

THE IMPLICATIONS OF INFLATION ON THE EFFICIENCY OF STOCK
MARKETS – A CASE STUDY OF ARAB COUNTRIES FOR A PERIOD 2000/2019

تداعيات التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية

دراسة حالة الدول العربية للفترة 2019/2000

نجاة عيسى*

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3

himrinadjet@gmail.com

تاريخ الوصول: 2021/03/29 تاريخ القبول: 2021/06/08 تاريخ النشر على الانترنت: 2022/05/02

ABSTRACT: This study aims to identify the impact of the inflation on the efficiency of stock markets, in order to highlight the role of economic indicators in the optimization of markets efficiency. This later describes the full reflection of information on stock prices, which increases the parity of real values with the market values of these prices. Stock markets are an efficient instrument for directing financial resources to investment channels. For our study, we have chosen to investigate the applicability of Arabian countries experiences in stock markets field on the Algerian context, due to their strong correlation and the indicators that influence them. Subsequently, we aspire that the Algerian stock market takes into account this manuscript in order to increase its performances. Finally, this study demonstrated the impact of the inflation on the economies of Arabian countries and its impact on the efficiency of their stock markets.

Keywords: Inflation rate, performance indicators, stock market efficiency, market value, market index.

JEL Classification : M16; M160 ; F2 ; F23

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية، وذلك لتبيان أثر ودور المؤشرات الاقتصادية في تفعيل كفاءة هذه الأسواق. وتعتبر كفاءة أسواق الأوراق المالية عن الانعكاس التام للمعلومات على أسعار الأوراق المالية بما يزيد من تساوي القيم الحقيقية مع القيم السوقية لهذه الأسعار. تعد أسواق الأوراق المالية ملاذا لتوجيه الموارد المالية إلى قنوات الاستثمار، ونظرا لتشابه اقتصاديات الدول العربية مع الاقتصاد الجزائري كونهم يتأثرون بمتغيرات ومؤشرات متقاربة، قمنا باختيار الدول العربية لدراستنا حتى تعتمد بورصة القيم المنقولة الجزائرية على

تجارب تلك الدول من أجل رفع كفاءة سوق أوراقها المالية. وتوصلت هذه الدراسة إلى تبيان أثر التضخم على اقتصاديات الدول العربية وكفاءة أسواق أوراقها المالية. **الكلمات الرئيسية:** معدلات التضخم، مؤشرات الأداء، كفاءة أسواق الأوراق المالية، القيمة السوقية، مؤشر السوق.

1. مقدمة:

تعد أسواق الأوراق المالية أحد أهم مصادر التمويل طويل الأجل لما تحمله من مواصفات تسمح لها بأن تزود الاستثمارات بالأموال اللازمة لتأدية وظيفتها وضمان بقاءها من أجل تحقيق النمو الاقتصادي للدول مما يتطلب ضرورة استقرارها وتعزيز ظروف عملها وفق متطلبات ومعايير مضبوطة، تسمح بتوفير توازن مناخ تواجدتها وفق ما تقتضيه طبيعتها. وتعتبر المؤشرات الاقتصادية إحدى أهم المؤشرات المباشرة لأداء أسواق الأوراق المالية من حيث الآثار الناجمة والتي تسببها تغييرات في مؤشرات على دلائل نشاط سوق الأوراق المالية، وباعتبار التضخم إحدى أهم الدلالات الإحصائية التي تشير إلى مستوى النشاط الاقتصادي، وله تداعيات على أداء أسواق الأوراق المالية تسبب اختلال في نشاط الأسواق وهذا ما نسعى لإثباته في هذه الورقة البحثية.

الإشكالية: ستكون إشكالية الدراسة على النحو الآتي: ما هو مستوى تأثير معدلات التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ؟

وكإجابة مؤقتة على إشكالية هذه الورقة البحثية اعتمدنا الفرضية التالية:

- تتباين تداعيات تغييرات معدلات التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية للدول العربية حسب مستواها الاقتصادي.

أهمية الدراسة: تبرز أهمية دراسة البحث حول تداعيات معدلات التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- ازدياد ترابط اقتصاديات الدول المتقدمة مع الدول العربية وتأثرها بالتغيرات الاقتصادية والسياسية المحلية والعالمية.

- دخول كفاءة أسواق الأوراق المالية ضمن المتطلبات اللازم توفيرها لتخفيف أثر الأزمات الاقتصادية. **هيكل الدراسة:** انطلاقا مما سبق ولمعرفة التباين الموجود لمستويات أثر التضخم على 14 دولة عربية وتحديد مدى تأثرها بالأوضاع الاقتصادية السائدة وضعنا هيكل الدراسة في ثلاثة محاور.

تحديد علاقة التضخم بكفاءة أسواق الأوراق المالية، قياس تأثيرات معدلات التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية لبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2000-2019)، اختبار التأثير المتبادل لمعدلات التضخم مع مؤشر كفاءة سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2000-2019

المحور الأول تحديد نتائج علاقة التضخم بكفاءة أسواق الأوراق المالية: للتضخم تأثير على كفاءة أسواق أوراق المالية سنتطرق لها في هذا الجزء من المطلب باختصار ويمكن تحديدها في الجدول 1:

جدول رقم 1: تفسير العلاقة بين تغيرات معدلات التضخم وكفاءة أسواق الأوراق المالية

وضعية معدلات التضخم	أثارها على أسواق الأوراق المالية
إذا كان التضخم مرتفعا	- ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار في السند تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد. - ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، وذلك على أساس أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تستجيب غالبا للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة - معدل العائد على الاستثمار من أثر التضخم، وهذا ما يوضح عند الربط بين العائد الاسمي ومعدل التضخم ومعدل العائد الحقيقي على الاستثمار.
إذا كان التضخم منخفضا	استقرار لسياسات النقدية وكذا تحسين مستويات المعيشة، واستقرار اقتصادي

اجتماعي	
---------	--

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على عدة مراجع

سنحاول دراسة أثر التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال المحور الموالي، حيث سندرسها بشكل واقعي أكثر لعلاقة التضخم والنمو الاقتصادي بمؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية لبعض الدول المتقدمة.

المحور الثاني قياس تأثيرات معدلات التضخم والنمو الاقتصادي على كفاءة أسواق الأوراق المالية لبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2000-2019): خصص هذا الجزء من الورقة البحثية لتحديد العلاقة بين معدل التضخم للناتج المحلي الإجمالي ومؤشر أداء أسواق الأوراق المالية في بعض الدول المتقدمة، وسوف ندرس مدى ارتباط معدلات التضخم والنمو الاقتصادي بالمؤشرات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية المتمثلة في القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر السوق. وتقييم التغيرات الحاصلة عليها خلال الفترة الممتدة بين سنة 2010 وسنة 2019. وبتطبيق برنامج Eviews 2010 على إحصائيات الدول المختارة للدراسة تحصلنا على نتائج تم تلخيصها في مصفوفة الارتباط التالية التي توضح معدلات الارتباط والاحتمالات.

جدول رقم 2 : مصفوفة الارتباط لمعدلات التضخم والناتج المحلي مع مؤشرات الكفاءة للدول المختارة للدراسة

مؤشر	مؤشر	مؤشر	مؤشر	حجم التداول	القيمة السوقية		
NIKKEI255	CAC40	DAX	DOWJONES	(vw)	(vm)		
-	-	-	-0.969 (0.00)	0.082 (0.834)	-0.944 (0.00)	التضخم	الو.م.أ
-	-	-	0.972 (0.00)	0.098 (0.802)	0.939 (0.00)	الناتج المحلي	

						الإجمالي	
ألمانيا	التضخم	-0.760 (0.018)	-0.106 (0.786)	-	-0.571 (0.085)	-	-
	الناتج المحلي الإجمالي	0.780 (0.013)	0.147 (0.707)	-	0.533 (0.113)	-	-
فرنسا	التضخم	-0.729 (0.026)	600-0.)87(0.0	-	-	0.194 (0.592)	-
	الناتج المحلي الإجمالي	0.613 (0.079)	4480.)226(0.	-	-	-0.249 (0.487)	-
اليابان	التضخم	-0.836 (0.05)	0.493 (0.177)	-	-	-	-0.706 (0.023)
	الناتج المحلي الإجمالي	0.956 (0.00)	0.250 (0.517)	-	-	-	-0.334 (0.346)

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 2010 بتصرف (.) :القيمة الاحتمالية

تشير النتائج الموضحة في الجدول أعلاه إلى وجود ارتباط سالب قوي (0.94) بين القيمة السوقية ومعدلات التضخم في الوم.أ. وله معنوية إحصائية عند مستوى 1% وهذا لانخفاض القدرة الشرائية الناجم عن ارتفاع معدل التضخم سيؤدي انخفاض القيمة السوقية بسبب ضعف الطلب على الأوراق المالية في الولايات المتحدة، كما نلاحظ وجود ارتباط قوي موجب (0.93) بين الناتج المحلي الإجمالي والقيمة السوقية وله معنوية إحصائية عند مستوى 1% التي تساهم أصلا في تركيبة الناتج المحلي بصفتها قيمة الاستثمار في السوق. كما تشير النتائج إلى أن حجم التداول في الوم أ ليس له ارتباط بكل من التضخم والناتج المحلي الإجمالي أي عدم وجود علاقة مع حجم التداول تفسرها متغيرات أخرى. وجود ارتباط قوي سالب بين مؤشر DOWJONES والتضخم قدر ب (0.96) وارتباط

موجب قوي (0.972) وهذا منطقي لان انخفاض القدرة الشرائية يسبب انخفاض في الطلب وبالتالي تدني أسعار الأوراق المالية مما ينعكس على قيمة مؤشر السوق ووجود علاقة طردية بين المؤشر والناتج يفسرها مساهمة أسعار الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر وبمقابل تعبر عن ارتفاع إيرادات الشركات ويتضمنها الناتج المحلي للبلد.

وفيما يخص ألمانيا فإن القيمة السوقية لها ارتباط قوي سالب (0.760) بالتضخم وارتباط موجب قوي (0.780) بالناتج المحلي الإجمالي دليل على أن القيمة السوقية تساهم في زيادة الناتج وزيادة التضخم يقلل من القيمة السوقية، أما حجم التداول ليس له ارتباط بكل من التضخم والناتج المحلي الإجمالي، كما أن مؤشر DAX له ارتباط سالب بالتضخم قدر ب (0.571) نقبل معنويته عند مستوى 10%، حيث قدرت قيمته الاحتمالية ب(0.085). أما ارتباطه بالناتج المحلي الإجمالي فهو ارتباط ضعيف وغير معنوي يرجع إلى عدم مساهمة سوق الأوراق بشكل كبير في تمويل الاقتصاد عكس السوق النقدي.

بالنسبة لفرنسا فنجد أن كل من القيمة السوقية وحجم التداول لهما ارتباط سالب قوي بالتضخم حيث قدر ب (0.729) (0.78) على التوالي دليل على مساهمة معدلات التضخم في تخفيض قيمة الاستثمارات في سوق فرنسا وكذا القيمة السوقية تعمل على زيادة الناتج المحلي، ولهما ارتباط قوي موجب بالناتج المحلي الإجمالي تعمل القيمة السوقية على زيادته. إلا أن مؤشر CAC40 ليس له ارتباط بالناتج والتضخم.

أما في اليابان فنجد أن القيمة السوقية لها ارتباط قوي سالب ومعنوي بالتضخم أي ارتباط موجب قوي ومعنوي بالناتج المحلي الإجمالي، أما حجم التداول ومؤشر NIKKEI255 ليس لهما ارتباط بالتضخم والناتج المحلي الإجمالي ويرجع ذلك إلى استقرار معدلات التضخم بفعل السياسة النقدية الفعالة في اليابان مما يجعل استقرار سوق الأوراق المالية وتذبذب أداء السوق متعلق بمتغيرات أخرى.

المحور الثالث: اختبار التأثير المتبادل لمعدلات التضخم مع مؤشر كفاءة سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2000-2019 لتتوصل إلى مدى تأثير معدلات التضخم على مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية قمنا بتطبيق الانحدار الخطي البسيط باستخدام برنامج SPSS لبعض

متغيرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية والمتمثلة في القيمة السوقية ومؤشر السوق لعدد من الدول العربية وعددها 14 دولة مع فصل سوق دبي و أبو ظبي كونهم تابعين لنفس دولة الإمارات العربية، وهذا حسب المعطيات المتوفرة وكذا امتلاكها لسوق أوراق مالية. فبعض الدول العربية لا تحوز على سوق أوراق مالية وتم استثناء الجزائر من النموذج المعتمد في الدراسة نظرا للقيم الشاذة أو متناهية الصغر والتي أثرت بشكل سلبي على تحصيل نتائج النموذج مما أدى إلى استثناء الجزائر بغرض تحسين نتائج القياس في برنامج SPSS خلال فترة الدراسة المختارة 2000-2019. ومن أجل الوصول إلى تحديد التأثير المتبادل بين معدلات التضخم السائدة لكل دولة ومؤشرات كفاءة سوقها، حاولنا اعتبار التضخم قيمة ثابتة مع اعتبار باقي المتغيرات تابعة والعكس. وكانت المخرجات مبينة في الجدول أدناه:

جدول رقم 3: مخرجات قياس أثر التضخم على مؤشر السوق في بعض الدول العربية

Récapitulatif des modèles				
البلد	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
سوريا	,258 ^a	0,066	-0,120	1941,05085
فلسطين	,788 ^a	0,621	0,583	89,08853
السودان	,796 ^a	0,634	0,588	2910,57310
الأردن	,326 ^a	0,107	0,057	897,87563
تونس	,226 ^a	0,051	-0,002	2938,69035
قطر	,622 ^a	0,387	0,351	4006,90894
البحرين	,077 ^a	0,006	-0,049	612,53875

ديبي	,475 ^a	0,225	0,177	1274,19924
أبو ظبي	,482 ^a	0,232	0,184	1722,09487
الكويت	,302 ^a	0,091	0,040	3007,52817
سلطنة عمان	,136 ^a	0,018	-0,036	2929,73590
العربية السعودية	,142 ^a	0,020	-0,034	3724,71304
لبنان	,062 ^a	0,004	-0,055	569,36271
المغرب	,509 ^a	0,259	0,216	4779,65856
مصر	,527 ^a	0,277	0,237	4794,02638
a. Prédicteurs : (Constante), التضخم				
ANOVAa				

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews 2010 بتصريف (.) :القيمة الاحتمالية

جدول رقم 4 : مخرجات قياس أثر التضخم على مؤشر سوق في بعض الدول العربية

البلد		Somme des carrés	Ddl	é moyen-Carr	F	Sig.
سوريا	Régression	1338447,987	1	1338447,987	0,355	,577 ^b
	de Student	18838392,072	5	3767678,414		
	Total	20176840,059	6			
فلسطين	Régression	129950,192	1	129950,192	16,373	,002 ^b

	de Student	79367,664	10	7936,766		
	Total	209317,856	11			
السودان	Régression	117162062,646	1	117162062,646	13,830	,006 ^b
	de Student	67771485,977	8	8471435,747		
	Total	184933548,623	9			
الأردن	Régression	1731058,449	1	1731058,449	2,147	,160 ^b
	de Student	14511251,685	18	806180,649		
	Total	16242310,135	19			
تونس	Régression	8331446,806	1	8331446,806	0,965	,339 ^b
	de Student	155446217,381	18	8635900,966		
	Total	163777664,187	19			
قطر	Régression	172267661,406	1	172267661,406	10,730	,004 ^b
	de Student	272940427,353	17	16055319,256		
	Total	445208088,758	18			
البحرين	Régression	40441,226	1	40441,226	0,108	,746 ^b
	de Student	6753666,953	18	375203,720		
	Total	6794108,180	19			
دبي	Régression	7555238,246	1	7555238,246	4,653	,047 ^b
	de Student	25977339,080	16	1623583,693		
	Total	33532577,326	17			
أبو ظبي	Régression	14341736,327	1	14341736,327	4,836	,043 ^b
	de Student	47449771,812	16	2965610,738		
	Total	61791508,138	17			

الكويت	Régression	16297703,806	1	16297703,806	1,802	,196 ^b
	de Student	162814062,687	18	9045225,705		
	Total	179111766,493	19			
سلطنة عمان	Régression	2902166,650	1	2902166,650	0,338	,568 ^b
	de Student	154500343,714	18	8583352,429		
	Total	157402510,364	19			
السعودية	Régression	5148456,388	1	5148456,388	0,371	,550 ^b
	de Student	249722770,247	18	13873487,236		
	Total	254871226,635	19			
لبنان	Régression	21585,189	1	21585,189	0,067	,799 ^b
	de Student	5510956,193	17	324173,894		
	Total	5532541,382	18			
المغرب	Régression	136021067,107	1	136021067,107	5,954	,026 ^b
	de Student	388367311,669	17	22845135,981		
	Total	524388378,776	18			
مصر	Régression	158667733,605	1	158667733,605	6,904	,017 ^b
	de Student	413688400,911	18	22982688,939		
	Total	572356134,516	19			
Variable dépendante : مؤشر السوق						
b, Prédicteurs : (Constante), التضخم						

المصدر: مخرجات Excel 2016 نقلًا من برنامج SPSS .

جدول رقم 5: مخرجات قياس أثر التضخم على مؤشر سوق في بعض الدول العربية (3)

Coefficients ^a						
البلد		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Erreur standard	Bêta		
سوريا	(Constante)	2538,727	1343,267		1,890	0,117
	التضخم	-18,763	31,481	-0,258	-0,596	0,577
فلسطين	(Constante)	527,082	31,403		16,785	0,000
	التضخم	-10,355	2,559	-0,788	-4,046	0,002
السودان	(Constante)	-2188,258	2131,787		-1,026	0,335
	التضخم	222,839	59,921	0,796	3,719	0,006
الأردن	(Constante)	1552,433	317,818		4,885	0,000
	التضخم	-82,566	56,346	-0,326	-1,465	0,160
تونس	(Constante)	1570,612	1413,289		1,111	0,281
	التضخم	267,170	272,008	0,226	0,982	0,339
قطر	(Constante)	8046,258	1236,943		6,505	0,000
	التضخم	-631,255	192,713	-0,622	-3,276	0,004
البحرين	(Constante)	793,953	253,275		3,135	0,006
	التضخم	-33,227	101,209	-0,077	-0,328	0,746
دبي	(Constante)	2310,573	481,043		4,803	0,000

	التضخم	-197,467	91,540	-0,475	-2,157	0,047
أبو ظبي	(Constante)	3065,713	650,135		4,716	0,000
	التضخم	-272,065	123,717	-0,482	-2,199	0,043
الكويت	(Constante)	2081,725	1096,372		1,899	0,074
	التضخم	485,504	361,693	0,302	1,342	0,196
سلطنة عمان	(Constante)	3163,753	841,166		3,761	0,001
	التضخم	-134,298	230,961	-0,136	-0,581	0,568
العربية السعودية	(Constante)	4289,464	1084,146		3,957	0,001
	التضخم	-173,598	284,970	-0,142	-0,609	0,550
لبنان	(Constante)	555,951	183,255		3,034	0,007
	التضخم	10,435	40,439	0,062	0,258	0,799
المغرب	(Constante)	9005,255	1892,331		4,759	0,000
	التضخم	-1833,372	751,354	-0,509	-2,440	0,026
مصر	(Constante)	8,460	2028,590		0,004	0,997
	التضخم	456,164	173,611	0,527	2,628	0,017
a. Variable dépendante : مؤشر_السوق						

المصدر: مخرجات Excel 2016 نقلا من برنامج SPSS19.

● أولا: التفسير الإحصائي

بعد دراسة العلاقة بين التضخم ومؤشر أداء السوق لـ 14 دولة عربية توصلنا إلى النتائج التالية:
من خلال المخرجات المتحصل عليها لقيمة معامل التحديد (R-squared) يظهر لنا أن القدرة التفسيرية للنموذج ضعيفة في كل من قطر، دبي، أبو ظبي، المغرب ومصر وضعيفة جدا في كل من سوريا، الأردن، تونس، البحرين، الكويت، سلطنة عمان، العربية السعودية ولبنان.

وبالنسبة لكل من فلسطين والسودان نجد أن التضخم يفسر مؤشر السوق بنسبة 62.1% و63.4% على الترتيب وبالتالي للنموذج قدرة تفسيرية متوسطة إلى جيدة مقارنة بباقي الدول محل الدراسة.

وبالنسبة لاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات من خلال اختبار ستودنت نجد أن الميل الحدي لمؤشر السوق يختلف معنويا عن الصفر بمعنوية إحصائية لكل من فلسطين والسودان، وهذا يعني انه يمكن قبول مقدر الميل الحدي لمؤشر السوق كأساس للوصول إلى معلمه النظري في المجتمع الإحصائي.

وفيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، نلاحظ من النتائج المحصل عليها أن للنموذج معنوية إحصائية لكل من فلسطين والسودان. وهذا يعني أن النموذج مقبول إحصائيا للبلدين.

● ثانيا: التفسير الاقتصادي

تناولت هذه الدراسة تأثير معدل التضخم كمؤشر اقتصادي على مؤشر سوق الأوراق المالية لمجموعة من الدول العربية والذي يحدد مستوى الأداء في أسواقها، وبينت نتائج الدراسة أن هذا المؤشر الذي يقيس الكفاءة من خلال الأداء الذي يتأثر بمعدلات التضخم السائدة في اقتصاديتها، فكلما كان مؤشر سوق الأوراق المالية مرتفع كلما كان السوق أكثر تعرضا لتغيرات مؤشر التضخم ولكن في الدول العربية حيز الدراسة توضح أن هذا التأثير يتجسد في كل من فلسطين والسودان بالرغم من أدائهم الضعيف مقارنة بباقي الدول العربية.

فمثلا في معظم دول الخليج وحسب الدراسة الإحصائية، هناك علاقة بين تغير نسبة التضخم ومؤشر سوق الأوراق المالية. وكذلك في سوق الأردن التي تعتبر ذات كفاءة مصنفة من الهيئات الدولية مما يفسر عدم تأثر مؤشر سوق أوراقها المالية بمعدلات التضخم لأسباب أخرى ترجع لمتغيرات أخرى تفسر إلى حد كبير عدم تأثر أسواقها المالية وكذا تحكم السلطات النقدية في أدوات السياسة النقدية.

أثر معدلات التضخم على القيمة السوقية في الدول العربية خلال الفترة 2000-2019

حتى نتمكن من حصر مدى أثر معدلات التضخم على القيمة السوقية السائدة في أسواق الأوراق المالية العربية، قمنا بتطبيق الانحدار الخطي البسيط على هاذين المتغيرين خلال الفترة 2000 - 2019، والجداول الآتية توضح النتائج المتحصل عليها باستعمال برنامج spss23:

جدول رقم 6: نتائج قياس أثر التضخم على القيمة السوقية في بعض الدول العربية (1)

Récapitulatif des modèles				
البلد	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
سوريا	,600 ^a	0,361	0,233	329,71449
فلسطين	,845 ^a	0,713	0,685	320,27068
السودان	,400 ^a	0,160	0,055	591,45617
الأردن	,399 ^a	0,160	0,113	9539,90057
تونس	,549 ^a	0,301	0,262	2677,52890
قطر	,335 ^a	0,112	0,063	55103,64411
البحرين	,412 ^a	0,170	0,123	5492,73390
دبي	,037 ^a	0,001	-0,065	39139,80630

أبو ظبي	,316 ^a	0,100	0,040	42858,73771
الكويت	,363 ^a	0,131	0,083	39031,60960
سلطنة عمان	,120 ^a	0,014	-0,040	17784,30437
العربية السعودية	,031 ^a	0,001	-0,055	169848,64480
لبنان	,016 ^a	0,000	-0,055	7340,87374
المغرب	,435 ^a	0,189	0,144	21221,29080
مصر	,141 ^a	0,020	-0,035	24768,36188
a. Prédictors : (Constante), التضخم				

المصدر : مخرجات Excel 2016 نقلًا من برنامج SPSS 19

جدول رقم 7: نتائج قياس أثر التضخم على القيمة السوقية في بعض الدول العربية (2)

ANOVA ^a						
البلد		Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Sig.
سوريا	Régression	306537,349	1	306537,349	2,820	,154 ^b
	de Student	543558,213	5	108711,643		
	Total	850095,561	6			
فلسطين	Régression	2554019,230	1	2554019,230	24,899	,001 ^b
	de Student	1025733,080	10	102573,308		
	Total	3579752,310	11			

السودان	Régression	534445,188	1	534445,188	1,528	,252^b
	de Student	2798563,239	8	349820,405		
	Total	3333008,427	9			
الأردن	Régression	310970272,186	1	310970272,186	3,417	,081^b
	de Student	1638174651,033	18	91009702,835		
	Total	1949144923,219	19			
تونس	Régression	55587967,689	1	55587967,689	7,754	,012^b
	de Student	129044897,852	18	7169160,992		
	Total	184632865,541	19			
قطر	Régression	6924622486,187	1	6924622486,187	2,281	,148^b
	de Student	54655408691,118	18	3036411593,951		
	Total	61580031177,306	19			
البحرين	Régression	110925690,415	1	110925690,415	3,677	,071^b
	de Student	543062263,083	18	30170125,727		
	Total	653987953,498	19			
دبي	Régression	32034215,876	1	32034215,876	0,021	,887^b

	de Student	22978866560,870	15	1531924437,391		
	Total	23010900776,746	16			
أبو ظبي	Régression	3057138368,436	1	3057138368,436	1,664	,217 ^b
	de Student	27553070975,001	15	1836871398,333		
	Total	30610209343,437	16			
الكويت	Régression	4151083612,714	1	4151083612,714	2,725	,116 ^b
	de Student	27422397870,339	18	1523466548,352		
	Total	31573481483,054	19			
سلطنة عمان	Régression	82728042,810	1	82728042,810	0,262	,615 ^b
	de Student	5693066675,742	18	316281481,986		
	Total	5775794718,552	19			
العربية السعودية	Régression	498271302,014	1	498271302,014	0,017	,897 ^b
	de Student	519274118546,779	18	28848562141,488		
	Total	519772389848,793	19			
لبنان	Régression	257468,844	1	257468,844	0,005	,946 ^b
	de Student	969991689,635	18	53888427,202		

	Total	970249158,479	19			
المغرب	Régression	1886715964,790	1	1886715964,790	4,190	,056 ^b
	de Student	8106177296,638	18	450343183,147		
	Total	9992893261,428	19			
مصر	Régression	222815004,043	1	222815004,043	0,363	,554 ^b
	de Student	11042491502,753	18	613471750,153		
	Total	11265306506,795	19			
a. Variable dépendante : القيمة_ السوقية						
b. Prédicteurs : (Constante), التضخم						

المصدر: مخرجات Excel 2016 نقلا من برنامج SPSS 19

جدول رقم 8: نتائج قياس أثر التضخم على القيمة السوقية في بعض الدول العربية (3)

Coefficients ^a						
البلد		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
		B	Erreur standard	Bêta		
سوريا	(Constante)	1336,746	228,173		5,858	0,002
	التضخم	-8,980	5,347	-0,600	-1,679	0,154
فلسطين	(Constante)	3407,810	112,892		30,187	0,000

	التضخم	-45,907	9,200	-0,845	-4,990	0,001
السودان	(Constante)	1798,269	433,199		4,151	0,003
	التضخم	15,050	12,176	0,400	1,236	0,252
الأردن	(Constante)	19048,144	3376,804		5,641	0,000
	التضخم	1106,636	598,672	0,399	1,848	0,081
تونس	(Constante)	3407,227	1287,690		2,646	0,016
	التضخم	690,109	247,834	0,549	2,785	0,012
قطر	(Constante)	115002,565	16551,486		6,948	0,000
	التضخم	-3983,060	2637,541	-0,335	-1,510	0,148
البحرين	(Constante)	13579,378	2271,156		5,979	0,000
	التضخم	1740,206	907,555	0,412	1,917	0,071
دبي	(Constante)	59081,320	15516,024		3,808	0,002
	التضخم	415,644	2874,308	0,037	0,145	0,887
أبو ظبي	(Constante)	96678,231	16990,304		5,690	0,000
	التضخم	-4060,432	3147,415	-0,316	-1,290	0,217
الكويت	(Constante)	49982,986	14228,678		3,513	0,002
	التضخم	7748,378	4694,037	0,363	1,651	0,116
سلطنة عمان	(Constante)	30308,225	5106,110		5,936	0,000

	التضخم	-717,027	1401,995	-0,120	-0,511	0,615
العربية السعودية	(Constante)	340738,202	49437,56 4		6,892	0,000
	التضخم	1707,810	12994,77 3	0,031	0,131	0,897
لبنان	(Constante)	8725,869	2331,064		3,743	0,001
	التضخم	36,039	521,381	0,016	0,069	0,946
المغرب	(Constante)	60788,391	8323,572		7,303	0,000
	التضخم	-6827,892	3335,840	-0,435	-2,047	0,056
مصر	(Constante)	47533,997	10480,72 1		4,535	0,000
	التضخم	540,566	896,962	0,141	0,603	0,554
a. Variable dépendante : القيمة_السوقية						

المصدر : مخرجات Excel 2016 نقلا من برنامج SPSS23

• أولا : التفسير الإحصائي

بالاطلاع على نتائج دراسة العلاقة بين التضخم والقيمة السوقية للدول محل الدراسة لاحظنا ما

يلي:

- أظهرت قيمة معامل التحديد (R-squared) أن التضخم يفسر القيمة السوقية بنسبة 71.3% لفلسطين وبالتالي للنموذج قدرة تفسيرية عالية نسبيا، بينما نلاحظ أن القدرة التفسيرية للنموذج ضعيفة في كل من سوريا وتونس وضعيفة جدا لدى باقي الدول خاصة العربية السعودية ودبي بنسبة 0.1% لكليهما، ولبنان بنسبة 0%.

- حسب اختبار المعنوية الإحصائية للمعلومات من خلال اختبار ستودنت نجد أن الميل الحدي للقيمة السوقية يختلف معنويًا عن الصفر بدلالة إحصائية لدولة فلسطين، وهذا يعني أنه يمكن قبول مقدار الميل الحدي للقيمة السوقية كأساس للوصول إلى معلمه النظري في المجتمع الإحصائي.
- وفيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، يظهر لنا من خلال النتائج المحصل عليها أن للنموذج معنوية إحصائية لدولة فلسطين، وهذا يعني أن النموذج مقبول إحصائياً بالنسبة لفلسطين.

● ثانياً: التفسير الاقتصادي

بالاعتماد على نتائج القياس لتأثير معدلات التضخم على مؤشر القيمة السوقية كأحد مؤشرات الكفاءة، يظهر من المنطقي أن يتأثر ويؤثر على معدلات التضخم. وأظهرت النتائج أن الدول التي تملك قيمة سوقية كبيرة كان تأثيرها أصغر بمعدلات التضخم كونه يفسر حجم النشاط في سوقها. وهكذا من الطبيعي أن لا يتأثر بهذا المؤشر الاقتصادي أكثر من الدول التي لا تملك حجم قيمة سوقية صغيرة راجع إلى أن انخفاض القدرة الشرائية (بسبب معدل التضخم) تؤدي إلى ضعف قدرة الاستثمار وهذا ما يعكسه انخفاض القيمة السوقية، وأكدته نتائج الدراسة في الدول المتقدمة اقتصادياً. ويمكن تفسير العلاقة القوية الموجودة في سوق فلسطين بين القيمة السوقية ومعدلات التضخم للأوضاع الاقتصادية الخاصة فيها وارتباط اقتصادها بسياسية المستعمر.

الخاتمة

بعد دراسة تداعيات التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2019، باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط وفق البرنامج القياسي SPSS وضمن هذه الخاتمة يمكن عرض نتائج اختبار الفرضيات وكذا نتائج الدراسة والاقتراحات.

أولاً: نقد الفرضيات: بعد تحليل فصول الدراسة وانطلاقاً من نتائج الدراسة التطبيقية والتي اعتمدنا فيها بالأدوات الإحصائية والمتمثلة في نظام SPSS19، توصلنا إلى أن تداعيات التضخم على مؤشرات الكفاءة في بعض الدول العربية خاصة منها الخليجية تتسم بدرجات منخفضة من التأثير، حيث يؤثر معدل التضخم في قطر والإمارات (دبي وأبو ظبي) بنسبة لا تتعدى 15%. ويرجع ذلك إلى المستوى الاقتصادي لهذه الدول وكذا انفتاحها الاقتصادي وتطور أداء أسواق أوراقها المالية. مما يبين أن الفرضية التي وضعناها في مقدمة الدراسة غير صحيحة لأن معظم الدول العربية لم تعطي نتائج القياس فيها الأثر لمعدلات التضخم على مؤشرات كفاءة الأسواق الأوراق المالية درجات كبيرة، دليل على أن هذا

التفاوت يرجع إلى أداء أسواقها المالية بالدرجة الأولى وحجمها الذي يعد صغيرا مقارنة بالدول القوية اقتصاديا أو لأسباب تفسيرية أخرى لم تدرج في القياس ولكن كان هذا التأثير موجود لدى بعض الدول مثل فلسطين دليل على أن تفسير العلاقة قد نجده في امتلاكها لسوق صغير ونمط اقتصادي مختلف عن باقي الدول العربية المعتمدة في النموذج.

ثانيا: نتائج الدراسة: بناء إلى ما تطرقنا إليه خلال هذه الدراسة تمكنا من الوصول إلى النتائج التالية:

- إلزامية توفر نظام معلومات متطور ذو شفافية تجعل من أسواق الأوراق المالية تساهم في الاقتصاد بطريقة فعالة وكفاءة.
- هناك اختلاف وتباين في تأثير معدلات التضخم بين الدول العربية، وذلك راجع إلى مدى تطور وكفاءة أسواق أوراقها المالية.
- تتباين تأثيرات التضخم على كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول حسب المستوى الاقتصادي والنمط الاقتصادي.
- استطاعت الدول المتقدمة ذات أسواق أوراق مالية متطورة وكفاءة التقليل من أثر التضخم عن طريق زيادة الناتج المحلي الخام حيث توجد علاقة طردية بين هذين المؤشرين على عكس بعض الدول العربية التي لم تستطع التقليل من أثر التضخم على أسواق أوراقها المالية عن طريق زيادة الناتج المحلي الخام.
- تنعكس تغيرات المؤشرات الاقتصادية على اتجاه سوق الأوراق المالية مما يتطلب إتباع إستراتيجية لتحقيق التكامل بينها.
- تعد أسواق الأوراق المالية من بين العناصر التي تتحكم في معدلات النمو الاقتصادي في الدول التي تعتمد عليها.
- تعتبر بعض دول الخليج كالإمارات العربية وقطر من الدول التي تمتلك أسواق أوراق مالية ذات كفاءة حسب مؤشراتهما مما يجعلها أقل عرضة للتغيرات لبعض المؤشرات الاقتصادية كالتضخم، مما يستدعى إيجاد سبل فعالة للتحكم في معدلات التضخم لتفادي أثارها السلبية كما هو الحال في بعض الأسواق الدولية.

- بينت نتائج الدراسة إلى أن حجم التداول لا يتأثر في معظم الدول المتقدمة بمعدلات التضخم، وذلك راجع لضعف هذا المعدلات وكذا زيادة الوعي الاستثماري في هذه الدول.
- هناك تأثير متبادل بين معدلات التضخم ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية ولكن بمستويات مختلفة عن الدول المتقدمة، وهذا راجع إلى تباين مستوى أداء أسواق الأوراق المالية بين الدول العربية والمتقدمة.

ثالثا: اقتراحات الدراسة:

- بناء على النتائج المتوصل إليها، ومن أجل الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية بشكل عام وسوق الأوراق المالية الجزائري بشكل خاص تم اقتراح التوصيات التالية:
- يمكن تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال مواجهة التحديات خاصة تلك المتعلقة بالشفافية والرفع من مستوياتها على الصعيد العام والخاص، يكون بإيجاد مؤشرات اقتصادية دقيقة عن كل القطاعات الاقتصادية مما يسمح لسوق الأوراق المالية بالعمل بفعالية على ضوء تلك المعلومات، ومن هنا يجب التركيز على فهم العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية وهذه المؤشرات وتحديد انعكاسات كل منهما على الآخر وهذا من خلال بحوث ودراسات أشمل للموضوع.
- ضرورة الربط بين البورصات العربية خاصة بورصات شمال إفريقيا نظرا لتشابه هذه الدول من حيث الخصوصيات ونمط التسيير.
- يجب إدراج عدد أكبر من المؤسسات في بورصة الجزائر في كل سنة أو سنتين، لتحفيز عدد أكبر من المؤسسات للانضمام إليها عن طريق فرض إعفاءات ضريبية وبالتالي استقطاب عدد أكبر من المستثمرين لتوظيف أموالهم في البورصة مع نشر الوعي الاستثماري.
- إيجاد وسائل فعالة لتبادل الخبرات بين القائمين على سوق الأوراق المالية في الدول العربية بهدف الاستفادة من التجارب المختلفة لهذه الدول فيما بينها.
- لا تزال هيئات الضبط تحتاج إلى تفعيل دورها في تنشيط بورصة الأوراق المالية العربية، مما يجعلها أداة توفر البيئة القانونية والتنظيمية والإدارية التي بإمكانها تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وبعث الثقة لدى المتعاملين في السوق وتكريس سوق أوراق مالية كفاً.

- العمل على تنويع تشكيلة المنتجات المالية المتداولة في بورصة الجزائر لخلق سمة العمق والسيولة للبورصة وتحفيز المستثمرين للتداول فيها، مع نشر ثقافة الاستثمار من خلال وسائل الإعلام.
- تضافر الجهود المبذولة بين دول المغرب العربي لتقوية وسائل تمويل الاستثمارات وتنشيطها على المستوى الإقليمي والنهوض بها مستقبلا بتعاون عربي، ما يتطلب من الجزائر بالدرجة الأولى تكثيف الإجراءات لتفعيل أسواق رأس المال فيها.

المراجع:

- 1- كامل آل شبيب، الاستثماري والتحليل الاستثماري، جامعة زيتونة الأردنية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، (الأردن)، 2017.
- 2- كامل. آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان (الأردن)، 2019.
- 3- د. كاظم عباس، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عمان (الأردن) :دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2010.
- 4- س. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان (الأردن)، 2018.
- 5- ح. البني هاني، الأسواق المالية طبعتها، تنظيمها، أدواتها، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2003، ص 194.
- 6- و. حسين علي، "آثار التضخم على أداء أسواق الأوراق المالية لمدة 2005-2011، استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ VECN"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 10، المجلد 05، 2013.
- 7- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، تقرير الاقتصاد العربي مؤشرات الأداء 2000-2018، الكويت: السنة 34، العدد الفصلي الرابع (أكتوبر - ديسمبر 2016).
- 8- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنوات 2000-2019.
- 9- Karyotis C., *L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux*, 2^e édition, Lextenso édition, Paris, 2010.

- 10- **Thomas Ph.**, *Analyse boursière Fondamentale*, Revue Banque, édition, Paris, 2010.
- 11- **Berrag M.**, *MARCHE FINANCIER fonctions économiques et conditions de création*, REVUE ECONOMIQUES ET INTEGRATION en ECONOMIE MONDIAL, N° 01, 2006.

الوثائق الإلكترونية:

1. قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي متاح على الموقع:
<https://arabic.doingbusiness.org/ar/custom-query> بتاريخ الاطلاع:
 2020/05/18.
2. موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar> بتاريخ الاطلاع: 2020/05/28.
3. موقع بورصة ألمانيا www.dax-indices.com بتاريخ الاطلاع: 2020/06/05.
4. موقع بورصة الولايات المتحدة الأمريكية : www.wall-street.com بتاريخ الاطلاع:
 2020/05/21.
5. موقع بورصة اليابان WWW.indexes.nikkei.co.jp بتاريخ الاطلاع: 2020/06/10.
6. موقع بورصة فرنسا www.boursedirect.fr بتاريخ الاطلاع: 2020/06/12.
7. موقع بورصة فرنسا www.boursorama.com بتاريخ الاطلاع: 2020/06/08.
8. موقع بورصة نيويورك www.nyse.com بتاريخ الاطلاع: 2020/05/30.
9. موقع مجموعة البنك الدولي متاح على: <http://data.Worldbank.org/indicator> بتاريخ الاطلاع: 2020/05/15.

