورات الاقتصادية ظاهرة اقتصادية عالمية تواجه الكثير من بلدان العالم وقد سخر العالم المتقدم جهوداً حثيثة لمواجهتها، بقصد تحجيمها أو الحد منها، إذ طور علماء الاقتصاد عدد من المؤشرات التي يمكن من خلالها التنبؤ بالدورة الاقتصادية ومن ثم الاستعداد لها. تبحث هذه الدراسة في إمكانية اعتماد السوق المالية كأداة فعالة في التنبؤ بالتقلبات الدورية التي تنتاب النشاط الاقتصادي المستقبلي، ومن خلال التحري التجريبي عن حالة الولايات المتحدة الأمريكية، تؤكد صحة فرضية إن السوق المالية مؤشر مهم وفعال في التنبؤ بالدورات الاقتصادية.

RESUME

The business cycles are a global , economic phenomenon facing many countries of the world . In return, the advanced world offered quick efforts to face it, intending to size it or be confined. Economists developed several indicators by which could be predicting the future economic activity. This study deals with the ability of activity. depending the financial market as an effective instrument in predicting the cyclical fluctuations which attack the future economic activity. By the empirical examination of the U.S. case , seemed certainly the correctness of the hypothesis that the financial market is an important , effective indicator in predicting economic cycles.

المقدمة Introduction

تتميز الحياة الاقتصادية للمجتمعات الحديثة بتقلبات دورية (Cyclical Fluctuations) في النشاط الاقتصادي، غير إن هذه التقلبات لم تنل من النظرية الاقتصادية إلا قليلاً من الاهتمام حتى الأزمة الحديثة. ونتيجة للكساد العظيم (Great Depression) وما خلفه من آثار اقتصادية واجتماعية واسعة الانتشار طالت معظم الدول الرأسمالية، اضطر التحليل النظري والتجريبي إلى دراسة طبيعة الدورة الاقتصادية وأسبابها. فمنذ نهايات الحرب العالمية الثانية (WWII) وموضوعات الاقتصاد الكلي تشحن بالمناقشات الجادة حول أسباب الدورة الاقتصادية وطرق الوقاية منها، وبفضل الأعمال الرائدة لجان تينبرجن ولورانس كلاين (Jan Tinbergen & Lawrence Klein) الفائزين بجائزة نوبل وآخرين، اكتسبت عمليات التنبؤ (Predicting) بمتغيرات الاقتصاد الكلي قدراً أكبر من المصادقية، فقد حاول علماء الاقتصاد التمعن في مستقبل النشاط الاقتصادي (economic activity) عن طريق النظر في بيانات يمكن توفيرها بسهولة، من نحو أسعار الأوراق المالية (Securities Prices) فقد لوحظ تحرك أسعار الأسهم بشكل متناسق ومنتظم مع حركة المتغيرات الاقتصادية الأخرى، وبفواصل زمنية محددة. إذ أفصح اختبار منات السلاسل الزمنية إن ارتفاع أسعار الأسهم إلى أعلى مستوياتها كان قبيل

وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش (الازدهار الاقتصادي) كما كان انخفاض أسعار الأسهم إلى أدنى مستوياتها قبيل اتجاه النشاط الاقتصادي صوب قاع الركود (الكساد الاقتصادي). وعلى هذا الأساس يجد المحللون الاقتصاديون والماليون إن حركة أسعار الأسهم مؤشراً مهماً (important indicator) للتنبؤ بالدورة الاقتصادية.

Research Problem

أولاً- مشكلة الدراسة

من الخصائص المميزة للحياة الاقتصادية ظاهرة تقلب النشاط الاقتصادي، صعوداً وهبوطاً، وعادة ما يُخلف التذبذب في مستوى النشاط الاقتصادي تكاليف اقتصادية وإنسانية هائلة من نحو تناقص الإنتاج الكلي وانتشار البطالة وانخفاض الدخل الحقيقي للأفراد، هذا الوضع يتطلب التنبؤ بالدورات الاقتصادية لغرض الاستعداد لها والحد من أثارها السلبية.

Research Hypothesis

ثانياً- فرضية الدراسة

ينطلق البحث من فرضية مركزية مفادها إمكانية التنبؤ بالدورة الاقتصادية من خلال تتبع سلوك الأسواق المالية.

Research Hypothesis

ثالثاً- هدف الدراسة

يهدف البحث بشكل رئيس إلى تحليل العلاقة بين السوق المالية والنشاط الاقتصادي وبأسلوب مبسط، دون الخوض في غمار نظريات الدورة الاقتصادية وإنما عبر صياغة إطار نظري للاستعانة به في اختبار الفرضية التي طرحتها الدراسة، كون السوق المالية أداة فعالة في التنبؤ بالنشاط الاقتصادي المستقبلي.

Research Approach

رابعاً- منهج الدراسة

بغية تحقيق هدف البحث تم اعتماد أسلوب المزج بين المنهج الوصفي - التحليلي، والمنهج الكمي لاسيما في المبحث الرابع المتعلق بقياس العلاقة بين تغيرات السوق المالية الجارية وتغيرات النشاط الاقتصادي، المتمثل بالنتائج المحلي الإجمالي، الجاري والمستقبلي.

Research Limitations

خامساً- حدود الدراسة

تحقيقاً لهدف لبحث واختبار فرضيتها، تم اختيار سوق نيويورك للأوراق المالية لتمثيل أسواق المال العالمية، كونها من أقدم الأسواق المالية فضلاً عن كفاءتها مقارنة بباقي الأسواق المالية. أما الحدود الزمانية للدراسة فقد اشتملت على الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة نيويورك (S&P 500) للمدة (1980-2006) بيانات سنوية والمدة (2000-2006) بيانات فصلية.

المبحث الأول: - طبيعة الدورة الاقتصادية ومراحلها

تعد مشكلة التقلبات في مستوى النشاط الاقتصادي أو ما اصطلح على تسميته بالدورة التجارية (Business Cycle) من المشكلات الرئيسية التي تواجه البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، والواقع إن خاصية تقلب النشاط الاقتصادي ظلت ملازمة لتطور المجتمعات الاقتصادية الحديثة عبر الزمن، إذ أن هناك سلاسل من تقلبات النشاط الاقتصادي في مجموعته منذ نهايات القرن التاسع عشر وحتى نهايات القرن العشرين. وبهذا المعنى يمكن القول بأن هذه الدورات كانت متكررة، وليس من الممكن أن نذكر شيئاً على وجه الدقة والتحديد فيما يتعلق بتوقيتها أو حجمها، إذ إن بعض الدورات كانت أكبر وأطول من غيرها.

أولاً: - مفهوم الدورة الاقتصادية وخصائصها

تعرف الدورة الاقتصادية بأنها تغير كمي ينتاب النشاط الاقتصادي الكلي. ومن ثم فإن الدورة الاقتصادية إن هي إلا انعكاس للتقلبات في الكميات الاقتصادية الكلية، كما إن أوضح مظهر لهذا التقلب يتمثل في تقلبات حجم الناتج الكلي الحقيقي والاستخدام والمستوى العام للأسعار. وفي حين إن الدورات الاقتصادية ليست توائم متماثلة فإن فيها نوعاً من التشابه المألوف، إذ يوجد عدد من المظاهر التي يمكن من خلالها التنبؤ باتجاه النشاط الاقتصادي، فعلى سبيل المثال تم تشخيص عدد من المؤشرات التي كانت مقدمة لأغلب الدورات الاقتصادية التي اجتاحت الولايات المتحدة الأمريكية، أهمها: -

- 1- انخفاض مشتريات المستهلكين بحدّة مع تزايد مخزون قطاعات الأعمال من السلع وبشكل غير متوقع.
- 2- انخفاض الطلب على الأيدي العاملة⁽¹⁾.
- 3- يسبق الدورة الاقتصادية تغير كبير في المستوى العام للأسعار، إلا أن تغيرات أسعار الأسهم والسندات تسبق تغير أسعار السلع والخدمات.
- 4- تحدث تغيرات أسعار الجملة والإنتاج مبكراً، قبل تغيرات الاجور وأسعار الفائدة.
- 5- تحدث تغيرات أسعار المواد الخام قبل تغيرات أسعار السلع الأخرى.
- 6- تتخلف أسعار التجزئة وراء أسعار الجملة⁽²⁾.

ثانياً: - مراحل الدورة الاقتصادية

تشير السلاسل الزمنية الخاصة بالنشاط الاقتصادي، معبراً عنه بالناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product) إن الاقتصاد لا ينمو بطريقة سلسة ومتناسقة بل يخضع للدورة الاقتصادية، إذ يمكن من خلال تتبع اتجاهات النشاط الاقتصادي بيانياً وإحصائياً، تشخيص أربع مراحل للتقلبات الاقتصادية⁽³⁾: -

1- مرحلة الركود (الانكماش) Recession Stage

في هذه المرحلة ينخفض الدخل الكلي والاستخدام ومستوى الاستثمار والتجارة (التبادل التجاري) وتتصف هذه المرحلة بتقلص النشاط الاقتصادي في غالبية القطاعات الاقتصادية، وعادة ما تستمر لمدة ستة أشهر أو أكثر بقليل.

2- مرحلة الكساد Depression Stage

في هذه المرحلة يصل النشاط الاقتصادي إلى أدنى مستوى له، والذي يطلق عليه قاع الركود (Bottom of Recession) إذ ينخفض المستوى الكلي للإنتاج وتنتشر البطالة فضلاً عن انخفاض المستوى العام للأسعار. وبرز مثال على هذه الحالة ما تعرض له الاقتصاد العالمي خلال المدة (1929-1932).

3- مرحلة الانتعاش Recovery Stage

في هذه المرحلة يميل المستوى العام للأسعار إلى الثبات، ويبدأ النشاط الاقتصادي بالتزايد، ولكن ببطء، إذ ترتفع الأرباح الكلية والأجور وأسعار الفائدة وتزداد مستويات الاستخدام، وكلما اقتربت مرحلة الانتعاش من القمة تبدأ الأسعار بالارتفاع.

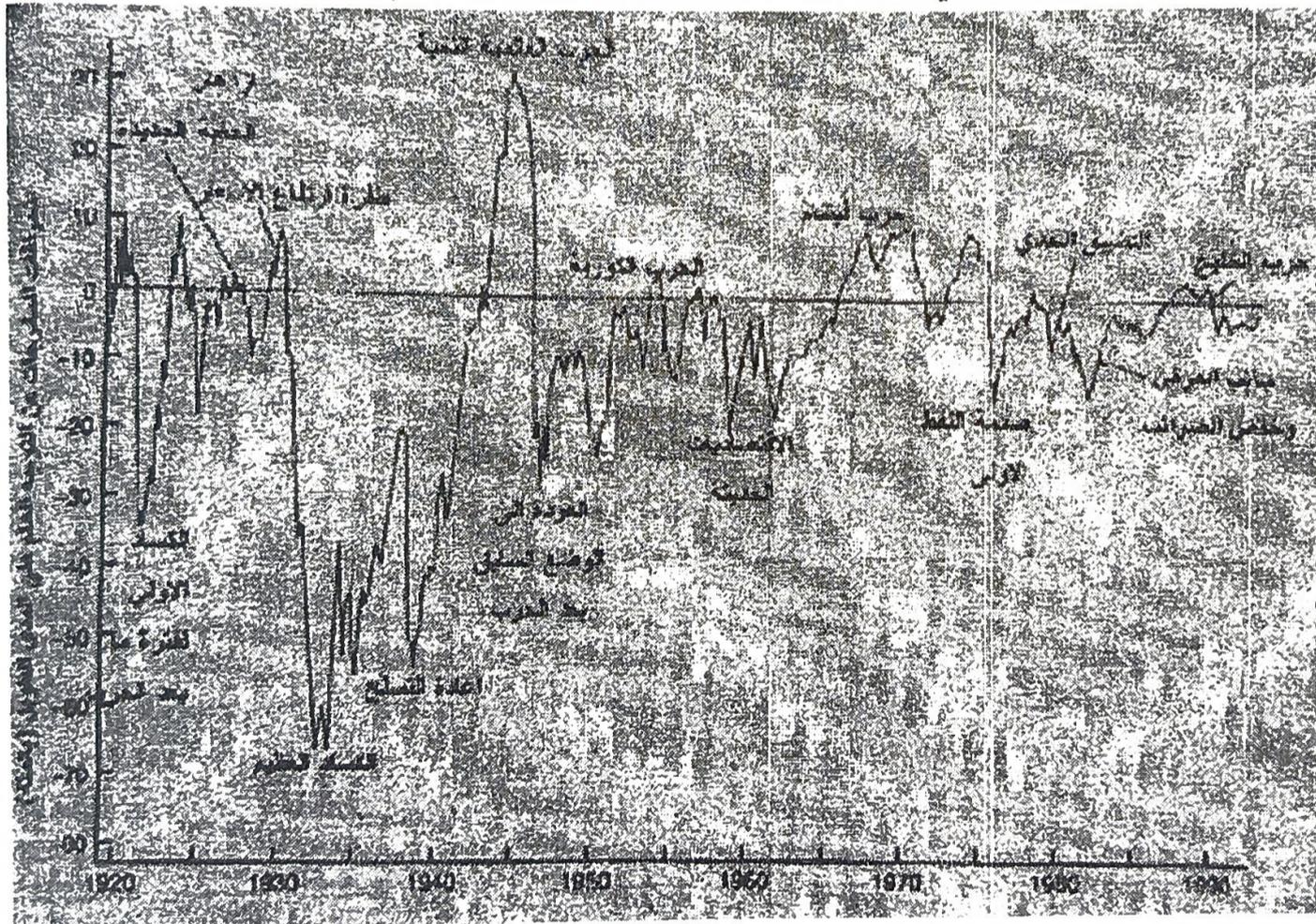
4- مرحلة الازدهار Prosperity Stage

تسمى كذلك بمرحلة الرواج الاقتصادي (Economic Boom) حيث تتميز هذه المرحلة بتزايد الإنتاج والأرباح بشكل سريع، كما وتنخفض معدلات البطالة إلى أدنى مستوياتها، فضلاً عن استغلال جميع الطاقات المتاحة في الاقتصاد القومي.

وكما اشرنا سابقاً، إن للدورة أنماطاً غير منتظمة، إذ لا نجد دورتين متشابهتين، وليس هنالك معادلة دقيقة، كذلك التي يمكن تطبيقها على دورات الكواكب أو حركة البندول، يمكن استخدامها للتنبؤ بالدورات الاقتصادية وتوقيتها، بل إن الدورات الاقتصادية تشبه في عدم انتظامها تقلبات الطقس، ويبين الشكل (1) كيف قارع الاقتصاد الأمريكي الدورات الاقتصادية طيلة تاريخه الحديث.

(شكل-1)

النشاط الاقتصادي للولايات المتحدة الأمريكية خلال المدة (1919-1992)



المصدر: بول سامولسون ووليام نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 588.

يبين الشكل (1) كيف إن الدورات الاقتصادية، التي اجتاحت التطور الاقتصادي في الولايات المتحدة، أشبه بسلاسل الجبال مع مستويات مختلفة من التلال والوديان، فبعض هذه الوديان عريضة وشديدة العمق كما حدث في فترة الكساد العظيم وبعضها ضيق قليل العمق كما حدث في أزمة عام (1970).

المبحث الثاني :- طبيعة السوق المالية وأدائها

تشكل السوق المالية ركنا أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات الرفاه الاقتصادي (Economic Welfare) لأفراده، فضلاً عن كونها مرآة للوضع الاقتصادي العام للدولة. ونتيجة للروابط القوية بين السوق المالية والاقتصاد، عُدَّ استقرار هذه السوق مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وعُدَّت مؤشرات أداء هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية (Economic Indicators) المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

أولاً: هيكل ومفهوم السوق المالية

تعرف السوق المالية (Financial Market) بأنها عبارة عن إطار تنظيمي يتم بموجبه تداول الأوراق المالية ومشتقاتها، من حيث البيع والشراء⁽⁴⁾. فمن خلال هذه السوق يتم تحويل الأموال من وحدات الفائض (Surplus Units) التي ترغب بالاستثمار إلى وحدات العجز (Deficit Units) التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار⁽⁵⁾. ولا يشترط وجود مكان مادي للسوق إذ يكفي توافر وسائل اتصال فعالة لاتصال البائع بالمشتري، بحيث يكون الاتجاه السائد في أي لحظة زمنية واحداً بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة. ويمكن النظر للأسواق المالية من أكثر من زاوية، ومن ثم تصنيفها طبقاً لأكثر من أساس، وكما يلي:-

أ- التصنيف حسب طبيعة الاستحقاق

1- سوق نقد (Money Market) // تتمثل سوق النقد بالمؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية قصيرة الأجل (Short-Term) كاذونات الخزينة (Treasury Bill) والأوراق التجارية (Commercial Papers) وغيرها، أي إقراض النقود واقتراضها لأجل لا يزيد عن السنة⁽⁶⁾.

2- سوق رأس المال (Capital Market) // تعرف سوق رأس المال بأنها سوق الأموال متوسطة وطويلة الأجل (Intermediate and Long Term)، كونها تمثل الإطار الذي تلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات متوسطة وطويلة الأجل بصورة مباشرة، وذلك بالاكتتاب بالأسهم والسندات.

ب- التصنيف حسب طريقة التداول⁽⁷⁾:-

1- السوق الحاضرة (الفورية) Spot Market // هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين، إذ يتم تصفية الصفقة مباشرة ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري.

2- السوق المستقبلية (الآجلة) Future Market // في هذا النوع من الأسواق المالية يتم عقد الصفقة مباشرة، إلا إن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق، وحسب تاريخ العقد.

ج- التصنيف حسب طبيعة الإصدار⁽⁸⁾:-

1- السوق الأولية (Primary Market) // يقصد بالسوق الأولية (سوق الإصدار): السوق

التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، بمعنى آخر إن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة لها. فإذا أصدرت مؤسسة مصرفية متخصصة (Investment Banker or Bank) أسهماً للاكتتاب العام فإنها تُطرح من قبلها مباشرة في هذه السوق ولهذا تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها أي بين البائع (المصدر) والمشتري (المستثمر).

2- السوق الثانوية (Secondary Market) // يقصد بالسوق الثانوية (سوق التداول): السوق

التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها أول مرة في السوق الأولية بيعاً وشراءً. فالسوق الثانوية هي سوق الإصدارات القائمة والجديدة، فعن طريق هذه السوق تتحقق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية. وبناءً على ذلك فإن السوق الأولية توفر تمويل فعلي للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية في حين إن التعامل في السوق الثانوية لا يعدو عن كونه نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر.

د- التصنيف حسب طبيعة التنظيم⁽⁹⁾:-

يوجد أكثر من نظام لتداول الأوراق المالية في سوق التداول، وتلعب هذه الأنظمة دوراً مهماً في تطوير السوق الثانوية وتنشيطها، وهناك نمطان رئيسان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول هما:

1- السوق المنظمة (Organized Market) // هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية

المدرجة، بمواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايمة العلنية وتتميز هذه السوق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم والذي يدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة ويقتصر التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية المسجلة.

2- السوق غير المنظمة (Unorganized Market) // يطلق اصطلاح السوق غير المنظمة

على العمليات الجارية خارج الصالة (Over the Counter Market) التي تتولاها بيوت السمسرة، وتختلف هذه السوق عن البورصة (السوق المنظمة) في عدم وجود مكان محدد تجري فيه المعاملات، وإنما يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات قوية (هاتفية أو حاسوبية) تمكن المتعاملين من تحديد أفضل الأسعار، ويتم التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية المسجلة وغير مسجلة. وتتضمن السوق غير المنظمة - التي هي احد مكونات السوق الثانوية - أسواق أخرى فرعية، كالسوق الثالثة والسوق الرابعة.

ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية

تعد الأوراق المالية (Securities) وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال، السلعة الرئيسية المتداولة في السوق المالية الفورية. وتمثل الورقة المالية صكاً يُعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو من اصول منشأة ما، أو على الحقين معا، فحملة الأسهم العادية والممتازة مثلاً لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد من عمليات المنشأة، كما إن لهم نصيباً في اصولها، وإن كان ليس من حقهم المطالبة به، ولا سيما إن كانت المنشأة ما تزال مستمرة (Going Concern). كذلك فإن لحملة السندات نصيباً في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيباً في الاصول المرهونة مقابل السندات المصدرة، أو في الاصول بصفة عامة، وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية⁽¹⁰⁾.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية (Equity) كالأسهم العادية (common Stocks) وأوراق مالية تمثل مديونية (Debt) كالسندات (Bonds) وما يماثلها، أما الأسهم الممتازة (Preferred Stocks) فتعتبر هجيناً (Hybrid) من الأسهم العادية والسندات وان كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل حقوق ملكية.

كذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل من نحو إشعارات الخزينة (Treasury Notes) والقبولات البنكية (Banker's Acceptances) وشهادات الإيداع (Certificate of Deposit) واتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreement) وغيرها، وأوراق مالية متوسطة الأجل (تتراوح مدتها مابين السنة إلى عشر سنوات) كسندات القرض الحكومية متوسطة الأجل، ثم أوراق مالية طويلة الأجل أي ما يزيد عن عشر سنوات كالأسهم الصادرة عن الشركات الخاصة أو السندات الحكومية الدائمة⁽¹¹⁾.

فيما تختص السوق المستقبلية بتداول مشتقات الأوراق المالية، فالمشتقات عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل السندات والأسهم والسلع. وتستخدم هذه الأدوات لغرض التحوط تجاه مخاطر التقلب في أسعار تلك الأصول وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات، لعل من أهمها وأكثرها انتشاراً عقود الخيارات (Options) والعقود الآجلة (Forward) والعقود المستقبلية (Futures) والمبادلات (Swaps)⁽¹²⁾.

المبحث الثالث:- علاقة السوق المالية بالنشاط الاقتصادي

لا تتحرك أسعار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) صعوداً وهبوطاً، بشكل منعزل عن تحرك المتغيرات الاقتصادية الأخرى، فقد أشارت عدة دراسات إلى أن أسعار الأوراق المالية (وبخاصة الأسهم) تتحرك بشكل متناسق مع حركة المتغيرات الاقتصادية الأخرى، وبفواصل زمنية محددة. إذ أفصح اختبار مئات السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية ذات الصلة بالدورات الاقتصادية في الماضي، عن وجود ثلاث مجموعات من المؤشرات الاقتصادية⁽¹³⁾:-

1- المؤشرات القائدة (السابقة للأحداث) Leading Indicators

هي تلك المؤشرات التي يكون التغير الذي يطرأ عليها سابقاً للتغير الذي يطرأ على الحالة الاقتصادية العامة، إذ تسبق حركة هذه المؤشرات تقلبات مستوى النشاط الاقتصادي (نقاط القمة والقعور). بعبارة أخرى إن هذه المؤشرات تصل إلى القمة (الازدهار) أو القعر (الركود) قبل النشاط الاقتصادي وبفواصل زمنية محددة، ومن ثم يمكن عن طريق هذه المؤشرات التنبؤ بما سيؤول إليه النشاط الاقتصادي مستقبلاً، ومن أهم هذه المؤشرات:-

- أ- مؤشرات أسعار الأسهم.
- ب- صافي التغير في المخزون.
- ج- مؤشرات تأسيس منشآت جديدة.
- د- مؤشرات تصاريح البناء.

2- المؤشرات المتزامنة Coincident Indicators

تتضمن هذه الفئة السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية التي تتحرك بشكل متزامن مع مستوى النشاط الاقتصادي، إذ يظهر التغير في هذه المؤشرات في نفس اللحظة التي يحدث فيها التغير في الحالة الاقتصادية العامة، وأهم هذه المؤشرات:-

- أ- مؤشر الإنتاج الصناعي.
- ب- المبيعات الصناعية والتجارية.
- ج- دخل الفرد مطروحاً منه التحويلات للغير.

3- المؤشرات المتخلفة (اللاحقة للأحداث) Lagging Indicators

تتضمن هذه المجموعة المؤشرات (Indicators) التي تحدث التقلبات فيها بعد تقلب مستوى النشاط الاقتصادي ككل، واهم هذه المؤشرات:-

أ- المخزون الصناعي والتجاري.

ب- متوسط البقاء في العمل.

ج- حجم القروض للتجارة والصناعة.

د- معدل التغير في الحد الأدنى للفائدة على القروض.

إضافة إلى هذه المجموعات، هنالك بعض المتغيرات الاقتصادية التي لا يمكن إدراجها ضمن أي من المجموعات السابقة، من نحو حالة ميزان المدفوعات (الفائض والعجز). إن ما يهمنا من استعراض هذه المؤشرات، هو أن نشير إلى أن مؤشر أسعار الأسهم (وبخاصة العادية) يعد واحداً من المتغيرات المتضمنة في المجموعة الأولى، ومن ثم فإن حركة أسعار الأسهم تسبق تحرك النشاط الاقتصادي، وهذا ما أكدته الدراسات السابقة.

أما فيما يخص السندات، فقد عكست السلاسل الزمنية الماضية، والخاصة بمؤشر السندات في الولايات المتحدة الأمريكية تخلف أسعار السندات عن مستوى النشاط الاقتصادي، وفيما يلي توضيحاً للتباين الحاصل بين سلوك أسعار الأسهم والسندات في السوق المالية⁽¹⁴⁾:-

1- الأسهم Stock

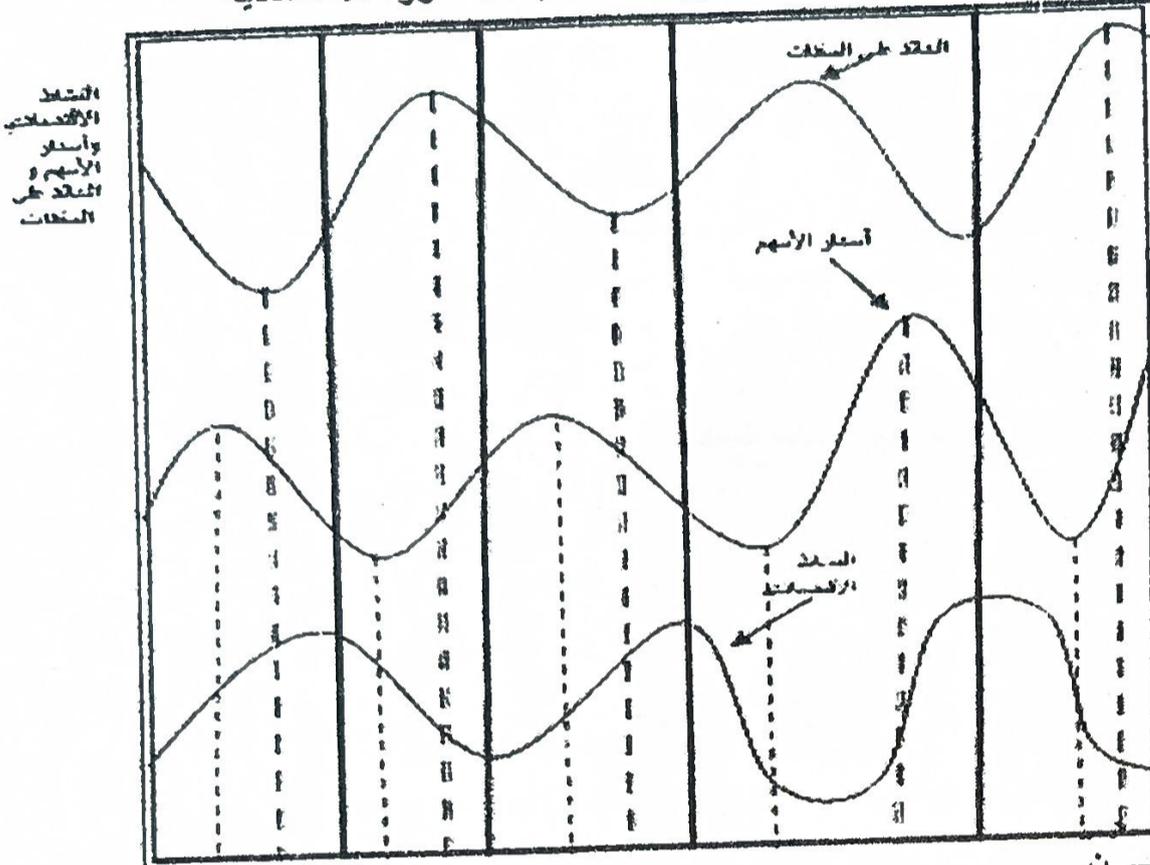
غالباً ما تتحرك أسعار الأسهم باتجاه معاكس لحركة أسعار السندات، إذ تصل أسعار الأسهم إلى أعلى مستوياتها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش (الازدهار). وتنخفض أسعارها إلى أدنى مستوياتها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود (الكساد) وعلى هذا الأساس يجد المحللون الاقتصاديون والماليون أن حركة أسعار الأسهم مؤشراً مهماً للتنبؤ بالدورة الاقتصادية.

2- السندات Bonds

تنخفض أسعار السندات في مرحلة الانتعاش الاقتصادي بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، نظراً للعلاقة العكسية التي تربط أسعار السندات بأسعار الفائدة* وعلى العكس من ذلك تماماً تميل أسعار السندات للارتفاع أثناء مرحلة الكساد، وذلك لأن أسعار الفائدة أثناء هذه المرحلة تبدأ بالتراجع، انظر شكل (2).

شكل (2)

سلوك أسعار الأسهم و العائد على السندات أثناء الدورة الاقتصادية



الزمن

المصدر: محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 132.

يبين الشكل (2) سلوك أسعار الأسهم والعائد على السندات أثناء الدورة الاقتصادية، إذ يلاحظ إن وصول أسعار الأسهم للقمة، يسبق وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش (الأزدهار) كذلك فإن انخفاض أسعار الأسهم إلى أدنى مستوياتها يسبق وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود، وعلى العكس من ذلك تماماً فإن العائد على السندات يصل إلى أدنى مستوياته بينما يواصل النشاط الاقتصادي تقدمه تجاه قمة الانتعاش، ويرتفع العائد على السندات أثناء تدهور النشاط الاقتصادي وتراجعه نحو القاع.

ولكن ما هي الأسباب الكامنة وراء أسبقية تغير أسعار الأسهم مقارنة بتغيرات النشاط الاقتصادي؟ احتدم الجدل بين عدد من الاقتصاديين - منذ سبعينات القرن الماضي - بشأن اتجاه العلاقة ونوعها بين النشاط الاقتصادي وأسعار الأسهم، فضلاً عن تباين التفسيرات التي خرجت بها معظم الدراسات التجريبية، وقد سلكت هذه الدراسات - بشكل عام - اتجاهين هما (15): -

الاتجاه الأول: حاول الاقتصاديون ضمن هذا الاتجاه إثبات الفرضية القائلة أن السوق المالية تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي المستقبلي من خلال الآتي:

1- تعكس أسعار الأسهم التوقعات الخاصة بالعوائد ومقسوم الأرباح، وتتفاعل مع تصورات المستثمرين حول العوائد ومقسوم الأرباح المستقبلية، فأسعار الأسهم تستمد علاقتها بالنشاط الاقتصادي عن طريق الأرباح المتوقع توزيعها. إذ يقوم أغلب المستثمرين ومدراء المحافظ المالية بتقدير العوائد المستقبلية لأسهم الشركات المدرجة بالبورصة، ومن ثم فإن أسعار الأسهم تعتمد بشكل كبير على مستوى النشاط المستقبلي للشركة وليس الجاري.

فإذا كان المستثمرون بارعين في تحليل الاتجاهات المستقبلية للاقتصاد فسيكون بمقدورهم التنبؤ بالعوائد المستقبلية ومن ثم بأسعار الأسهم، وفي ظل هذه الحالة ستتحرك أسعار الأسهم قبل التقلب في النشاط الاقتصادي. ومن الملاحظ إن هذا التفسير ينسجم مع فرضية السوق المالية الكفوءة** التي تشدد على ضرورة التنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية المرتبطة بأسعار الأسهم.

وقد أكدت دراسة الاقتصادي وليم شويرت (Schwert-1990) صحة التفسير السابق، إذ كشفت هذه الدراسة بان انخفاض معدل العائد على الأسهم بمقدار (8%) أو أكثر، كان حدثاً سابقاً لحدوث الكساد الاقتصادي، وذلك في (38) دورة من أصل (41) دورة تعرضت فيها الولايات المتحدة الأمريكية للكساد الاقتصادي، مما يعني إن مؤشر أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية قد نجح في التنبؤ بحدوث الكساد وذلك بنسبة (93%)⁽¹⁶⁾.

2- إن أسعار الأسهم تستجيب للعديد من المتغيرات الاقتصادية، والتي تعد ضمن المؤشرات القائدة (السابقة) للدورة الاقتصادية، ولعل أهم هذه المؤشرات عوائد الشركات (Corporate Earnings) والهوامش الربحية (profit Margins). فعلى سبيل المثال عندما يتجه النشاط الاقتصادي صوب مرحلة الكساد ينخفض الطلب على إنتاج أغلب المنشآت، وبشكل بطيء جداً، وتراجع حركة المبيعات ببطء أيضاً، مما يؤدي بالمكاسب إلى التناقص بدرجة حادة وسريعة بسبب ضرورة قيام المنشآت بتغطية تكاليفها الثابتة والتي تلتزم بها رغم كل الظروف من نحو (فوائد الاقتراض) وهو ما يؤدي إلى خفض هوامش الربح بدرجة حادة⁽¹⁷⁾.

ولان المحلل الاقتصادي ومدير المحفظة الاستثمارية وغيرهم من المختصين بالسوق المالية، يقومون بتحليل السلاسل الزمنية الخاصة بأداء الشركات والمنشآت المدرجة في السوق، لذا يتم تعديل أسعار الأسهم، وبسرعة، طبقاً للتغيرات الحاصلة في أداء هذه المنشآت مما يجعل من أسعار الأسهم بارومتر للحركة الاقتصادية العامة للدولة.

وقد أشار كل من بيرس ورولي (Pearce & Roley) إلى أن تأثير التقارير المالية عن حجم الإنتاج القومي يمكن أن يكون له تأثير ايجابي، كما يمكن أن يكون له تأثير سلبي، على أسعار الأسهم، فالإعلان عن زيادة في نشاط الشركات والمنشآت المختلفة، يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة تداول الأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها، والعكس صحيح في حالة التوقعات التشاؤمية⁽¹⁸⁾.

الاتجاه الثاني: - قام بعض الاقتصاديين بتفسير آلية العلاقة بين أسعار الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي بطريقة أخرى، إذ يعتبر هذا الاتجاه إن السوق المالية هي التي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى إن التأثير السببي يبدأ من السوق المالية باتجاه النشاط الاقتصادي وكما يلي:-

1- فسر عدد من الاقتصاديين أسبقية التغيرات في السوق المالية مقارنة بالنشاط الاقتصادي بشكل عام والإنتاج الصناعي بشكل خاص، على إن ازدهار السوق المالية (ارتفاع الأسعار) يعني زيادة قيمة الموجودات الحقيقية وهي حالة تؤدي إلى مزيد من الاستثمارات. بعبارة أخرى فإن ارتفاع أسعار الأسهم يسمح للشركات (التي ارتفعت أسعار أسهمها) بطرح المزيد من الأسهم في السوق واستخدام الأرصدة المتحصلة في زيادة الاستثمار والتوسع، ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي (Growth economic) بفعل مضاعف الاستثمار، وفي هذه الحالة فإن ارتفاع أسعار الأسهم قد دفع النشاط الاقتصادي نحو الارتفاع أيضاً.

وقد أكد ذلك الاقتصادي (Ayres) في دراسته للدورة الاقتصادية، إذ لاحظ أن نقاط الانقلاب في الدورة الاقتصادية كانت بسبب انحسار تدفق رأس المال إلى الشركات المختلفة، وهذا الانحسار أو التدفق، يعتمد في جزء منه على عملية إصدار الأسهم والسندات في السوق المالية. فقد وجد (Ayres) عند دراسته لـ (25) دورة اقتصادية اجتاحت الولايات المتحدة الأمريكية، أن قمة إصدار الأسهم والسندات (أي عندما تكون السوق المالية في حالة ازدهار) كانت قبل شهر من ذروة النشاط الاقتصادي (الازدهار الاقتصادي) في حين كان أدنى مستوى لإصدار الأسهم والسندات (انخفاض أسعار الأسهم) قبل أربعة أشهر من أدنى مستوى للنشاط الاقتصادي⁽¹⁹⁾.

2- كذلك فسرت ظاهرة أسبقية التغير في أسعار الأسهم مقارنة بتغير النشاط الاقتصادي بالتركيز على مستوى الاستهلاك الكلي، فقد أشار عدد من الاقتصاديين إلى أن ارتفاع أسعار الأسهم يعطي للمستثمرين (حاملي الأسهم) زيادة في ثروتهم، نتيجة الأرباح المتحصلة من الاستثمار بالأسهم وان زيادة الدخل لهؤلاء المستثمرين، وهم عدد كبير من المجتمعات الرأسمالية*** سوف ينعكس على شكل زيادة في الطلب على السلع والخدمات ومن ثم خلق الحافز على زيادة الإنتاج الكلي. بعبارة أخرى إن زيادة أسعار الأسهم من شأنها أن تزيد من ثروات الأفراد حاملي الأسهم، مما يزيد من طلبهم واستهلاكهم للسلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى زيادة مستوى النشاط الاقتصادي⁽²⁰⁾.

المبحث الرابع/ قياس العلاقة بين تغيرات أسعار الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي

يتضمن هذا المبحث الجانب التطبيقي للدراسة، إذ يهدف إلى قياس العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية (S&P500) ومستوى النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة، وكما يلي:-

أولاً- صياغة النموذج

1- متغيرات النموذج:-

يمثل المتغير التابع في النماذج تغيرات أسعار الأسهم السنوية والفصلية والمعبر عنها بمؤشر (S&P 500) أما المتغيرات المستقلة فهي المتغيرات المتباطئة زمنياً السنوية والفصلية، للنتج المحلي الإجمالي (GDP) كمؤشر عن مستوى النشاط الاقتصادي للولايات المتحدة الأمريكية. أما المتغير العشوائي (Random Variable) في النموذج فيمثل المتغيرات التي لا يمكن توفير بيانات رقمية عنها أو قياسها (مثل العوامل الفنية والسيكولوجية المؤثرة في أسعار الأسهم) وكذلك أخطاء حساب البيانات الإحصائية.

2- إشارة وقيم المعلمات الخاصة بالنموذج:-

طبقاً للآراء الاقتصادية التي تم استعراضها في المبحث السابق، فإن هناك اتفاقاً عاماً حول العلاقة الإيجابية بين تغيرات (GDP) المستقبلية وتغيرات أسعار الأسهم الجارية، لذلك من المتوقع أن تكون إشارة المعلمات موجبة.

3- الشكل الرياضي للنموذج:-

تم اختبار وتقدير أثر المتغيرات الجارية والمتباطئة سنوياً لـ (GDP) في مؤشر أسعار أسهم بورصة نيويورك (S&P 500) للفترة (1980-2006) وبالصيغ الخطية واللاخطية، وباستخدام طريقة الانحدار الخطي المتعدد (طريقة المربعات الصغرى-OLS).

وكان النموذج الخطي هو أفضل النماذج المقدرة للعلاقة طويلة الأجل، فيما كان استخدام الصيغة اللاخطية (اللوغاريتمية) في تقدير العلاقة الفصلية بين المتغيرات المتباطئة زمنياً لـ (GDP) ومؤشر (S&P 500) للمدة (2006-2000) أفضل النماذج المقدرة تمثيلاً للعلاقة متوسطة الأجل بين المتغيرين.

ثانياً - تقدير النموذج

1- العلاقة (الخطية) طويلة الأجل بين مؤشر أسعار الأسهم (Y) والتغير في الناتج المحلي الإجمالي (X) بالأسعار الثابتة للمدة (2006-1980).
(100 = 2000):

باستخدام معادلة الانحدار وطبقاً لبيانات المدة (2006-1980) الواردة في الملحق (1) فقد تبين إن المؤشر العام لأسعار الأسهم يرتبط مع الناتج المحلي الإجمالي بالمعادلة الآتية: -

$$Y = -24.62 + 0.09 X1 + 5.18 X2 - 1.83 X3 + U \dots \dots \dots (1)$$

$$t \quad (-18.1) \quad (0.04) \quad (1.61) \quad (-0.88)$$

$$(R^2=0.96) \quad (R^2=0.95) \quad (F=54) \quad (DW=163)$$

حيث إن:

Y = مؤشر أسعار الأسهم (S&P 500) السنوي.

X1 = الناتج المحلي الإجمالي بالسنة الجارية.

X2 = الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ لمدة سنة واحدة.

X3 = الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ لمدة سنتين.

U = المتغير العشوائي

أظهرت العلاقة طويلة الأجل، المعادلة (1)، وضوحاً وفاعلية أكبر في تفسير تغيرات أسعار الأسهم مقارنة بالعلاقة متوسطة الأجل، وقد ظهر هذا واضحاً من خلال تفسير متغيرات النشاط الاقتصادي لنحو (95%) من تغيرات أسعار الأسهم. وقد عكست إشارة المعلمة (X2) العلاقة الايجابية بين توقعات مستقبل النشاط الاقتصادي وتغيرات أسعار الأسهم الجارية، إذ نلاحظ بان مستوى النشاط الاقتصادي في السنة اللاحقة قد لعب دوراً أكبر مقارنة بالمتغيرات الأخرى، فقد بلغت المعنوية الإحصائية له نحو (1.61). أما المتغير (X3) فإن انخفاض المعنوية الإحصائية له جعلنا نقوم بإهماله، خاصة وان إشارة معلمته جاءت مخالفة للآراء الاقتصادية التي أوردناها سابقاً. فيما جاءت المعنوية الإحصائية لـ (GDP) في السنة الجارية (X1) ضعيفة جداً، الأمر الذي يؤكد ما ذهبنا إليه كون تغيرات أسعار الأسهم تسبق التغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، ولا تجاريها.

ويشير ارتباط مؤشر أسعار الأسهم (Y) بالمتغير المستقل (X2) إن الفاصلة الزمنية بين تغيرات أسعار الأسهم الجارية وتغيرات مستوى النشاط الاقتصادي المستقبلي تبلغ سنة واحدة.

2- العلاقة (اللاخطية) متوسطة الأجل بين تغيرات أسعار الأسهم الفصلية (LnY) وتغيرات النشاط الاقتصادي (LnX) الفصلية للمدة (2006-2000):
(100 = 2000)

باستخدام معادلة الانحدار وطبقاً للبيانات الفصلية للمدة (2006-2000) الواردة في الملحق (2) فقد تبين إن المؤشر العام لأسعار الأسهم يرتبط مع الناتج المحلي الإجمالي بالمعادلة الآتية:-

$$\ln Y = -10.31 + 12.9 \ln X1 + 4.55 \ln X2 + 7.99 \ln X3 - 23.5 \ln X4 + U \dots (2)$$

$$t \quad (-2.72) \quad (3.2) \quad (0.8) \quad (1.38) \quad (-6.14)$$

$$(R^2=0.81) \quad (R^2=0.77) \quad (F=20.95) \quad (DW=178.7)$$

حيث إن:

$$\begin{aligned} \text{LnY} &= \text{لوغاريتم مؤشر أسعار الأسهم (S\&P 500) الفصلية.} \\ \text{Ln X1} &= \text{لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ لمدة فصل واحدة.} \\ \text{Ln X2} &= \text{لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ لمدة فصلين.} \\ \text{Ln X3} &= \text{لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ لمدة ثلاث فصول.} \\ \text{Ln X4} &= \text{لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ لمدة أربع فصول.} \\ U &= \text{المتغير العشوائي} \end{aligned}$$

تشير المعادلة (2) الخاصة بالأجل المتوسط، إلى ارتباط المتغيرات المستقلة بعلاقة انحدار ايجابية مع المتغير التابع (LnY)، ما عدا المتغير المستقل (Ln X4) الذي ارتبط بعلاقة عكسية مع أسعار الأسهم مع العلم انه يتمتع بمعنوية إحصائية جيدة بلغت نحو (6.14). ومن الملاحظ بان المتغيرين المستقلين (X1 , X2) قد لعبا دوراً أكبر نسبياً في التأثير على أسعار السهم مقارنة بالتباطؤات الزمنية الأخرى، التي لم تتمتع بمعنوية إحصائية مؤثرة في أسعار الأسهم. وهذا يعني إن الفاصلة الزمنية بين تغيرات أسعار الأسهم الجارية وتغيرات مستوى النشاط الاقتصادي المستقبلي تبلغ نحو (3-9) أشهر وهي مدة معقولة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي.

الاستنتاجات

- 1- تمثل السوق المالية إحدى القنوات المهمة في تجميع الثروة وإدارتها وتوجيهها، والمرآة التي تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للدولة، ومؤشراً فعالاً على مدى الانجازات المتحققة وجودة الأداء المتوقعة للشركات التي تدرج ضمن كيانها.
- 2- رغم التباين الواضح في حجم وطول الدورات الاقتصادية، إلا إن فيها نوعاً من التشابه المألوف، إذ تشترك أغلب هذه الدورات بوجود عدد من المظاهر الاقتصادية التي غالباً ما تكون مقدمة لاتجاه النشاط الاقتصادي صوب الدورة، من نحو تغير أسعار الأسهم، التغير في صافي المخزون السلعي للشركات، تباطؤ إنتاج الصلب.
- 3- فسرت آلية العلاقة بين أسعار الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي بطريقتين مختلفتين: تشير الأولى إلى أن السوق المالية تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي، فتوقع زيادة مستوى النشاط الاقتصادي يعني زيادة في مستوى الأرباح المستقبلية، الأمر الذي سينعكس في وقت لاحق على أسعار الأسهم، مما يجعل زيادة أسعار الأسهم أسرع من حصول الانتعاش الاقتصادي. فيما جاء تفسير الطريقة الثانية للعلاقة المذكورة باعتبار إن السوق المالية تعد احد المحددات المهمة للنشاط الاقتصادي، بمعنى إن التأثير السببي يبدأ من سوق الأسهم باتجاه النشاط الاقتصادي، كون زيادة أسعار الأسهم تمكن الشركات المسجلة في السوق المالية من طرح المزيد من الأسهم لغرض التوسع والاستثمار مما يؤدي لاحقاً إلى زيادة الطلب على المنتجات الأخرى في الاقتصاد فضلاً عن زيادة إنتاج الشركة نفسها، الأمر الذي سينعكس في النهاية في تنشيط الاقتصاد القومي.
- 4- بينت النتائج القياسية الخاصة بسوق نيويورك للأسهم بان متغيرات الناتج المحلي الإجمالي المتباطئة زمنياً، في الأجل المتوسط والطويل، لها فاعلية أكبر في التأثير على أسعار الأسهم وتفسير التغيرات الخاصة بها، وفي ظل تباطؤ زمن يبلغ نحو (3-12) شهراً في الأجل المتوسط أو الطويل. مما يعني إمكانية اعتماد الأسواق المالية كمؤشر فعال في التنبؤ بالنشاط الاقتصادي المستقبلي للولايات المتحدة.

التوصيات

- 1- إنشاء مراكز نشطة وفعالة داخل الأسواق المالية تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالإجراءات التي يتخذها البنك المركزي ووزارة المالية بشأن السياستين المالية والنقدية، حتى يتمكنوا من عكسها في اتخاذ قرارات البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية هذا من جانب، من جانب آخر لابد من قيام السلطات الحكومية المختصة بالموازنة بين المنافع والتأثيرات السلبية لتلك القرارات في أداء الأسواق المالية.
- 2- التنسيق بين إدارة الأسواق المالية وواضعي السياسة الاقتصادية العامة في البلاد (كالبنك المركزي ووزارة المالية) لغرض تتبع أداء المؤشرات العامة للسوق، ومن ثم تحريك السياسات الاقتصادية العامة صوب تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنقدي كون السوق المالية احد المؤشرات المهمة في التمعن بمستقبل النشاط الاقتصادي.
- 3- عد النتائج التي تم التوصل إليها نقطة اهتمام القائمين على شؤون سوق العراق للأوراق المالية، لتدعيم الجوانب المرتبطة بكفاءة السوق، ورفع مستوى الإفصاح المالي، وزيادة شفافية البيانات المالية الخاصة بأداء الجهات المصدرة للأوراق المالية، ليس فقط لتحقيق العدالة بين المتعاملين وإنما للمحافظة على واقعية السوق المالية، كونها المرآة التي تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي العام في البلاد.

المصادر والهوامش

- 1- بول سامولسون ووليام نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 587.
- 2- حسين عمر، مبادئ المعرفة الاقتصادية، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 1989، ص 547.
- 3- نزار سعد الدين العيسى، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار العلمية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 175-178.
- 4- Peter Howells & Keith Bain, Financial Institutions Markets And money, 3rd ed, the Dryden brass, USA, 1987, P.36.
- 5- Frederic S. Mishkin, The Economic of Money, Banking and Financial Market, 6thed , Addison-Wesley, USA, 2001, P.3.
- 6- Anthony Saunders and Marcia Cornetl, Financial Markets and Institution: A Modern perspective, NC Graw-Hill, Higher Education, N.Y,2001.P.8.
- 7- صلاح الدين السيسى، قضايا اقتصادية معاصرة: دراسات نظرية وتطبيقية، مكتبة دار الآداب، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1998، ص 120.
- 8- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار بالأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 114.
- 9- ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سليم، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 121.
- 10- أسواق رأس المال مرآة الاقتصاد، انترنيت، 2004/4/3، ص 2.
- <http://www.Islamonline.net>
- 11- المصدر نفسه، ص 3.
- 12- عماد صالح سلام، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2004، ص 147.
- 13- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 297.
- 14- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 130.
- * إن العلاقة العكسية بين تغيرات أسعار الفائدة والتغيرات الحاصلة في أسعار السندات يمكن أن تفسر كالتالي: يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى انخفاض كلفة الائتمان، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى عدم توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال المصارف التجارية محل الأسواق المالية، كقناة للتمويل، وهذا يعني انخفاض عرض السندات ومن ثم ارتفاع أسعارها.
- 15- فاخر عبد الستار حيدر، تحليل العوامل الاقتصادية الكلية المؤثرة في تغيرات أسعار الأسهم، رسالة دكتوراه اقتصاد غير منشورة، مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة بغداد، 1996، ص 171.
- ** يقصد بكفاءة السوق مدى انعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في

- التحليلات والتقارير المعبرة عن آثار الحالة الاقتصادية العامة في أداء المنشأة. لمزيد من الاطلاع حول مفهوم كفاءة السوق وأنواعها ينظر :-
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق- بورصات، دار لشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 275.
- 16- منير إبراهيم الهندي، مصدر سابق، ص 273.
- 17- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص 10.
- 18- منير إبراهيم الهندي، مصدر سابق، ص 296.
- 19- فاخر عبد الستار حيدر، مصدر سابق، ص 175.
- *** هنالك أكثر من (35) مليون أمريكي يمتلكون أسهماً، (3) ملايين منهم دخلهم يقل عن (10000) دولار سنوياً. لمزيد من الاطلاع ينظر:
- بول سامولسون ووليام نوردهاوس، مصدر سابق، ص 533.
- 20 - فاخر عبد الستار حيدر، مصدر سابق، ص 180.
- **** بدأ العمل بهذا المؤشر عام (1923) عندما بدأت شركة ستاندر أند بورز بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك، ويستخدم هذا المؤشر لقياس الأداء المالي والاستثماري للأفراد والشركات ويحتوي على أوراق (500) شركة منوعة، ما بين صناعة وخدمات ونقل وبنوك وتأمين وهذه الشركات تمثل نحو (80%) من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.
- **** تم التقدير باستخدام برنامج (SPSS) الجاهز على الحاسبة الالكترونية.

ملحق (1)
مؤشر ستاندر آند بور السنوي
والناتج المحلي الإجمالي السنوي للولايات المتحدة الأمريكية

المصدر: -

السنة	المؤشر العام لأسعار الأسهم	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (تريليون/دولار)
1980	135	5.161
1981	122	5.291
1982	140	5.189
1983	164	5.423
1984	167	5.813
1985	211	6.053
1986	242	6.263
1987	247	6.475
1988	278	6.742
1989	353	6.981
1990	330	7.112
1991	417	7.100
1992	435.7	7.336
1993	466	7.532
1994	459	7.835
1995	615.9	8.031
1996	740.7	8.328
1997	970	8.703
1998	1229	9.066
1999	1469.2	9.470
2000	1320	9.816
2001	1148	9.890
2002	880	10.048
2003	1112	10.301
2004	1212	10.703
2005	1248	11.048

ملحق (2)
مؤشر ستاندر أند بور الفصلي
والناتج المحلي الإجمالي الفصلي للولايات المتحدة الأمريكية

السنة	المؤشر العام لأسعار الأسهم	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (تريليون/دولار)
2000.1	1498	9.695
2000.2	1454	9.848
2000.3	1436	9.836
2000.4	1320	9.888
2001.1	1160	9.875
2001.2	1224	9.905
2001.3	1040	9.871
2001.4	1148	9.910
2002.1	1147	9.977
2002.2	989	10.031
2002.3	815	10090
2002.4	880	10.095
2003.1	848	10.126
2003.2	974	10.212
2003.3	995	10.398
2003.4	1111	10.467
2004.1	1126	10.566
2004.2	1140	10.671
2004.3	1114	10753
2004.4	1211	10.822
2005.1	1180	10.913
2005.2	1191	11.001
2005.3	1228	11.115
2005.4	1248	11.163
2006.1	1294	11.316
2007.2	1270	11.388
2006.3	1335	11.443
2006.4	1418	11.541

المصدر:-