

الأسواق المالية في الدول النامية تطوراتها وأهميتها

هشام غرايبه و رتاب خوري *

جامعة اليرموك، إربد، الأردن

ملخص

يهدف هذا البحث إلى التعريف بالأسواق المالية في الدول النامية، وذلك نظراً لزيادة أهمية هذه الأسواق وتزايد انشطتها. وقد حاولت الدراسة التركيز على عينة من أسواق الدول النامية شملت كلاً من الأردن واليونان وتركيا والهند والباكستان. ولاغراض مقارنة أداء تلك الأسواق، تمت دراسة بعض المؤشرات الرئيسية لتلك الأسواق مثل رسملة السوق ومعدل دوران الاسهم وعدد الشركات المدرجة في الأسواق وحجم التداول ومضاعف سعر السهم ونسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية والربح الموزع إلى السعر السوقي للسهم، والارقام القياسية لنسبة العائد الاجمالي. وقد تبين أن العائد في الأسواق المالية النامية يتزايد باستمرار. كما أن نمو هذه الأسواق كان أسرع في السنوات الأخيرة من نسبة النمو في الأسواق المالية المتقدمة.

١- المقدمة

شهدت السنوات الأخيرة إهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين والمحليين الماليين بالأسواق المالية في الدول النامية. فقد ثبت بالتجارب العملية أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك

جميع الحقوق محفوظة لجامعة اليرموك، ١٩٩٤

* استاذ مشارك في قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

* استاذ مشارك في قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

الدول. وقد ساعد إهتمام الدول النامية نفسها بتطوير أسواقها المالية على تركيز الاهتمام بتلك الأسواق، خاصة أسواق الدول التي أستطاعت أن تزيل العقبات القانونية والمالية واجتذاب رؤوس الاموال الخارجية لتعزيز العملية الأستثمارية ولزيادة المدخرات المحلية وتوجيهها نحو الأستثمارات المجزية مالياً واقتصادياً.

كما شهدت الأعوام الأخيرة تواصلاً في جهود معظم الدول النامية لتحسين مناخ الاستثمار فيها من خلال تهيئة الأوضاع والظروف الملائمة لجذب الأستثمارات الأجنبية. وقد حققت الدول النامية درجات متباينة من النجاح في هذه المهمة الصعبة. فقد نجح بعضها في إجتذاب الكثير من الأستثمارات الأجنبية في حين حقق بعضها الآخر نجاحاً متواضعاً ولا زال يواصل الجهود لجذب المزيد من تلك الأستثمارات.

ومما لا شك فيه، إن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها يؤثر بشكل إيجابي على النمو الأقتصادي الشامل للبلاد. فبدون تلك الأسواق لا تستطيع الدولة الحصول على الموارد المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الأستثمارية. ولذلك فإن الأسواق المالية المتطورة ترتبط عادة بتطور القطاع الأقتصادي ونموه. فقد بلغت المتطلبات الأستثمارية للدول النامية حوالي ٦٠٠ مليار دولار في السنة، (Graffan and Wall 1991, p. 88) ومعظم هذه الاموال غير متوفرة من الادخارات المحلية. كما أن وجود مشاكل المديونية الداخلية والخارجية أدّى إلى تدني مستوى الادخار المحلي للدول النامية كما أدى الى سوء التوزيع الفعال للخدمات والاستثمارات التي تعتبر حجر الاساس ومتطلباً سابقاً للتطور الأقتصادي الشامل. وكنتيجة لذلك، تحاول الكثير من الدول النامية تطوير اسواقها المحلية لتشكل عنصر جذب للاموال من الخارج. وتنصب هذه المحاولات على خلق اطار قانوني، ومؤسسي ومالي يساهم في زيادة حجم وفعالية المدخرات المحلية وزيادة الاستثمارات الأجنبية في أن واحد.

ومن جهة أخرى، فإن عرض المدخرات في الدول المتقدمة يفوق الزيادة في فرص الاستثمار المتاحة في تلك الدول، وتمشياً مع مبدأ تنويع الاستثمارات لتقليل مخاطر تقلب العملات وتدني الانجازات الأقتصادية في الدول المتقدمة وطمعاً في مردود أعلى

للأستثمارات، فقد بدأت تلك الدول بالتطلع إلى استغلال الفرص المتاحة للأستثمار في أسواق الدول النامية.

ان وجود أسواق مالية منظمة وقوية تساهم في تطور الدول اقتصادياً تمثلُ بعدة

طرق:

أولاً: تساهم الأسواق المالية في استقرار النظام المالي والاقتصادي للدول النامية

حيث أن وجود تلك الأسواق يقلل من اعتماد الشركات على القروض وبالتالي يقلل من تأثرها بأسعار الفوائد المتقلبة. مثلاً يتطلب التمويل عن طريق القروض دفع فوائد ثابتة مضافاً إليها المبلغ الأصلي في نهاية فترة الاستحقاق حتى في حالة خسارة الشركات على إعتبار أن للدين كلفة ثابتة وغير مرتبطة بربحية الشركة. ولكن التمويل عن طريق إصدار الأسهم يسمح للشركات بالحصول على احتياجاتها التمويلية دون الوقوع تحت ضغوط التسديد في الظروف الصعبة.

ثانياً: تساهم الأسواق المالية المنظمة في اجتذاب وتوجيه المدخرات بخاصة من صغار

المدخرين الذين سيكون بإمكانهم شراء عدد من الأسهم يتناسب مع مدخراتهم وعليه فان ملكية الشركات المساهمة العامة تتوزع على عدد كبير من المساهمين مما يقلل من تعرضها للهزات التمويلية ويساعد في استقرارها مالياً وإدارياً بسبب تفتت الملكية وعدم وجود تركيز كبير في حيازة الاسهم.

ثالثاً: ان وجود سوق منظم يزيد من فعالية التسعير الملائم للأسهم ومن تقليل تكاليف

شرائها وبيعها. بالإضافة إلى أن وجود سوق مالي متطور سيمكن من حماية المستثمر من خلال الإشراف المناسب على الإصدارات الحديثة، وإصدار المعلومات بشكل دقيق ومنظم.

رابعاً: يساعد وجود الاسواق المالية المنظمة على إستقطاب الأستثمارات الأجنبية، كما

أن الأستثمارات الأجنبية قد تتضمن نقل المعرفة والتكنولوجيا إلى الكثير من الصناعات؛ فالمستثمر الأجنبي يحاول عادة التركيز على الأستثمارات الإنتاجية الضخمة في الدول النامية، كما يهتم المستثمر الأجنبي بالشركات التي تعطي

أولوية لمشاريع البحث والتطوير. ومن دون شك فإن الاستثمار عن طريق الأسواق المالية يعتبر بديلاً ممتازاً للاستثمار المباشر لرؤوس الأموال الأجنبية. وبالرغم من أهمية الاستثمارات الخارجية، فإن هناك بعض السلبيات المصاحبة للاستثمارات الأجنبية منها مثلاً وليس حصراً:

أولاً: محاولة المستثمر الأجنبي التخلص من أسهم الشركات التي يتدنى مستوى الأرباح والربحية فيها إلى درجة تقل عن توقعاته، وهذا من شأنه بث عدم الاستقرار في الأسواق المالية بسبب سرعة دخول وخروج الأموال منها وإليها. وهذا بدوره ينعكس على ميزان المدفوعات مما يزيد من حدة التذبذبات فيه.

ثانياً: التخوف من السيطرة الأجنبية على الشركات المحلية خاصة وإن الأسواق المالية في الدول النامية هي أسواق ضيقة وصغيرة بطبيعتها. إلا أنه من الناحية العملية، يمكن السيطرة على هذه المشكلة عن طريق تحديد نسبة مئوية معينة من ملكية الشركات والتي من الممكن أن تكون مملوكة للأجانب أو عن طريق حجب حق الترشيح والانتخاب عن الملكية الأجنبية.

٢- أهمية الدراسة وأهدافها

لقد تعاضمت أهمية الأسواق المالية في الدول النامية وكثرت الكتابات عنها في الأدبيات الأجنبية. وإدراكاً منا لأهمية الموضوع ومحاولة لإطلاع المهتمين على التطورات الحاصلة في تلك الأسواق سنحاول في هذا البحث تفصيل بعض الجوانب التي تسلط الأضواء على تلك الأسواق. كما تهدف هذه الدراسة إلى إجراء مقارنات بين سوق عمان المالي وبعض الأسواق المالية في الدول النامية للوقوف على درجة تطور سوق عمان المالي وبيان أوجه القوة والضعف فيه مقارنة بغيره من الأسواق المماثلة.

٣- منهجية الدراسة

استخدمت هذه الدراسة بيانات ومعلومات احصائية صادرة عن جهات مختلفة لغايات

قياس درجة كفاءة الأسواق المالية، وربحيتها، وخطورة تذبذب أسعارها في الدول النامية مع التركيز على أوضاع سوق عمان المالي مقارنة بغيره من الأسواق، وفي سبيل تحقيق ذلك سيتم استخدام بعض الطرق الإحصائية للخروج بنتائج وتوصيات قد تكون مفيدة من الناحية العملية خاصة فيما يتعلق بالتجارب الناجحة في بعض الدول النامية. وقد أخذت عينة من أسواق الدول النامية تمثل كلاً من الأردن واليونان وتركيا والهند والباكستان لغايات التحليل ومقارنة أداء تلك الأسواق مع بعضها.

٤- تطور الأسواق المالية في الدول النامية

لقد حققت الأسواق المالية في الدول النامية تطوراً كبيراً فاق كل التوقعات في السنوات الأخيرة. وقد شمل هذا التطور زيادة في حجم التداول، ومجموع رسملة السوق^(١)، وعدد الشركات المدرجة ومعدل دوران الأسهم^(٢). بالإضافة إلى التطورات القانونية والمالية والتنظيمية التي صاحبت التطورات الأخرى.

وللتدليل على سرعة نمو الأسواق المالية وتطورها في الدول النامية فقد بلغ مجموع رسملة الأسواق Market Capitalization النامية الثلاثين والتي تقوم برصدها نشرة متخصصة تصدرها مؤسسة التمويل الدولية (IFC) نحو ٦, ٨٥ مليار دولار عام ١٩٨٠، وناهمز مجموع رسملة الأسواق عام ١٩٩٠ أكثر من ٦٠٠ مليار دولار (Graffam and Wall 1991,P.88) أي بنسبة نمو تعادل ٧٠٠٪ خلال السنوات العشر الأخيرة. كما أن عدد الشركات المدرجة في تلك الأسواق تضاعف ووصل إلى ١١٠٠٠ شركة عام ١٩٩٠. وقد لفت هذا النمو السريع انتباه المستثمرين الغربيين إذ تشير الوقائع إلى أنه ومنذ منتصف الثمانينات أخذت صناديق الأستثمار المشترك Mutual Funds بالتركيز على أسواق الدول النامية. وقد قفز عدد الصناديق التي تستثمر بتلك الأسواق من أربعة صناديق في بداية الثمانينات إلى ١٢٠ صندوقاً في بداية التسعينات. بل وزاد إهتمام المستثمرين بتلك الأسواق إلى درجة أن بورصات الولايات المتحدة قامت بإدراج أكثر من ١٧ صندوقاً ضمن تعاملاتها، كما قامت بريطانيا بإدراج ٢٢ صندوقاً في بورصة لندن (Graffam & wall 1991) ويمكن إرجاع سرعة نمو الأسواق المالية وتطورها في الدول النامية وتزايد

إهتمام المستثمرين بتلك الأسواق إلى الأسباب التالية

١- الربحية العالية

تشير الإحصاءات والأرقام القياسية الممثلة في المؤشرات المستخدمة والتي تعكس الارتفاع في أسعار الأسهم المدرجة في الأسواق المالية إلى أن معدلات الأرباح الرأسمالية المختلفة في أسواق الدول النامية تفوق تلك المحققة في أسواق الدول المتقدمة؛ فقد أظهر مؤشر مؤسسة التمويل الدولية والمأخوذ من تسعة عشر سوقاً في الدول النامية أن العائد السنوي المركب في تلك الأسواق قد وصل إلى نسبة ٢٢,٩٪ وذلك للسنوات الخمس الأخيرة. وهذا المعدل يقل بنسبة بسيطة عن العائد من الأسواق الأوروبية والبالغ ٣٦,٥٪ ولكنه أعلى بكثير من معدل العائد لمؤشر ستاندرد اند بورز Standard and Poors الأمريكي (IFC, 1990). بل وتشير الأرقام إلى أن معدل العائد المحقق في تسعة أسواق نامية (أسواق جنوب شرق آسيا في الغالب) قد حقق نسبة نمو سنوية متوسطها ٤٦,٣٪ في الثمانينات واستمرت تلك الأسواق في تحقيق مكاسب لا تقل عن ذلك المتوسط (Kitchen, 1988 P.158) وبشكل عام فإن معدل العائد المرتفع يعتبر مغرباً وكافياً لموازنة مخاطر الاستثمار الموجودة في الدول النامية.

٢- التوجه نحو تنويع المحافظ الاستثمارية

يعتبر مبدأ تنويع الاستثمارات من المبادئ الأساسية في سياسات الاستثمار. وحتى فترة وجيزة، كانت فكرة التنويع الجغرافي تقتصر على توزيع الاستثمارات بين الدول المتقدمة مثل أسواق الولايات المتحدة، أوروبا، واليابان. إلا أن بعداً دولياً آخر أضيف الآن لزيادة التنويع الجغرافي وهو إمكانية الاستثمار في الأسواق المالية للدول النامية. كما أن تدويل التعامل في أسواق الدول النامية وإزالة القيود التي كانت مفروضة على دخولها تلك الأسواق والحوافز المغرية التي تمنحها تلك الدول ساعد على زيادة الاستثمارات الأجنبية في أسواق تلك الدول، كما أن الكثير من المستثمرين الأجانب ينظرون إلى الاستثمارات في الأوراق المالية على أنها بديل جيد للاستثمارات المباشرة

والتي ما زالت تفرض عليها قيوداً بالإضافة إلى حساسية الملكية المباشرة من قبل الأجانب وقد تطرقت الكثير من الدراسات القديمة والحديثة إلى مسألة تنويع الاستثمارات وضرورة الاستثمار في الأسواق الجديدة، انظر على سبيل المثال (Cheung and Ho,1991; Grubel, 1968;lessard,1973; Levy and Sarnat 1970, Solnik,1974). فقد ثبت بالتطبيق العملي أن تنويع المحافظ الاستثمارية لتشمل أسواق الدول النامية يحقق المزايا المرجوة خاصة وأن التنويع يعني في هذه الحالة اختلاف العملات واختلاف أنشطة الأسواق. ففي كثير من الحالات التي تكون فيها أسواق الدول المتقدمة في حالة ركود، نجد أن أسواق الدول النامية ليست كذلك. وبالطبع، فإن التنويع الجغرافي يحقق أهدافه ما دامت معاملات الارتباط ضعيفة بين عوائد الأسواق في الدول المتقدمة والنامية. وقد أثبتت الكثير من الدراسات أن الارتباط بين أسواق الدول المتقدمة مجموعةً وأسواق الدول النامية أقل من الارتباط بين أسواق الدول المتقدمة (Cheung and Ho 1991).

ويظهر الجدول رقم (١) معاملات الارتباط بين العائد المحقق في أسواق الولايات المتحدة والعائد المحقق في مجموعة من أسواق الدول النامية. ويظهر من الجدول أن العلاقة ضعيفة للغاية بين العائد المحقق في الولايات المتحدة والعائد المحقق في أسواق الدول النامية. بل يظهر الجدول علاقة عكسية بين بعض الأسواق (البرازيل، التشيلي، الأرجنتين، اليونان) والسوق الأمريكي.

٣- سهولة التعامل مع أسواق الدول النامية

لقد نجحت كثير من الدول النامية في استقطاب الاستثمارات الأجنبية وذلك بفضل الحوافز التي تقدمها للمستثمرين الأجانب. فقد قامت غالبية الدول بإزالة العوائق التي كانت مفروضة على الأجانب عند تعاملهم مع أسواق الأوراق المالية، وسمحت لرأس المال الأجنبي بالدخول وتحويل الأرباح دونما عوائق. أضف إلى ذلك، أن الاستثمار بالأسواق المالية يعتبر بديلاً مرضياً عن الاستثمار المباشر لجميع الأطراف.

وبالطبع، لا يمكن الادعاء أن الأسواق المالية في الدول النامية أصبحت عالية الكفاءة وتخلو من العيوب، بل إن الأسواق النامية ما زالت تعاني من مستوى الكفاءة الضعيف والذي يقل بكثير عن مستوى الكفاءة الذي تتميز به أسواق الدول المتقدمة. إلا أن مستوى كفاءة الأسواق النامية أصبح قريباً جداً من مستوى كفاءة الأسواق المالية الأوروبية الصغيرة (Ernunza and Losq,1985)

جدول رقم (٩)

العلاقة بين الأسواق النامية وسوق الولايات المتحدة
للفترة بين ١٩٧٥-١٩٨٥

السوق	معامل الارتباط مع السوق الأمريكي	معدل العائد السنوي
سنغافورة	٠,٤٢	٪٣٠
المكسيك	٠,٢٢	٪٤٧
البرازيل	٠,٠٣-	٪٥
تشيلي	٠,١٨-	٪١٢٣
الأرجنتين	٠,٠٢	٪٩٧
كوريا	٠,٢٣	٪٣٠
اليونان	٠,٠١-	٪٣
الاردن	٠,٣٤	٪٤٠

المصدر: IFC Emerging Stock markets Factbook. Different issues

ويعتقد بعض الكتاب (Goldman and Sosin, 1979) أن ضعف كفاءة أسواق الدول النامية يعود إلى عدم إنتظام توزيع المعلومات ودقتها. كما أن الشركات في الدول النامية اعتادت على التأخر في إصدار تقاريرها السنوية بالإضافة إلى قلة المعلومات الأخرى التي تقوم بتوزيعها .

٥- عينة الدراسة

اشتملت عينة الدراسة على الأسواق المالية في الدول التالية: الاردن واليونان وتركيا والهند والباكستان، وقد استبعدت الدراسة عينات من دول أمريكا اللاتينية لقلة المعلومات المتوفرة ولوجود تضخم غير عادي ولسنوات طويلة في تلك الدول مما يجعل عملية المقارنة بالأسواق الأخرى غير ممكن. ولأغراض التحليل والمقارنة، سندرس بعض المتغيرات الهامة في الأسواق المذكورة للوقوف على أهميتها ونموها في السنوات العشر الأخيرة.

وفيما يلي استعراض مقارن لبعض مؤشرات الاسواق المالية موضوع الدراسة:

١.٥- رسملة الأسواق Market Capitalization

بلغ حجم رسملة الأسواق للدول الخمس الداخلة في عينة الدراسة نحو ١٣٣٢٦ مليون دولار أمريكي عام ١٩٨٠، وهذا يعادل ٠,٩٪ من حجم رسملة السوق الأمريكي. وقد تطورت هذه الأرقام لعام ١٩٩٠ لتصل الى ٤٥٠٩٤ مليون دولار ، أو ما يعادل ٢,٥٪ من رسملة السوق الأمريكي لنفس الفترة. وبالتالي فإن نسبة النمو في رسملة الأسواق النامية موضوع الدراسة كانت أعلى من نسبة نمو السوق الأمريكي. كما أن مجموع رسملة الأسواق في العينة تعادل نحو ٨,٩٪ من رسملة السوق البريطانية و ٢٠,٥٪ من رسملة السوق الألمانية وذلك لعام ١٩٩٠. بل إن بعض دول العينة، مثل الهند والباكستان تفوق فيها رسملة السوق بعض أسواق الدول المتقدمة. ففي عام ١٩٩٠ بلغ حجم رسملة السوق في الهند نحو ٣٨٥٦٧ مليون دولار مقارنةً بالأسواق الإسرائيلية والنرويجية إذ بلغ حجم رسملة الأسواق فيها ١٠٥٦٠ مليون دولار و ٢٦١٣٠ مليون دولار على التوالي. ويمكن القول أن حجم رسملة السوق في الهند يزيد على حجم رسملة السوقين الإسرائيلية والنرويجية معاً.

ويبين الجدول رقم (٢) بعض المدلولات الأولية والهامة في أسواق دول العينة. ويتضح من الأرقام الواردة في الجدول أن نسبة النمو في حجم الرسملة لأسواق العينة كانت

الجدير بالذكر، أن الزيادة في رسملة السوق التركية تحققت في السنوات الخمس الأخيرة على ضوء الانجازات الاقتصادية الهامة وزيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية مما أسهم في زيادة أسعار الأسهم خاصة عام ١٩٨٩ حيث بلغت الزيادة في أسعار الأسهم لذلك العام نحو ٣٠٠٪ مقارنة بالعام السابق (IFC, 1991, P 40) وكل تلك العوامل ساهمت في انتعاش السوق المالي وزيادة حجم الرسملة. أما في الهند فقد تضاعفت رسملة السوق فيها نحو خمس مرات وقد طرأت معظم الزيادة في عام ١٩٩٠ حيث حققت معدلات الرسملة زيادة هائلة بلغت نحو ٤٤٪ مقارنة بالعام السابق. ويبدو أن سياسة الحكومة الهادفة إلى تقليل القيود المفروضة على القطاع الخاص وزيادة أرباح الشركات قد انعكست إيجابياً على حجم الرسملة. ولا تشذ باكستان عن بقية دول العينة إذ تضاعف حجم رسملة السوق هناك بأكثر من ٦, ٤ مرة للفترة من ١٩٨٠-١٩٩٠ ويعود السبب الرئيس في هذه الزيادة إلى حملة تحويل ملكية بعض المؤسسات من القطاع العام إلى القطاع الخاص وطرح أسهم تلك المؤسسات في السوق المالي.

٢.٥. معدل الدوران Turnover Ratio

يقيس معدل دوران الأسهم نشاط الأسواق المالية وحركتها. وارتفاع نسب الدوران يدل على كثافة التداول في السوق بشكل عام. وإذا نظرنا إلى الجدول رقم (٢) يتضح أن الزيادة في معدلات الدوران كانت عالية لجميع دول العينة. وقد سجلت السوق اليونانية أعلى معدلات الزيادة في هذه السنة حيث تضاعف معدل الدوران نحو أربع عشرة مرة خلال السنوات العشر الأخيرة وسجلت نسبة زيادة تراكمية بلغت ١٢٩٦٪ ما بين عامي ١٩٨٠-١٩٩٠. أما في الأردن، فقد طرأت أيضاً زيادة كبيرة على معدل الدوران في السنوات العشر الأخيرة إذ بلغت تلك الزيادة ما نسبته ١٥٦٪، علماً أن عام ١٩٩٠ لم يكن من الأعوام العادية لتأثر الأردن والسوق المالي بالذات- بأزمة الخليج، إذ انخفضت معدلات التداول والأسعار انخفاضاً حاداً. أما في تركيا، فقد زاد معدل الدوران زيادة كبيرة، وكانت غالبية هذه الزيادة في عام ١٩٩٠. أما في الهند فقد زاد معدل الدوران بأكثر من ٦٣٪ خلال الفترة تحت الدراسة وقد سجلت الأسواق الهندية معدل دوران عالياً

ضمن دول العينة. وفي الباكستان، حيث لا تتوفر معلومات عن سنة الأساس، إلا أنه من الواضح أن معدل الدوران لم يسجل تزايداً ملحوظاً في السنوات الأربع الأخيرة، ويلاحظ أيضاً انخفاض أسعار الأسهم في الباكستان نتيجة الأوضاع الاقتصادية الصعبة التي لا تزال تعاني منها الباكستان حتى الآن.

٣.٥. عدد الشركات المدرجة Number of Listed Companies

يبين عدد الشركات المدرجة مدى تركيز التداول أو اتساع السوق المالي من حيث عدد الشركات التي يمكن تداول أسهمها في السوق. ويظهر الجدول رقم ٢ عدد الشركات المدرجة في عامي ١٩٨٠ و ١٩٩٠. ويظهر من المعلومات الواردة فيه أن بعض الدول - مثل الهند - سجلت معدلات مرتفعة لعدد الشركات المدرجة في السوق المالي. فقد ارتفع عدد الشركات المدرجة في الأسواق الهندية من ٢٢٦٥ شركة عام ١٩٨٠ إلى ٦٢٠٠ شركة عام ١٩٩٠. وفي الأردن، زاد عدد الشركات المدرجة لنفس الفترة بنسبة ٤٨٪ تقريباً. وسجلت اليونان أيضاً معدل ٢٥٪ في زيادة عدد الشركات المدرجة. أما في تركيا فقد تراجع عدد الشركات المدرجة من ٣١٤ شركة عام ١٩٨٠ إلى ١١٠ شركات فقط عام ١٩٩٠. علماً أن عدد الشركات المدرجة في السوق التركية تضاعف في السنة الأخيرة حيث كان عدد الشركات المدرجة عام ١٩٨٩ نحو ٥٠ شركة. أما في الباكستان فيظهر من المعلومات الواردة في الجدول أن عدد الشركات المدرجة زاد بمعدل ٥٥٪ خلال السنوات العشر الأخيرة.

٤.٥ حجم التداول Value Traded

يظهر حجم التداول كمية الأسهم المتداولة في الأسواق المالية. ولمنع تأثير انخفاض قيمة عملات الدول المشمولة في العينة، فسيتم التعبير عن أرقام التداول بالدولار الأمريكي ويظهر الجدول رقم (٣) أحجام التداول لعامي ١٩٨١ و ١٩٩١ ومتوسط حجم التداول السنوي خلال السنوات العشر الأخيرة في الأسواق المالية لدول العينة. كما يظهر الجدول مدى تركيز التداول عن طريق احتساب النسبة المئوية للتداول في أسهم أكبر عشر شركات في كل سوق.

جدول رقم (٣)

حجم التداول (بالمليون دولار)

السوق	١٩٨١	١٩٩٠	متوسط الفترة	نسبة تداول أسهم أكبر ١٠ شركات %
الأردن	٢٢٧	٤٠٧	٣١٧,٦	٤٦,٨
اليونان	٥٥	٣٩٢٤	٥٣٩,٧	٥٧,٤
تركيا*	١٠	٥٨٤١	٩٨٣,٥	٤٠,٠
الهند	٦٦٩٣	٢١٩١٨	٩٢٠٢,٠	٣٠,٦
الباكستان**	١٨٠	٢٣١	١٩٠,٥	٢٠,٢

المصدر: IFC: Emerging Stock Markets Factbook, 1991

* حجم التداول لعام ١٩٨٢ لعدم توفر بيانات لعام ١٩٨١

** حجم التداول للباكستان لعام ١٩٨٤ لعدم توفر البيانات.

ويظهر من الجدول مدى التطور الهائل الذي طرأ على أحجام التداول. ففي الأردن تضاعف حجم التداول خلال الفترة ليصل الى ٤٠٧ مليون دولار لعام ١٩٩٠. علماً أن أكبر حجم للتداول سجل في سوق عمان المالي خلال الفترة كان لعام ١٩٨٩ حيث بلغ ٦٥٢ مليون دولار. وقد تسبب انخفاض الدينار الأردني عام ١٩٨٨ بزيادة الاقبال على تداول الأسهم بإعتبارها ملاذاً جيداً وحماية لا بأس فيها للمستثمر من انخفاض العملة المحلية. وقد بلغ متوسط حجم التداول للسنوات العشر الأخيرة ٣١٧ مليون دولار. كما يظهر من الجدول أن هناك تركيزاً عالياً في السوق المالي الأردني، إذ كان ٤٦,٨% من حجم التداول لعام ١٩٩٠ منحصراً في أكبر عشر شركات مدرجة في السوق المالي.

أما في اليونان فقد زاد حجم التداول مقيماً بالدولار زيادة كبيرة. وقد تركزت الزيادة ما بين عامي ١٩٨٩ و ١٩٩٠ إذ قفز حجم التداول من ٥٤٩ مليون دولار عام ١٩٨٩ إلى ٣٩٢٤ مليون دولار في عام ١٩٩٠ ويواكب هذه الزيادة زيادة مماثلة في عدد الشركات المدرجة ومعدل الدوران كما سبق وأن أوضحنا من خلال الجدول رقم (٢). ويعزى أيضاً

زيادة حجم التداول في السنوات الأخيرة للانخفاض المستمر في قيمة العملة المحلية ولدخول اليونان في السوق الأوروبية المشتركة مما زاد من حجم الاستثمارات الأجنبية وزيادة الاقبال بشكل عام على التعامل بالأسهم. كما يلاحظ أيضاً من الجدول رقم (٣) أن التداول يتركز على عدة شركات كبيرة. حيث حظي التداول بأكثر عشر شركات بنسبة ٥٧,٤٪ ويعتبر هذا تركيزاً كبيراً مقارنةً ببقية دول العينة. أما في تركيا فقد زاد أيضاً حجم التداول وبلغ في عام ١٩٩٠ ما قيمته ٥٨٤١ مليون دولار وقد حدثت قفزة كبيرة في حجم التداول في ذلك العام وتضاعف بأكثر من سبع مرات عن العام السابق. وقد واكب ذلك زيادة كبيرة أيضاً في رسملة السوق ومعدل دوران الأسهم. أما في السنوات من ١٩٨٢ وحتى عام ١٩٨٩ فقد كان حجم التداول منخفضاً وقد عكس بذلك ضعف أداء الاقتصاد التركي لتلك الفترة. أما معدل التركيز بالتداول فيعتبر أقل من معدل تركيز التداول في السوق الأردني واليوناني إذ بلغ ٤٠٪. ويبدو من الجدول رقم (٣) أيضاً الزيادة الكبيرة على حجم التداول في سوق الأوراق المالية بالهند. فقد بلغ حجم التداول نحو ٢٢ مليار دولار عام ١٩٩٠ ويعتبر حجم التداول هذا من أكبر معدلات التداول العالمية. إذ بلغ حجم التداول في الهند من الكبر حداً أصبح معه يساوي أحجام التداول في الدول المتقدمة، بل إن حجم التداول في السوق الهندي يزيد على أحجام التداول في السوق البلجيكية والسويدية مجتمعتين. كما امتاز السوق في الهند بنسبة تركيز في التداول أقل منها في الأردن واليونان وتركيا إذ بلغ ٣٠,٦٪ وذلك لكثرة عدد الشركات المدرجة وضخامة السوق بشكل عام. أما في الباكستان فقد زاد حجم التداول زيادة متواضعة. ومن الملاحظ أن حجم التداول في الأردن كان ضعف التداول في الباكستان لعام ١٩٩٠ بالرغم من أن عدد الشركات المدرجة في السوق الباكستانية بلغت أكثر من أربعة اضعاف الشركات المدرجة في السوق الأردنية. ويعود صغر حجم التداول في الباكستان إلى ضعف أداء الاقتصاد الباكستاني وضعف ربحية الشركات مما يؤثر سلباً على حجم التداول. إلا أن السوق المالي في الباكستان يمتاز بنسبة تركيز قليلة إذا ما قورنت ببقية الأسواق، فقد بلغت نسبة تركيز التداول ٢٠,٢٪ فقط.

٥.٥. مضاعف سعر السهم Price/ Earnings Ratio

تعتبر نسبة مضاعف سعر السهم من النسب الهامة في تقييم الأسهم. وتقيس نسبة مضاعف سعر السهم^(٣) السعر السوقي للسهم منسوباً للأرباح الموزعة على ذلك السهم، وبالتالي فإن ارتفاع النسبة يعني أن المستثمر يدفع الكثير في سبيل الحصول على أرباح الأسهم. فإذا كانت النسبة مثلاً ٧ مرات فهذا يعني أن على المستثمر أن يدفع سبعة دنانير للسهم مقابل الحصول على دينار واحد من الأرباح.

ويبين الجدول رقم (٤) مضاعف سعر السهم لدول العينة بالإضافة إلى النسبة العالمية المقارنة. ومن الواضح أن الأسواق المالية في كل من الأردن والباكستان لها مردود جيد إذ يدفع المستثمر فقط ثمانية أضعاف ما يكسبه من أرباح الأسهم. وهذه النسبة تعتبر أقل بكثير من النسبة العالمية البالغة ١٥,٢ مرة. ويستدل من ذلك أن أسعار الأسهم في الأسواق الأردنية والباكستانية لعام ١٩٩٠ وكمتوسط للفترة ما بين عامي ١٩٨٠، ١٩٩٠ كانت متدنية بكافة المقاييس. أما إذا نظرنا إلى نفس النسبة لليونان فنجد أنها تسجل أعلى معدل للعينة، ففي السوق المالية اليونانية يدفع المستثمر ٢٦ ضعف الأرباح المتحققة من الأسهم. كما أن متوسط النسب يعتبر مرتفعاً أيضاً ويفوق النسبة العالمية مما يدل على أن أسعار الأسهم في السوق اليونانية مرتفعة ولا تتناسب مع العائد الذي يدره السهم. أما في تركيا، فقد بلغت النسبة لعام ١٩٩٠ نحو ٢٢,٥ مرة وهي تزيد بكثير عن المتوسط العام لفترة السنوات العشر الماضية مما يدل على الإرتفاع الكبير الذي لازم أسعار الأسهم في عام ١٩٩٠. وفي الهند كانت نسبة مضاعف سعر السهم لعام ١٩٩٠ مطابقاً تقريباً للمتوسط العام لفترة السنوات العشر الماضية، كما سجلت النسبة في الهند معدلاً مرتفعاً نسبياً يفوق معدل النسبة العالمية بأكثر من ٣,٥٪

ومما سبق يمكن القول إن أسعار الأسهم تعتبر متدنية في الأسواق الأردنية والباكستانية ومرتفعة في بقية الأسواق إذا ما قورنت تلك النسبة بالنسب العالمية أو في النسبة ذاتها لدول العينة.

جدول رقم (٤)

بعض النسب المالية الهامة لإسواق العينة

السوق		مضاعف سعر السهم		سعر السهم إلى القيمة		نسبة الربح الموزع إلى	
		(بعدد المرات)		الدفترية (بعدد المرات)		السعر السوقي (بالنسبة المئوية)	
١٩٩٠		النسبة المتوسط للفترة * ١٩٩٠		النسبة المتوسط للفترة		١٩٩٠	
المقاربة		المقاربة		المقاربة		المقاربة	
الأردن	٨,١٥	٠,٥٣	٨,١	١,٦٨	٠,٩٢	١,٦٩	٦,٤٧
اليونان	٢٦,٢٣	١,٧١	٢٢,٥	٤,٨٧	٢,٦٨	٣,٠٩	٤,٩٦
تركيا	٢٢,٥٠	١,٤٧	١٢,٩	٣,٧٠	٢,٠٣	٤,٣٢	٥,٤٧
الهند	٢٠,٥٩	١,٣٥	٢٠,٠	٤,٠٢	٢,٢١	٢,٩٩	١,٨٩
الباكستان	٨,٥٣	٠,٥٦	٨,٢	١,٩٨	١,٠٩	١,٨١	٥,٦١

المصدر: IFC:Emerging Stock Markets Factbook, 1991

* تم احتساب المتوسط للعينة من عام ١٩٨٥ لعدم توفر المعلومات للسنوات السابقة.

٦.٥. نسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية Price-Book value Ratio

تعكس نسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية مقدار إبتعاد أو أقتراب سعر السهم السوقي من قيمته الدفترية^(٤). كما يمكن استخدام هذه النسبة لمعرفة مستويات الأسعار التي تميز الأسواق المالية للدول المختلفة. فكلما ارتفعت النسبة كلما كانت أسعار الأسهم السوقية مرتفعة. وإذا نظرنا إلى الجدول رقم (٤) لوجدنا أن هذه النسبة تؤكد على استنتاجات النسبة السابقة وهي مضاعف سعر السهم، ففي الأردن والباكستان كانت النسبة متدنية مقارنة بدول العينة الأخرى. ففي سوق عمان المالي كانت النسبة لعام ١٩٩٠ نحو ١,٦٨ مرة أي أن السعر السوقي للسهم يتجاوز قيمته الإسمية بمقدار ٦٨٪ فقط، بينما النسبة العالمية هي ١,٨ مرة، وبالتالي هذه النسبة لسوق عمان المالي أقل من النسبة العالمية، مما يؤكد مرة أخرى أن أسعار الأسهم لسنة ١٩٩٠ كانت متدنية في

سوق عمان المالي. كما أن متوسط النسبة لفترة السنوات العشر كانت متقاربة جداً مع نسبة عام ١٩٩٠ مما يدل أيضاً على أن أسعار الأسهم في سوق عمان المالي كانت متدنية بشكل عام خلال حقبة الثمانينات. أما في اليونان، فقد سجل السوق المالي هناك أعلى معدل لهذه النسبة حيث بلغت ٤,٨٧ مرة متجاوزة بذلك النسبة العالمية بأكثر من الضعف. ونستدل من هذه النسبة والنسبة السابقة أن أسعار الأسهم في اليونان مرتفعة بأكثر مما تستحق ولعل ذلك يعود إلى دخول اليونان السوق الأوروبية وإمكانية تحقيق الانتعاش الاقتصادي في وقت قريب. ويلاحظ كذلك أن متوسط النسبة لفترة الثمانينات في السوق اليونانية كانت ٣,٠٩ مرة مما يدل على أن ارتفاع أسعار الأسهم كان كبيراً في سنة ١٩٩٠. أما في تركيا فقد كانت النسبة مرتفعة أيضاً وأعلى من المتوسط العالمي. فقد بلغت نسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية ٣,٧ مرة وبالتالي نستطيع القول إن السعر السوقي للسهم يبلغ ٣٧٪ من قيمته الدفترية. ويلاحظ كذلك أن متوسط النسبة لفترة الثمانينات قد بلغت ٤,٣٢ مرة مما يدل على انخفاض أسعار الأسهم في تركيا عام ١٩٩٠ نتيجة لأزمة الخليج. وفي الهند تتقارب النسبة مع اليونان حيث بلغت ٣,٠٢ مرة وهي أكثر من ضعف النسبة العالمية. أما في باكستان، فقد كانت النسبة منخفضة ومتقاربة مع سوق عمان المالي، بل وقريبة جداً من المتوسط العالمي.

٧,٥- نسبة الربح الموزع إلى السعر السوقي للسهم Dividend Yield

تقيس نسبة الربح الموزع إلى السعر السوقي للسهم ربحية السهم وما يحققه من أرباح جارية منسوبة إلى سعر السهم السوقي. وتستعمل هذه النسبة على نطاق السوق ككل لقياس ربحية الاستثمار في الأسهم. ويوضح الجدول رقم (٤) هذه النسبة لدول العينة بالإضافة إلى المعدل العالمي للنسبة. ومن الطبيعي أن تزيد النسبة في حالة كون سعر السهم السوقي منخفضاً. ففي سوق عمان المالي كانت النسبة ٤٧,٦٪ أي أن المستثمر حقق عائداً مقداره ٤٧,٦٪ لكل دينار استثمره بالأسهم. وهذا العائد يعتبر مرتفعاً حتى بالمقاييس العالمية. فقد بلغت هذه النسبة في عام ١٩٩٠ أكثر من ضعف النسبة العالمية والبالغة ٣٪ تقريباً. ويعود السبب في ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم

عام ١٩٩٠ مما جعل العائد مرتفعاً. وتعتبر هذه النتيجة منطقية ومنسجمة تماماً مع النسب المتعلقة بمضاعف سعر السهم ونسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية. وقد إستنتجنا فيما سبق أن السعر السوقي للأسهم يعتبر منخفضاً في سوق عمان المالي مما أدى إلى ارتفاع نسبة الربح الموزع لكل سهم. ويتضح من الجدول رقم (٤) أيضاً أن مردود الأسهم في سوق عمان المالي كان أعلى من المتوسط العالمي وأعلى مردود من الأسهم دول العينة. أما في اليونان فقد كانت النسبة لعام ١٩٩٠ نحو ٩,٤٪ وهي أعلى من معدل النسبة العالمية، ويلاحظ انخفاض النسبة لعام ١٩٩٠ عن المتوسط لفترة الثمانينات مما يؤكد ارتفاع اسعار الأسهم عام ١٩٩٠ مما أدى إلى انخفاض النسبة عن المتوسط. أما في تركيا فقد كانت النسبة مرتفعة بالمقارنة مع بقية الدول فقد بلغت عام ١٩٩٠ نحو ٥,٤٪ وهي أعلى من معدل النسبة العالمية. ويلاحظ كذلك انخفاض النسبة لعام ١٩٩٠ عن معدلها لفترة الثمانينات بالرغم من ارتفاع أسعار الأسهم بشكل ملحوظ عام ١٩٩٠. والسبب في ذلك يعود للأرباح الكبيرة التي حققتها الشركات التركية ولمعدلات التضخم العالية التي تعاني منها البلاد.

وفي الهند سجلت هذه النسبة أدنى مستوى لها بين دول العينة. فقد كان الربح الموزع على السهم عام ١٩٩٠ لا يتجاوز ٩,١٪ من قيمة السوقية. وحتى بالمقاييس العالمية، فإن هذه النسبة تعتبر متدنية إلى حد كبير. وهذا يدل على ارتفاع أسعار الأسهم في الهند بشكل يفوق القيمة الحقيقية للسهم. أما في باكستان فقد كانت النسبة منسجمة مع بقية دول العينة. فقد حقق السهم عائداً مقداره ٦,٥٪ في عام ١٩٩٠. ويلاحظ تدني النسبة في ذلك العام إذا ما قورنت بالمتوسط العام للفترة قيد الدراسة. إلا أننا إذا ربطنا هذه النسبة بالنسبة السابقة نستدل على أن أسعار الأسهم عام ١٩٩٠ مالت إلى الارتفاع مما أدى إلى هبوط هذه النسبة عام ١٩٩٠ عن المتوسط.

٨.٥- الأرقام القياسية للعائد الاجمالي Total Return Indexes

يقاس العائد على الاستثمار بإضافة الأرباح الموزعة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن ارتفاع أسعار الأسهم. ويقاس الجدول رقم (٥) العائد الاجمالي المحقق في الأسواق

المالية لدول العينة. وقد اعتبرنا عام ١٩٨٤ سنة الأساس وتم احتساب الأرقام القياسية للعائد الاجمالي بالدولار الأمريكي لغايات المقارنة ولإظهار الارتفاع الحقيقي للأسعار وعزلة عن الارتفاع الناجم عن اختلاف أسعار الصرف، خاصة وأن غالبية دول العينة قامت بتخفيض عملاتها إلى درجة أصبحت فيها مقارنة الأرقام بالعملات المحلية عملية غير مجدية.

ويظهر واضحاً من الجدول رقم (٥) أن السوق المالي في تركيا قد سجل أعلى معدلات للعائد. وقد كانت القفزة الكبيرة في الأرقام القياسية في عامي ١٩٨٩ و ١٩٩٠. ومن المنطقي أن يزداد الطلب على الاستثمار في الأسهم في حالة انخفاض قيمة العملة المحلية. فقد انخفضت قيمة الليرة التركيبة بنسبة ٢٦,٤٪ عام ١٩٩٠ وبنسبة ٢٧٪ لعام ١٩٨٩ (IFC,P148). وقد واكب هذا الانخفاض المتعاقب في قيمة العملة المحلية ارتفاعاً كبيراً في أسعار الأسهم التي أصبح الاستثمار فيها يمثل حماية جيدة لمخاطر انخفاض العملة. وقد سجلت الليرة التركية أكبر انخفاض في قيمتها مقابل الدولار الأمريكي عام ١٩٨٨ حيث انخفضت بنسبة ٨٢٪ حيث بدأت أسعار الأسهم بالارتفاع الحاد منذ ذلك العام. أما في السوق المالي في اليونان فقد سجلت الأرقام القياسية معدلات مرتفعة مرتبطة بتخفيض العملة المحلية وزيادة الطلب على الاستثمار بالأسهم. أما في الهند فقد كان الارتفاع بالأرقام القياسية تدريجياً إذا ما قارناه بالدول الأخرى وقد بدأ الارتفاع بإسعار الأسهم منذ عام ١٩٨٨. كما سجلت الأسواق المالية في الباكستان إرتفاعاً معتدلاً خلال الفترة ولم تحدث قفزات كما حدث في بقية الأسواق. أما في سوق عمان المالي فقد سجلت الأرقام القياسية أدنى معدل لها. ويلاحظ أن الأرقام القياسية للعائد الاجمالي قد سجلت إنخفاضاً حاداً عام ١٩٨٨ وذلك لانخفاض الدينار الأردني في ذلك العام وانعكس ذلك على الأرقام القياسية لعام ١٩٨٩ حيث ساد نوع من عدم الاستقرار في قيمة الدينار الأردني. وتعتبر الأرقام القياسية للعائد الإجمالي في سوق عمان

منخفضة جداً إذا ما قورنت ببقية دول العينة مما يدل على أن أسعار الأسهم في ذلك السوق لا تزال منخفضة وأن انخفاض الدينار الأردني لم ينعكس على السوق المالي بشكل كامل وحتى عام ١٩٩٠. هذا عدا عن انخفاض أسعار الأسهم في عام ١٩٩٠ بسبب أزمة الخليج.

جدول رقم (٥)

الأرقام القياسية للعائد الاجمالي

(بالنولار الأمريكي ١٩٨٤=١٠٠)

السنة	الاردن	اليونان	تركيا	الهند	الباكستان
١٩٨١	١٢٤	٢٥١	-	١٠٣,٨	-
١٩٨٢	١٢٢,٦	٢٥٠,٤	-	١٠١,٤	-
١٩٨٣	١١٣,٩	١١٧,٢	-	١٠٢,٩	-
١٩٨٤	١٠٠	١٠٠	-	١٠٠	١٠٠
١٩٨٥	١٤٨,٤	١٠٣,٤	-	٢٠٥,١	١١٧,٨
١٩٨٦	١٤٣,٢	١٥٧,٧	١٠٠	١٩٩,٣	١٤٢,٣
١٩٨٧	١٣٦,٦	٣٩٧,٨	٤٥٣	١٦٨,٨	١٥١,٨
١٩٨٨	١١٥,٠	٢٥٢,٤	٢٨٧,٢	٢٣٢,٢	١٧٤,٠
١٩٨٩	١١٣,٥	٤٥٤,٨	٣٤٦٩	٢٤٢,٨	١٨٥,٣
١٩٩٠	١١٨,٦	٨٩٩,٦	٤٤٠,٨	٢٨٧,٢	٢٠٦,٤

٩.٩- معامل الارتباط بين العوائد على الاستثمار

إن عرض المدخرات في الدول المتقدمة يفوق الزيادة في فرص الاستثمار في تلك الدول وتمشياً مع مبدأ تنويع الاستثمار لتقليل تذبذب العملة المحلية وتدني الانجاز الاقتصادي في الدول الفردية ولانتاج عائد جيد متمثل بالإحتفاظ بمحفظة مالية تحوي استثمارات ذات معامل ارتباط سلبي بين عائداتها قد ساهم بشكل جيد على تدفق الأموال بهدف الاستثمار في أسواق كثير من الدول النامية.

إن توزيع المحافظ المالية مهم جداً لتحقيق أكبر عائد لنسبة خطورة مقبولة. بالرغم من أن عائدات الاستثمار في الاسواق المالية النامية تتذبذب بنسب مختلفة مقارنة بعائدات الاستثمار بالسوق الامريكي مثلاً إلا أن بعضها يسير بطريقة معاكسة لمعدل العائد لمؤشر ستاندرد أند بورز (Standard and Poors) وهذا ينتج عنه عائد جيد خاصة عندما ينخفض العائد في السوق المالي الامريكي. لذلك فإن الاستثمار بالاسواق المالية النامية يساعد مديري المحافظ لتقليل المخاطر وزيادة العائد. جدول رقم (٥) يبين معامل الارتباط بين العائد على مؤشر أسعار الاسهم للدول النامية تحت الدراسة مع مؤشر العائد لبعض الدول المتقدمة. نلاحظ مثلاً أن معامل الارتباط سلبي بين العائد على مؤشر Standard and Poors 500 وبين العائد على مؤشر أسعار الأسهم في كل من السوق المالي الأردني والهندي والباكستاني. هذا يدل على أن المستثمر في السوق الامريكي يستطيع تقليل مخاطر استثماراته وزيادة عائده في حالة استثماره أيضاً في كل من السوق الاردني والهندي والباكستاني. أيضاً فإن أي مستثمر في السوق الأردني يستطيع تقليل مخاطر استثماره بواسطة توزيع جزء من استثماره في كل من السوق اليوناني والتركي والامريكي.

جدول (٥)

معاملات الارتباط بين العوائد للاسواق المالية تحت الدراسة

للسنوات ١٩٨٥-١٩٨٩

الاردن	اليونان	تركيا*	الهند	باكستان امريكا**	اخرى***
١,٠٠	-٠,٠٥	-٠,٢٢	٠,٣١	٠,٠٩	-٠,٠٢
اليونان	١,٠٠	٠,١٤	-٠,٠٥	-٠,٠٧	٠,١٨
تركيا		١,٠٠	٠,٣١	٠,٠٥	٠,٠٢
الهند			١,٠٠	٠,٢٤	-٠,٠٤
باكستان				١,٠٠	-٠,٠٩
امريكا					١,٠٠
اخرى					٠,٤٢

* ابتداء من كانون أول ١٩٨٦

** standard & Poors 500

*** بول اوروبا، استراليا، والشرق الادنى.

٦- الخلاصة والاستنتاجات

حاولنا في الأجزاء السابقة التعرف إلى طبيعة الأسواق المالية في الدول النامية. ويبدو أن هذه الاسواق قد حققت تقدماً خلال الفترة موضوع الدراسة (١٩٨٠-١٩٩٠) وإذا أمعنا النظر في المؤشرات الرئيسية للاسواق المالية في دول العينة لوجدنا أنها جميعاً قد حققت نسبة نمو ممتازة.

أما إذا قارنا أداء سوق عمان المالي بأسواق دول العينة لوجدنا أن سوق عمان قد حقق نمواً طبيعياً معقولاً. وقد تميزت فترة الثمانينات بهدوء التعامل وثبات أسعار الأسهم أو زيادتها زيادة طفيفة. ومن الجدير بالذكر أن فترة الثمانينات في الأردن قد شهدت بداية التباطؤ الاقتصادي وتوقف نسب النمو الكبيرة التي حققها الأردن خلال فترة

السبعينات. كما شهدت حقبة الثمانينات انخفاض الدينار الاردني بنسبة كبيرة مما كان له انعكاسات خطيرة على الاقتصاد الأردني والسوق المالي. بالإضافة الى ذلك فإن حرب الخليج والازمة التي سبقتها والنتائج التي ترتبت عليها أثرت على السوق المالي الأردني تأثيراً سلبياً تجلى بالانخفاض الحاد لاسعار الاسهم. ونستطيع القول الآن بأن الاردن قد تجاوز أزمة الخليج وبدأ الاقتصاد الاردني يتأقلم مع الاوضاع الجديدة والتي كان من أبرزها توقف المساعدات العربية واغلاق السوق العراقي وهو سوق رئيسي بالنسبة للمنتجات الاردنية بالإضافة إلى فقدان معظم الأسواق التقليدية في الخليج. وقد تجلى تأقلم الاقتصاد الاردني للأوضاع الجديدة في ارتفاع الناتج القومي وكذلك بنسبة المؤشرات الاقتصادية الاخرى.

ويتضح من التحليل أن أسعار الأسهم كانت منخفضة نسبياً اذا ما قورنت ببقية اسواق العينة. كما أن العائد خلال فترة الثمانينات كان مرتفعاً أيضاً مقارنة ببقية الأسواق في العينة تحت الدراسة. أي أن انخفاض أسعار الأسهم في سوق عمان المالي أدى إلى ارتفاع العائد على تلك الاسهم. وقد حققت بقية اسواق العينة بشكل عام نسبة نمو أعلى من تلك المحققة في سوق عمان سواء أكان ذلك في احجام التداول أم في عدد الشركات المدرجة. وقد يعود ذلك إلى مرور الاقتصاد الاردني خلال فترة الثمانينات بظروف صعبة انعكست سلبياً على السوق. وبعد زوال هذه الظروف نتوقع أن يتخذ الوضع في سوق عمان نقطة انطلاق جديدة ترتفع فيها أسعار الأسهم لتقترب من قيمتها الحقيقية.

الهوامش

- (١) يقصد برسمة السوق، القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي. ويتم احتسابها بضرب القيمة السوقية للسهم بعدد الأسهم المصدرة لكل شركة.
- (٢) معدل دوران السهم السوقى يساوي إجمالي الأسهم المتداولة مقسوماً على مجموع الأسهم ويقاس هذا المعدل درجة النشاط في عمليات البيع والشراء لشركة معينة او للسوق ككل.
- (٣) نسبة مضاعف سعر السهم يتم احتسابها بقسمة سعر الإغلاق للسهم في نهاية العام على الأرباح لكل سهم.
- (٤) يتم احتساب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي حقوق الملكية في نهاية السنة على عدد الأسهم المكتتب بها.

المصادر والمراجع

- Graffan, Robert & Wall, Peter, *Institutional Investor* 1991 P.88
- International Finance Corporation. (IFC), *Emerging Stock Markets Factbook*.
Washington D.C, 1990.
- Kitchen, Richard, : *Finance for the Developing Countries*. John Wiley & Sons. New
York 1988 p.158
- Grubel, H.G, "Internationally Diversified Portfolio: Welfare Gains and Capital Flows",
American Economic Review, Vol 58, No.5, (1988), PP.1299-1314.
- Lessard, D.:"International Portfolio Diversification:A Multivariate Analysis for a
Group of Latin American Countries". *Journal of Finance*, Vol. 28 No.3
(1973), PP.619-633.
- Levey,H.and Marshall, S.: International Diversification of Investment Portfolios,
American Economic Review, Vol.60 No.4 (1970) PP. 668-675.
- Solnik,B.H.: Why Not Diversify Internationally Rather than Domestically?, *Financial
Analysis Journal*, Vol.30 No.4 (1974) PP.48-54.
- Errunza, Vihang and Los9, Etienne:"The Behavior of Stock Prices on LDC Markets".
Journal of Banking and Finance , Elsevier Science Publishers. North-Holland,
sep. (1985), P573.
- Goldman, M. and Sosin.H."Information Dissemination, Market Efficiency and the
Frequency of Transactions". *Journal of Financial Economics*. Vol
7,No.1(1979), PP. 29-61.