

اثر تغير أسعار الأسهم في متغيرات اقتصادية كلية مختارة – ألمانيا والولايات المتحدة حالة تطبيقية

أ.م.د. صبحي حسون
كلية الادارة والاقتصاد
الجامعة المستنصرية

المقدمة

أثارت التآرجحات الكبيرة في أسعار الأسهم في السنوات القليلة الماضية في مختلف دول العالم اهتمام صناع السياسة والجمهور عموماً ، على حد سواء ، وخصوصاً فيما يخص تطورات سوق الأسهم وأثرها على الاقتصاد الحقيقي .

إن تحركات أسعار الأسهم قد تلعب دوراً هاماً في اتجاه التطورات الاقتصادية ، وذلك من خلال عدد من قنوات الانتقال .

وتحظى بعض الدول ، كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة ، بدراسات تطبيقية مستفيضة تؤكد على وجود مثل هذه التأثيرات لاسعار الاسهم . الا ان هناك دول أخرى تفتقر الى مثل هذه الدراسات ، كالألمانيا ، حيث يحظى سوق الاسهم بأهمية قليلة . ولذلك سيتم التركيز في البحث عليها .

والمشكلة التي يطرحها البحث هي ان هناك تأثيرات معينة لتغير اسعار الاسهم في بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وهذه التأثيرات قد تكون ايجابية وربما تكون سلبية. ولذلك يسعى البحث إلى إبراز الجوانب الايجابية للاستفادة من التمويل من اسواق الاسهم واستيعاب تأثيراتها الايجابية في بعض المتغيرات الاقتصادية.

ولذلك ، يهدف هذا البحث إلى تقديم دراسة تطبيقية عن مثل هذه التأثيرات ، وتقديم أدلة تطبيقية بشأن قناتين من قنوات الانتقال الرئيسية لتأثيرات تغيرات اسعار الاسهم، وهما قناة الاستهلاك – الثروة وقناة خاصة بالاستثمار الخاص في الدول التي تفتقر الى مثل هذه الدراسات ومقارنتها مع الدول التي تحظى بمثل هذه الدراسات .

وقد انبرى هذا البحث لتناول هذا الموضوع من خلال وضع فرضية معينة تؤكد على مايلي :
" ان لتحركات اسعار الاسهم ، اجمالاً ، تأثيرات معينة في كل من الاستهلاك الخاص المحلي والاستثمار الخاص المحلي في العقود الثلاثة الاخيرة . الا ان هذه التأثيرات تتفاوت ما بين الدول المختلفة " .
وجرى تقسيم البحث الى فقرات تتمثل ببيان الاهمية التي يحظى بها سوق الاسهم في مختلف الدول ، ومن ثم التطرق الى عرض اهم قنوات انتقال تأثيرات اسعار الاسهم الى النشاط الاقتصادي الحقيقي .
وخلص البحث الى جملة من الاستنتاجات تؤكد على تزايد الاهتمام بسوق الاسهم على الصعيد العالمي في الآونة الاخيرة .

أهمية سوق الأسهم

تتفاوت أهمية أسواق الأسهم في مختلف دول العالم . ولذلك ، فمن المتوقع بأن تكون تأثيرات تحركات اسعار الاسهم في الاقتصاد متفاوتة ايضاً " تبعاً " لذلك .

ومن ملاحظة الجدول ادناه ، نتلمس اهمية هذه الاسواق في دول مختارة :

جدول (١) : مقارنة دولية للتمويل عن طريق اسواق الاسهم كنسبة مئوية من (GDP) للمدة ١٩٩٦ - ٢٠٠٥

(%)

١٩٩٦	٢٠٠٠	٢٠٠٢	٢٠٠٥
الولايات المتحدة	١١٤	١٥٣	١٣١
المملكة المتحدة	١٤٢	١٨٤	١٣٧
ألمانيا	٢٩	٦٨	٤٥
منطقة اليورو	٣٥	٩٠	٦٠
اليابان	٦٨	٦٩	٦٩
العراق	٠,٠٥	٠,١٦	١,٢٠

المصدر : الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر الآتية :
1- NYSE, NYSE Composite Index, New York, various issues. 2- Deutsche Bank, Stock Prices
and Economic Activity, Working Papers Series, Research Notes 20, Oct. 14, 2005, P.2.
سوق العراق للاوراق المالية ، قسم الدراسات وتحليل المعلومات ، التقارير السنوية للمدة ١٩٩٦- ٢٠٠٥ .

من الجدول اعلاه ، يلاحظ ان دول صناعية معينة ، كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة ، يحتل سوق
الاسهم فيها اهمية كبيرة في تقديم التمويل المطلوب ، بينما يحتل ذلك السوق بأهمية اقل في دول اخرى
، كالمانيا واليابان ، على الرغم من تعاظم اهميته في السنوات الاخيرة (مطلع الالفية الثالثة)
، مقارنة بعقد التسعينات .

أما في العراق ، فيلاحظ بجلاء مدى ضعف دور سوق الاسهم بتقديم التمويل المطلوب .
ولذلك ، من المتوقع بأن تكون تأثيرات تحركات اسعار الاسهم على الاقتصاد مختلفة ايضا ما بين الدول .
ولكن ، عند الاخذ بنظر الاعتبار تزايد اهمية اسواق الاسهم ضمن النظام المالي ، فمن المتوقع ان تزداد
، تبعا لذلك ، تأثيرات تحركات اسعار الاسهم في التطورات الاقتصادية الكلية .
وعلى الرغم من ان هذا البحث يركز على التفسيرات التطبيقية ، فمن الضروري معرفة القنوات
الرئيسية المحددة من قبل النظرية الاقتصادية ، والتي قد تؤثر من خلالها تحركات اسعار الاسهم
بالتطورات الاقتصادية* .
ولذلك ، فإن النهج العام لهذا البحث هو ليس فقط تناول التأثيرات الممكنة لاسواق الاسهم من الناحية
التطبيقية ، وانما ايضا " اختبار مدى صلة قنوات الانتقال تلك بالموضوع ، رغم وجود هذه القنوات في
النظرية الاقتصادية .

* هناك مبررات نظرية للاعتقاد بوجود تسبب معاكس ، أي ان الناتج الجاري يؤثر باسعار الاسهم المستقبلية.

انظر : S. Park, Rationality of Negative Stock-Price Responses to Strong Economic Activity,
Financial Analyst Journal, 53, 1997, PP. 52-56.
ان مما لا شك فيه ان تراكم راس المال يلعب دورا هاما في تحديد نمو الاقتصاد . ولذلك ، تحتاج الدول
الى قطاع مالي متطور لتمكين الشركات من تمويل احتياجاتها . وسوق الاسهم هو احد اسهل الطرق
لتمويل الشركات ، وتمكين المدخرين من القيام باستثماراتهم باي وقت .
وبالاضافة الى ذلك ، يعطي سوق الاسهم المستثمرين عائد اعلى من معدلات الفائدة مما يشجع الافراد
على الادخار والاستثمار في سوق الاسهم . وهكذا يصبح سوق الاسهم احد القطاعات المالية الهامة في
الاقتصاد .
وبرغم الاهمية المتزايدة لدور سوق الاسهم في النشاط الاقتصادي ، فهو موضوع يحظى بجدل واسع
ومستمر بين الاقتصاديين .

فالبعض يؤكد على ان اسواق الاسهم ليست مؤسسات ضرورية لتحقيق مستويات عالية من التطور الاقتصادي . ويؤكد هؤلاء بان اسواق الاسهم بالواقع تضر بالتطور الاقتصادي ، بسبب الطبيعة المتقلبة لاسواق الاسهم . كما ان اسواق الاسهم تتطلب وجود نظام قانوني واطار اشرافي اكثر دقة وصرامة من المصارف ، مثلا ، لكي تؤدي دورها بكفاءة .

بينما يؤكد البعض الاخر بان اسواق الاسهم وسيلة للتغلب على الآثار السلبية للكبح المالي الذي تمارسه الحكومة في سوق الائتمان . فمثلا ، اذا لم يتمكن القطاع الخاص من الحصول على الائتمان من نظام مصرفي تهيمن عليه الدولة ، فعندئذ يمثل اصدار الاسهم مصدر بديل للتمويل .

كما ان اسواق الاسهم لها اثرها الاكبر على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة . وهذا التصور يؤكد على ان السيولة المقدمة من قبل سوق الاسهم ترفع انتاجية راس المال على مستوى الاقتصاد ككل ، اذا اتجهت للاستثمار المربح الاطول اجلا .

وعند اجراء مقارنة بين الادخارات المعبنة بوساطة اسواق الاسهم والاوراق المالية المحلية الاخرى (كالسندات) والمؤسسات المالية (كالمصارف) ، نبتين مدى اسهام سوق الاسهم في توفير المدخرات المعدة للاستثمار .

الا ان اسعار الاسهم يجب ان تعكس توقعات المستثمرين عن النشاط الاقتصادي الحقيقي المستقبلي . والقيمة الاساسية لسهم أي شركة يساوي القيمة الحالية المتوقعة للعوائد المستقبلية من الاسهم (مقاسيم الارباح) . واية عوائد مستقبلية يجب ان تعكس اساسا النشاط الاقتصادي المعبر عنه بالنتائج المحلي الاجمالي او الناتج الصناعي او الاستثمار . وبالتالي ، يجب ان تكون اسعار الاسهم موجهة للنشاط الاقتصادي ، طالما ان اسعار الاسهم معتمدة على التوقعات بشأن هذا النشاط .

غير ان جزءا كبيرا من من التغيرات الفصلية والسنوية لعوائد الاسهم الكلية يمكن ان يفسر بالقيم المستقبلية لمقاييس النشاط الحقيقي الكلي . وطبقا لذلك ، تكون عوائد الاسهم السالبة متبوعة بانخفاضات حادة في معدلات نمو الناتج الصناعي . بل ان اسعار الاسهم قد تكون مؤشر هام على وجه الخصوص في التنبؤ بحالات الركود التي من المتوقع حصولها في فصل الى ثلاثة فصول قادمة .

الا ان درجة الارتباط بين عوائد الاسهم ومعدلات نمو الانتاج تزداد مع طول المدة الزمنية التي تحتسب بها معدلات النمو والعوائد . وتفسير ذلك هو ان المعلومات بشأن مدة انتاج معينة تمتد عبر مدد (آجال) سابقة كثيرة . ولذلك ، فان العوائد ذات الافق الزمني القصير تفسر فقط جزء من معدلات نمو الانتاج المستقبلية . الا ان هذا الجزء يكون اكبر كلما طالت المدة او الافق الزمني للعوائد . وهذا يعني انه ليس جميع المعلومات بشأن الانتاج المستقبلي تصبح معروفة علنا عبر مدة زمنية قصيرة وانما تنتشر المعلومات عبر مدد زمنية اطول ، عندما تحصل أنشطة الانتاج فعلا . ولذلك تمتلك عوائد الاسهم الشهرية قوة تفسيرية قليلة فقط لمعدلات النمو اللاحقة في النشاط الاقتصادي ، ولذلك ، فان الاقتصادات التي لا يوجد فيها سوق اسهم ذو اداء جيد قد تعاني من ثلاث عيوب : اولا فرص تنويع المخاطرة تكون محدودة بالنسبة للمستثمرين . ثانيا الشركات تكون غير قادرة على هيكلية خياراتها التمويلية بشكل امثل ، ولا تستطيع تخفيض اعتمادها على التمويل بالدين (السندات) . ثالثا تفتقد الدول للمعلومات عن آفاق تطور الشركات التي تتبادل اسهمها ، مما يفضي الى انخفاض ترويج وكفاءة الاستثمار فيها .

وهكذا ، من المتوقع ان يحسن سوق الاسهم اداء الاقتصاد ، ويخلق حافز لتدفق راس المال الى الداخل ، وتشجيع الاسر على استثمار مدخراتها في سوق الاسهم ، ومن ثم ارتفاع معدل الادخار . كما ان وجود سوق الاسهم يفتح قنوات اكثر للعناصر الاقتصادية لاستثمار مدخراتها ، واعطاء الشركات خيارات اوسع لجمع راس المال او الحصول عليه ، مما يرفع نمو الاقتصاد .

واذا ارتفع نمو الاقتصاد ، او بالاحرى اذا ارتفع معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي ، في ظل وجود سوق الاسهم ، فان صنّاع السياسة يستجيبون لذلك برفع عرض النقد ، طالما ان ذلك المعدل يكون اعلى مما هو عليه بدون وجود سوق الاسهم ، وهذه الزيادة في الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي سترفع

كل من الطلب على النقود والقيمة الحقيقية لسوق الاسهم ، طالما ان جزء او نسبة من الناتج المحلي الاجمالي يأتي من ارباح الشركات . وهذه الزيادة ستؤدي الى رفع الادخار ، والذي سيستثمر تباعا في الاقتصاد . وهكذا يزداد الناتج الكلي ، مما يؤدي الى رفع الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي .
الا ان هذا الادخار الكلي هو دالة ، من بين اشياء اخرى ، بربح الشركات ، من خلال القيمة الحقيقية لسوق الاسهم ، التي هي محددة بالربح المتولد من قبل الشركات . وبالتالي يزداد الادخار الكلي عندما تزداد القيمة الحقيقية لسوق الاسهم .

وطالما ان هيكل الاقتصاد يتغير ليعكس اعتماده على سوق الاسهم ، فمن المتوقع ان تشهد المدة الاولى لتأسيس سوق الاسهم زيادة في الادخار الكلي ، طالما ان اموال اكثر من خارج الاقتصاد ستضخ اليه . وهذه الزيادة تعكس اثر الثروة عندما تكون القيمة الحقيقية لسوق الاسهم والرصيد الحقيقي جزء منها ، كما اتضح اعلاه .

وبعد تجميع المدخرات ، يعمل سوق الاسهم على تمكين القطاعات ذات الربح الاعلى من المتوسط من اجتذاب الاموال الاستثمارية . فبعد حساب القيمة الحقيقية لكل قطاع في سوق الاسهم ، فان هذا السوق سيحابي القطاع ذو الربح الاعلى . ويجد القطاع ذو الربح الاعلى من المتوسط من السهولة الحصول على راس المال .

ومن ناحية اخرى ، عندما يكون راس المال متاح اكثر للانتاج (عن طريق سوق الاسهم) ، فان الشركات ترفع طلبها على العمل . وهذه الزيادة في الطلب على العمل تولد ضغوط قوية لزيادة الاجور . ولذلك ، يتغير توزيع الدخل ، كاستجابة للتغير في الطلب على العمل . وهكذا يزداد دخل العمل ، وربما يسود الاستخدام الكامل ويزداد الانتاج في الاقتصاد ، بفضل وجود سوق الاسهم .

كما ان زيادة الانتاج يتجه جزء منها للاستهلاك المحلي ، بينما يصدر الجزء الاخر لبقية العالم . وعندما يستهلك المستهلكون الدوليون جزء من هذا الانتاج ، فان الصادرات الكلية ستزداد . ويعمل الانخفاض في الاسعار المحلية ، المتولد بفعل زيادة الانتاج المحلي ، على تغيير الاسعار النسبية . ولذلك تتغير حصص السلع المنتجة محليا والواردات في الاتفاق المحلي الكلي ، لصالح السلع المنتجة محليا . وهكذا يزداد الانتاج المحلي وتنخفض الواردات وتزداد الصادرات بفعل وجود سوق الاسهم .

قنوات الانتقال الرئيسية لآثار اسعار الاسهم الى النشاط الاقتصادي
في النظرية الاقتصادية ، قد يكون لتحركات اسعار الاسهم آثار مباشرة على الاستهلاك الخاص والاستثمار الخاص، عن طريق ثلاث قنوات رئيسية ، وهي :

- ١- قناة كشف الميزانية
- ٢- قناة الاستهلاك - الثروة
- ٣- قناة دالة الاستثمار (q)

كما هو موضح في المخطط ادناه :

التجارة الدولية وتدفقات رأس المال





المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التحليل ادناه .

وفيما يلي توضيح لهذه الفقرات :

١- قناة كشف الميزانية

وهي إحدى القنوات التي يمكن أن تؤثر تحركات اسعار الاسهم من خلالها بقرارات الاستثمار ، وليس فقط فيما يخص الشركات المدرجة على قوائم البورصة ، وانما جميع الشركات التي تمتلك اسهم .

وبسبب المعلومات غير المتماثلة او غير المتناسقة في اسواق الائتمان ،فأن قدرة الشركات على الاقتراض تعتمد ،من بين امور اخرى ، على قيمة الضمانات التي تقدمها . وعندما ترتفع اسعار الاسهم ، فأن قيمة الضمانة المقدمة من قبل الشركة التي تمتلك الاسهم تزداد ، مما يعزز فرص حصولها على التمويل الخارجي الضروري للقيام بالاستثمار .

اما في حالة انخفاض اسعار الاسهم ،فأن قدرة الشركات على التمويل قد تتضرر ، لان انخفاض اسعار الاسهم يؤدي الى انخفاض في الطلب الاستثماري في المقام الاول . وقد يكون ذلك الانخفاض في اسعار الاسهم مترافقا" بتدهور عام بالطلب الكلي والظروف الاقتصادية الاجمالية .

ومع هبوط الارباح والتدفقات النقدية ، كنتيجة لذلك ، فأن قدرة الشركات على تمويل انفاقها الاستثماري بالاموال الداخلية او الذاتية قد تسوء ايضا" ، وتبدأ عملية تعزيز ذاتي self-

enhancing داخل الشركات، والتي تدعى ايضا بالمعجل المالي financial accelerator* . وهكذا ، فان التحركات في اسعار الاسهم ،بالاضافة الى آثارها في القرارات الاستثمارية المتخذة من قبل الشركات ، فهي قد تولد تغيرات في الثروة الصافية ، والتي قد يكون لها آثار في كل من السلوك الاقراضي للمصارف واستهلاك الاسر من القطاع الخاص ، مثلاً".

فبعد انخفاض اسعار الاسهم ، والاضرار الناتجة المسجلة على جانب الموجودات من كشف ميزانيات المصارف ، فإن اسهم المصارف ، مثلاً ، قد تهبط اسعارها الى مستوى متدني معين ، بحيث يكون المصرف مجبراً على تخفيض الاقراض ، بسبب متطلبات راس المال القانونية ، والكلفة المتزايدة لاصدار اسهم جديدة . #
وبشكل مماثل ، بالنسبة للاسر الخاصة ، فإن آثار كشف الميزانية قد تؤدي ، من جهة ، الى تخفيض الاستهلاك اذا أدى انخفاض اسعار الاسهم الى تخفيض قيمة الضمانة ، وبذلك الوسيلة تنخفض قدرة الاسر على الحصول على قروض اضافية لاغراض الاستهلاك .

* انظر :

Ben S. Bernanke, et al, The Financial Accelerator and the Flight to Quality, Review of Economics and Statistics, 78, 1, 1996, PP. 1-15.

المصارف ذات راس المال المنخفض قد تضع فرص الاقراض المربحة عندما لا تكون متطلبات راس المال القانونية ملزمة من اجل تخفيض مخاطرة ملاءة (عدم كفاية) راس المال مستقبلاً . انظر :

Van den Heuvel, Skander J., Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission? FRBNY Economic Policy Review, May 2002, PP.24-27.

ومن الجهة الأخرى ، فإن التدهور في كشف ميزانية الاسر يرتبط ، ايضاً ، مع الانخفاض في السيولة المتاحة ، وربما يؤدي الى خشية المستهلكين على قدرتهم على الايفاء بالالتزامات او بالديون . وكنيجة لذلك ، يتم تأجيل المشتريات من السلع المعمرة والاسكان التي يتعذر الغاؤها* .
وبخصوص آثار تقلبات اسعار الاسهم في الاستهلاك الخاص ، فإن معظم الدراسات التطبيقية ركزت على قناة الاستهلاك – الثروة ، التي سنبحثها لاحقاً .
وبالنسبة للاسر التي تمتلك اسهم ، فإن زيادة مستمرة معينة في اسعار الاسهم تعني وجود زيادة في الثروة المالية لها .

وبافتراض ان المستهلكين يعملون على تقنين استهلاكهم ، عبر الزمن ، فإن الزيادة في ثروتهم المالية لهم تؤدي الى ارتفاع الاستهلاك الجاري والمستقبلي ، مما يحفز الطلب الكلي والانتاج .
وبجانب هذه القنوات ، التي تؤثر من خلالها تحركات اسعار الاسهم مباشرة في الطلب الاستثماري والاستهلاكي للشركات والمستهلكين الذين يملكون فرص للحصول على التمويل بالأسهم ، فإن أسعار الأسهم قد تؤثر بالاستثمارات بصورة غير مباشرة ، بواسطة آثار الثقة confidence effects . #
ففي الغالب ، تستخدم اسعار الاسهم كمؤشرات رئيسة للتطورات الحاصلة بشكل دوري . وهكذا ، فهذه الاسعار قد تؤثر ايضاً بقرارات الاستهلاك والاستثمار ، ولو انها لا تسببها .
فأي انخفاض في اسعار الاسهم ، مثلاً ، قد يفسر على انه اشارة على زيادة المخاطر المتعلقة بالنشاط الاقتصادي والاستخدام المستقبلي باتجاه تخفيضهما .
وهذا يلحق الضرر الفادح بثقة المستهلك والاستهلاك الجاري الكلي للاسر ، حتى اذا كانت لا تمتلك سهماً .

وكذلك الحال ، قد يقود انخفاض عام في اسعار الاسهم الى قيام الشركات (بغض النظر عما اذا كانت قادرة على اصدار اسهم جديدة في سوق الاسهم ام لا) بتخفيض توقعاتها بشأن ارباحها ، وتقليص خططها الاستثمارية .

* لوحظت هذه الظاهرة في حالة الارتباط بين الكساد العظيم والانخفاض في الاستهلاك . اول من اشار الى هذه الظاهرة هو Mishkin في عام ١٩٧٨ . انظر :

Frederic S. Mishkin, The Household Balance Sheet and the Great Depression, Journal of Economic History, 38, 4, 1978, PP. 918-937.

من الضروري التمييز بين الآثار المباشرة وغير المباشرة لتغيرات اسعار الاسهم . انظر :

Alexander Ludvig and Torsten Slok, The Impact of changes in Stock Prices and House Prices on consumption in OCED Countries, IMF Working Paper, 2002, P.20.

وبالإضافة الى تأثير هذه القناة وقنوات الانتقال الأخرى في النشاط الاقتصادي الكلي ، عن طريق الاستهلاك والاستثمار المحلي ، فإن مضاعفات تحركات سوق الاسهم على اقتصادات الدول الأخرى هي ايضا ذات صلة بالموضوع ، بسبب تعرض الاقتصاد المحلي للمخاطرة بسبب وجود الروابط التجارية وامتلاك الشركات لرأس مال ذات سمة دولية .

وبجانب الآثار على الطلب الأجنبي ، فإن حالة اسواق الأسهم الأجنبية تلعب ايضا دور فيما يخص آليات الانتقال المذكورة اعلاه . فالمستثمرون المؤسسيون والمستثمرون المتخصصون بتجارة التجزئة يمتلكون اسهم اجنبية ، بل وقد تدرج الشركات المحلية على قوائم البورصات الأجنبية . ولذلك ، فإن التغيرات في اسعار الاسهم الأجنبية هي مرتبطة مع التغيرات في الثروة المالية للشركات والمستهلكين المحليين ، او مع التغيرات في القيمة السوقية لرأس المال ، مما يؤثر بالطلب المحلي ، عن طريق القنوات اعلاه .

ويتطلب تقدير الاثر الاجمالي لتحركات اسعار الاسهم في النشاط الاقتصادي الكلي ايجاد الصيغة الكمية لجميع الآثار التي تتولد من خلال قنوات الانتقال . الا انه وبسبب انعدام قواعد البيانات الجزئية الملائمة ، فإن معظم الدراسات التطبيقية الدولية تركز اما على قناة الاستهلاك او قناة دالة الاستثمار ، كما يلاحظ ادناه .

اما الادلة بشأن قناة كشف الميزانية المرتبطة مباشرة بالتغيرات في اسعار الاسهم ، فهي ضعيفة نوعا ما . ومعظم الاحيان ، يركز الادب الاقتصادي على آثار كشف الميزانية فقط في اطار تحليل حوافز السياسة النقدية التقيدية .

ولذلك ، على الرغم من ان هذا البحث يقوم بتقدير الاثر الاجمالي لتحركات اسعار الاسهم على الاقتصاد ، فإن البحث سيقصر على نتائج تقدير اثر الاستهلاك – الثروة واثار دالة الاستثمار .

٢- قناة الاستهلاك - الثروة

ان الاهمية المتزايدة للاسهم كاداة استثمارية رفعت احتمالات وجود آثار مقابلة ذات صلة بالثروة ، وحفزت على اجراء البحوث ذات العلاقة بالآثار المحتملة لتحركات اسعار الاسهم في التطورات الاقتصادية الكلية .

واذا لم تقم الاسر ، التي تمتلك اسهم ، بتمويل الاستهلاك فقط من الدخل الجاري القابل للتصرف به ، وانما ايضا من الثروة المالية ، فإن اثر الاستهلاك - الثروة قد يصبح بمثابة قناة انتقال هامة لآثار تحركات اسعار الاسهم على النشاط الاقتصادي .

ومن الناحية النظرية ، فان العلاقة بين الثروة والاستهلاك يمكن ان تعتمد اما على نموذج دورة الحياة **life-cycle model** * او فرضية الدخل المستمر **permanent income hypothesis** # ، وكلاهما يتضمنان وجود علاقة خطية بين الاستهلاك الكلي والدخل (العمل) والثروة المالية . فطالما ان المستهلكين من المفترض ان يقتنوا استهلاكهم ، عبر الزمن، فان كلا النظريتين تؤكدان على ان الزيادات المستمرة في اسعار الاسهم المترافقة مع زيادة في الثروة المالية ، ستؤدي الى زيادة في الاستهلاك الجاري والمستقبلي . ولو ان المنهج او المدخل التطبيقي ليس مشروطا باي نظرية معينة للاستهلاك ، فان الاشارة الى هذه النماذج النظرية قد توضح لماذا لا يوجد في معظم الدراسات الدولية تمييز بين الثروة المرتبطة بسوق الاسهم والثروة غير المرتبطة بسوق الأسهم . وطبقا " لهذه الدراسات، ولضمان قابلية المقارنة، فان البحث اعتمد على الثروة المالية الصافية الكلية. \$

البيانات @

ان التحليل التطبيقي للبحث يعتمد على بيانات مستمدة من دولتين (المانيا والولايات المتحدة) تلعب فيهما اسواق الاسهم ادوار متباينة (دور منخفض وكبير) ، على سبيل المقارنة ، حيث يلعب سوق الاسهم دورا منخفضا في المانيا ومرتفعاً في الولايات المتحدة (انظر الجدول ١) . فالتحليل التطبيقي لالمانيا معتمد على بيانات سنوية عن الاستهلاك والدخل القابل للتصرف مأخوذة من الحسابات القومية (**Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen**) ، والبيانات عن الثروة المالية الصافية للاسرة من القطاع الخاص هي متاحة فقط على اساس سنوي من الحسابات المالية للمصرف المركزي **Financial Accounts of Deutsche Bundesbank** .

* انظر :

Albert Ando and Franco Modigliani, The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, American Economic Review, 53, 1, 1963, PP.55-84.

انظر :

Milton Friedman, A Theory of The Consumption Function, Princeton, 1957, P.11.

\$ طالما ان التقلبات في الثروة الصافية متأثرة ، الى حد كبير ، بالتقلبات في الثروة المرتبطة بسوق الاسهم ، فان النتائج لاتتغير كثيرا" اذا استخدمت الثروة المرتبطة بسوق الاسهم بدلا" من الثروة المالية في التقدير .

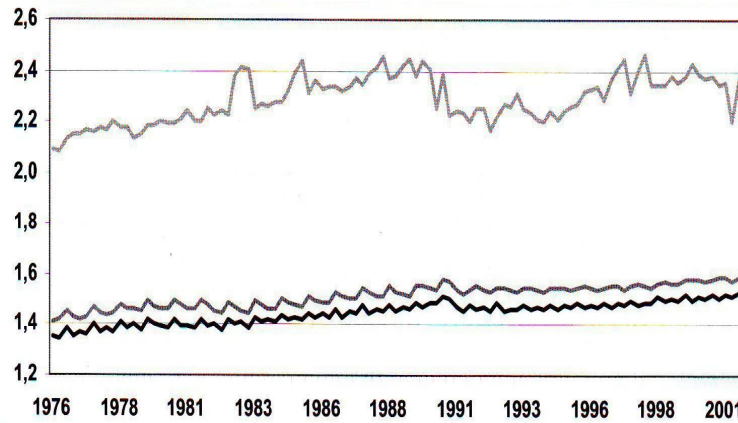
انظر :

Katrin Foster, Aktienkurse und gesamtwirtschaftliche, Entwicklung, Shaker-Verlag, 2004, P.20.

@ البيانات الاصلية كاملة موجودة للدولتين عينة البحث في الملحق ١ نهاية البحث .

ومن المفترض ان هذه الثروة تتطور طبقاً لتطور المؤشر الرئيس لسوق الاسهم الالمانية (DAX) والتقدير معتمد على قيم لوغارتمية من استخراج الباحث من البيانات الأصلية المعروضة في الملحق ١ نهاية البحث . وبالاتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS) ، قام الباحث باستخراج معادلات الانحدار .

ويوضح الشكل ادناه العلاقة بين الانفاق الاستهلاكي والدخل القابل للتصرف والثروة في المانيا :
الشكل ١ : العلاقة بين الاستهلاك الخاص والدخل القابل للتصرف والثروة في المانيا للمدة ١٩٧٦ - ٢٠٠١ .



الاستهلاك الخاص
الدخل القابل للتصرف
الثروة المالية الصافية

المصدر : الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات الالمانية الموجودة بالملحق .

اما بالنسبة للولايات المتحدة ، فان البيانات الخاصة بها مستمدة من الحسابات القومية National Accounts ومنشورات صندوق النقد الدولي IMF .

النتائج التطبيقية

يوضح التقدير بان هناك علاقة بين الاستهلاك الخاص والدخل القابل للتصرف والثروة ، حيث يمكن الحصول على المعادلة الآتية :

$$C_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 w_t$$

حيث ان :

$$\begin{aligned} C_t &= \text{الاستهلاك الخاص خلال المدة الزمنية } t \\ y_t &= \text{الدخل القابل للتصرف للأسر من القطاع الخاص خلال المدة } t \\ w_t &= \text{الثروة المالية الصافية خلال المدة } t \end{aligned}$$

اما المعادلة المقدرة لمانيا فهي :

$$C_t = 0.949 y_t + 0.039 w_t$$

بينما المعادلة للولايات المتحدة هي :

$$C_t = 1.253 y_t + 1.978 w_t$$

ولتعزيز العلاقة اعلاه ، قام الباحث باستخراج تقديرات المرونة الدخلية للاستهلاك الخاص ومرونة الثروة للاستهلاك الخاص في المانيا، حيث يظهر بان النسب المستخرجة هي ٠.٨١ و ٠.٠٢ ، على التوالي . *

ان تفسير هذه التقديرات هو انه ، في الاجل الطويل ، اذا تغيرت ثروة الاسر (الاسهم) بمقدار ١٠٠ يورو ، فان استهلاك الاسرة يزداد او ينخفض بمقدار ٢ يورو. وبمقارنة تقديرات اثر الثروة لاقتصاديات اخرى ، خصوصا الاقتصاديات ذات اسواق الاسهم المتطورة اكثر ، كالولايات المتحدة وهي ضمن عينة البحث ، فان زيادة بمقدار ١٠٠ دولار في الثروة تؤدي الى زيادة بمقدار ٣ الى ٤ دولار في الاستهلاك # .

* النسب من استخراج الباحث من البيانات الاصلية عن المانيا .
النسب من استخراج الباحث من البيانات الاصلية عن الولايات المتحدة .

وهكذا ، يبدو ان التغيرات في ثروة الاسهم لها اثر محدود على الاستهلاك في المانيا ، بينما يكون الاثر اكبر في حالة الولايات المتحدة ، حيث يلعب سوق الاسهم دور اكبر مما في حالة المانيا ، كما ذكر سابقا ، وعند الاخذ بنظر الاعتبار التارجحات الحادة في سوق الاسهم عبر السنوات القليلة الماضية ، فان الاثر على نمو الاستهلاك يمكن ان يعد ، مع ذلك ، كبيرا .

وطبقا لتقديرات مماثلة عن مرونة الاستهلاك – الثروة ، فقد قدر بان الانخفاض في أسعار الأسهم بنسبة ٤٠% في سنة ٢٠٠٠ في ألمانيا ربما خفض نمو الاستهلاك بمقدار ٠.٢ الى ٠.٤ و نقطة مئوية.*
الا ان الباحثين وجدوا فقط ادلة ضعيفة على عدم تماثل ردود الافعال ازاء التحركات في اسعار الاسهم ، اي اختلاف التغير في نمو الاستهلاك عند الأخذ بنظر الاعتبار تحركات أسعار.#

٣- قناة دالة الاستثمار

بالإضافة إلى ان تحركات أسعار الاسهم لها اثار على الاستهلاك ، فهي قد تلعب ، ايضا ، دور هام بالنسبة للانفاق الاستثماري ، وبشكل خاص بالنسبة للانفاق الاستثماري للشركات التي تحظى بفرص الحصول على التمويل بالاسهم .

لقد اكد توبن Tobin بان تحركات اسعار الاسهم لها اثر مباشر على الاستثمار الخاص ، واطلق على ذلك بالقناة (q) ، وهو تصور هيمن على معظم ادب الاستثمار التطبيقي عبر العقود الماضية .^٥ كما اكد توبن بان نسبة سعر السهم الى كلفة استبدال راس المال ، وهو مؤشر احصائي اصبح معروفا بـ q-Tobin^٦ ، يجب ان تؤخذ بنظر الاعتبار كمؤشر جيد لحفز او ميل الشركات نحو الاستثمار . وبالإضافة الى ذلك ، اكد توبن بان هذا المتغير او المؤشر هو المحدد الوحيد ذو الصلة او العلاقة بقيام الشركات بالاستثمار*.

* انظر :

Deutsche Bundesbank, Macroeconomic Aspects of Share Price Developments, Monthly Report, March 2003, PP. 29-41.

Deutsche Bank Research, op.cit.,P.11. #

\$ انظر :

James Tobin, Money, Capital, and Other Stores of Value, American Economic Review, 51,2, May 1961, PP. 26-37.

@ قام الباحث باحتساب المتغير q بالقانون الموضح في الملحق (٢) نهاية البحث

* انظر :

William C. Brainard and James Tobin, Pitfalls in Financial Model Building, American Economic Review, LVIII,2, May 1968, PP. 99-122.

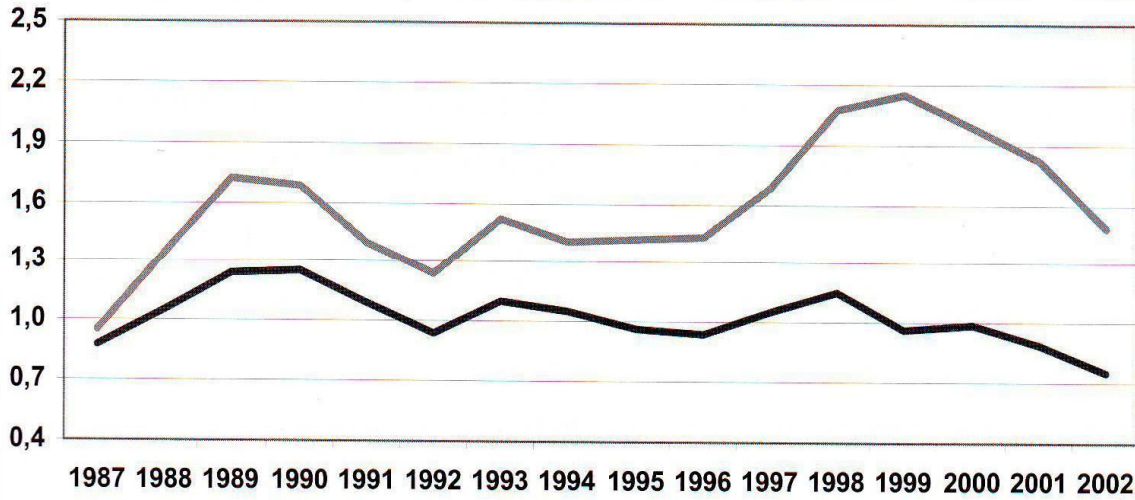
فإذا كان q-Tobin اكبر من واحد ، فعندئذ يكون راس المال ذو قيمة اكبر اذا تم استخدامه داخل الشركة ، والزيادة في القيمة السوقية للشركة تكون اكبر مما يكلفها للحصول عليه .
وطالما ان زيادة اسعار الاسهم تؤدي مباشرة الى زيادة في المؤشر (q-Tobin) ، فمن المريح امام الشركة ان توسع رصيدها ، مما يؤدي الى زيادة في الانفاق الاستثماري ، وزيادة الطلب الكلي ، وزيادة الناتج الكلي .
وهكذا تنتقل اثار تحركات اسعار الاسهم الى المتغيرات الاقتصادية الكلية او النشاط الاقتصادي ، من خلال هذه القناة .

ويركز البحث هنا على تقدير دالة الاستثمار (q) لمجموعة من الشركات الرئيسية المدرجة على قوائم البورصة ، والهدف من هذا التحليل التطبيقي هو تقدير مدى صلة اثار اسعار الاسهم الحاصلة ضمن اطار قناة (q) بالموضوع .

البيانات @

ان البيانات الخاصة بالمانيا مستمدة من مجموعة غير متوازنة من (٣) شركات المانية غير مالية رئيسية مدرجة على قوائم البورصة الالمانية عبر المدة ١٩٨٧-٢٠٠٢ . والبيانات المحاسبية مأخوذة من Hoppenstedt Database # . اما البيانات عن اسعار الاسهم وتمويل السوق فهي مستمدة من Datastream ، والتقارير السنوية للشركات عينة البحث وكخطوة اولى ، يتم تكوين المتغير المتغير (q) ، حيث قام الباحث باحتسابه بالاعتماد على البيانات الالمانية . وعلى الرغم من ان النظرية تؤكد بان التقدير يجب ان يعتمد على q الحدي ، كما في الدراسات التطبيقية السابقة ، فقد تم استخدام q المتوسط هنا . والشكل ادناه يوضح تطور القيم المتوسطة ل q . وانسجاما مع النظرية الاساسية ، فان قيم الوسيط median \$ تتقلب حول القيمة التوازنية التي تبلغ (١) ، كما يتضح من الشكل ادناه ، بينما تصل قيم المتوسط الى مستوى اعلى بكثير .

@ البيانات الاصلية قبل استخراج قيمها اللوغارتمية للدولتين عينة البحث توجد بالملحق ١ نهاية البحث
الاسم الكامل لهذه المؤسسة هو Hoppenstedt Financial Information GmbH
\$ ارقام الوسيط استخرجها الباحث بالاعتماد على البيانات عن المانيا .



المصدر : الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات

متوسط q _____
وسيط q _____

اما بالنسبة للولايات المتحدة ، فان البيانات مستمدة من حساباتها القومية National Accounts ومنشورات صندوق النقد الدولي IMF والتقارير السنوية لثلاثة شركات كعينة للبحث .
النتائج التطبيقية

طبقا للنظرية ، فان الاستثمار في المدة t يجب ان يعتمد فقط على القيم الجارية ل q . وللتغلب على الحجم المختلف للشركات ، فان الاستثمار يقسم على رصيد رأس المال للشركة .
والمعادلة ادناه تمثل نقطة البداية للتحليل التطبيقي :

$$I / K_{it} = \beta_0 + \beta_1 q_{it} + u_{it}$$

حيث ان :

I / K_{it} = نسبة الاستثمار للشركة i في السنة t

Q_{it} = متوسط q للشركة i عند بداية السنة t

u_{it} = صيغة الخطأ العشوائي

وكانت نتائج تقدير نموذج الاستثمار q لالمانيا المعادلة ادناه :

$$I / K_{it} = \beta_1 0.021 + u_{it}$$

وللولايات المتحدة المعادلة ادناه :

$$I / K_{it} = \beta_1 0.965 + u_{it}$$

يلاحظ من معادلة المانيا ان معامل التغير (β_1) هو موجب ومعنوي (عند مستوى ٥%) . ويبقى معامل المتغير q غير متغير كثيرا ومعنوي عندما تستخدم مختلف مجاميع المتغيرات الادائية .
instrumental variables .

ومع ذلك ، بينما وجد بان المتغير q هو محدد معنوي للاستثمار ، فان الحجم الصغير للمعامل يؤدي الى الاستنتاج بانه ، على الاقل عبر المدة ١٩٨٧-٢٠٠٢ ، فان القناة q لم تلعب دورا رئيسا بخصوص الاستثمار الخاص .
فعلى الاقل في الاجل القصير ، يظهر بان معدل الاستثمار غير مستجيب للتغيرات في قيم الاسهم او حقوق الملكية . فمثلا اذا ادت زيادة في القيمة السوقية للشركة الى زيادة بنسبة ١٠% بالمتغير q مثلا ، فان هذا سيترافق بزيادة مباشرة بالاستثمار بمقدار ٠,٨% فقط .

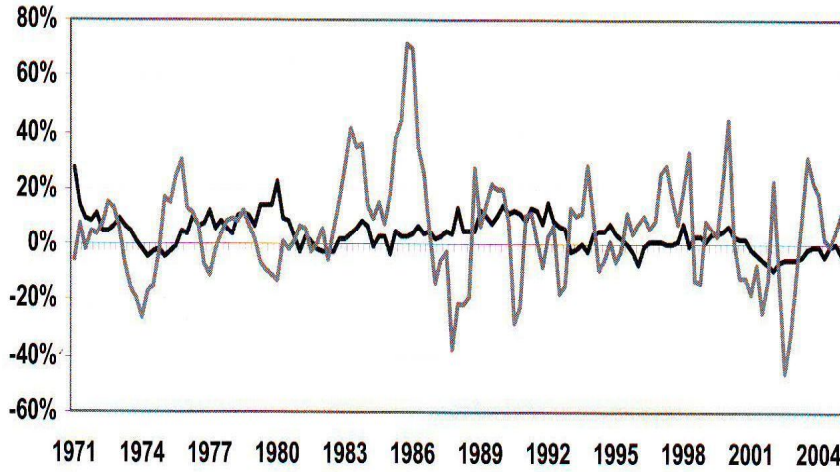
ان نتائج هذا التحليل التطبيقي تقل قيمتها اذا حصلت الامور الاتية :

١- ان الاثر الاجمالي على الاقتصاد قد يكون اكبر اذا عدلت الشركات غير المذكورة في عينة البحث خططها الاستثمارية استجابة لتطورات اسعار الاسهم والسلوك الاستثماري للشركات المذكورة في العينة .

٢- التقدير الحاصل قد يبخس تقدير معظم الاثار في الالونة الاخيرة المتولدة من قبل القناة q ، طالما ان كثير من الشركات التي دخلت سوق الاسهم منذ نهاية عقد التسعينات ومطلع الالفية الثالثة لم تدخل في مجموعة العينة .

الا ان الزيادة في الارتباط بين عوائد الاسهم ومعدلات النمو السنوية لتكوين راس المال الثابت الاجمالي منذ النصف الثاني من عقد التسعينات قد تشير الى ان حركات اسعار الاسهم اصبحت اكثر اهمية بالنسبة الى نشاط الاستثمار الخاص ، كما هو موضح في الشكل ادناه :

الشكل ٣ : عوائد الاسهم وتكوين راس المال الثابت الاجمالي في المانيا
للمدة ١٩٧١-٢٠٠٤



تكوين راس المال الثابت الاجمالي مؤشر عوائد الاسهم

المصدر : مكتب الاحصاءات الاتحادي ، تقارير سنوية ، عدة سنوات .
من الشكل اعلاه ، يلاحظ ان تكوين راس المال الثابت الاجمالي هو بالاسعار الجارية من الفصل ١ لعام ١٩٧٠ لغاية الفصل ٤ من عام ١٩٩٠ لالمانيا الغربية ، والبيانات لالمانيا ككل بعد ذلك لغاية الفصل ١ من عام ٢٠٠٥ .
ومن الشكل يلاحظ مدى الترابط الشديد نسبيا بين المتغيرين (عوائد الاسهم وتكوين راس المال) طيلة المدة المأخوذة ، مما يشير الى اتخاذ تحركات اسعار الاسهم وعوائدها بمثابة مصدر هام عند اتخاذ قرارات الاستثمار الخاص .

الاستنتاجات

منذ منتصف عقد التسعينات تزايد الاهتمام بكيفية تأثير التحركات الواسعة في اسعار الاسهم والثروة المالية بالانفاق الاستهلاكي والطلب الاستثماري للشركات .
وعلى اساس عالمي ، اكتسبت اسواق الاسهم اهمية كبيرة ، وعززت التآرجحات الشديدة في اسواق الاسهم المخاوف من ان تحركات اسواق الاسهم يمكن ان تسبب تقلبات حادة في الطلب الكلي .
وبينما تظهر الادلة بالنسبة للدول التي يلعب فيها سوق الاسهم دورا كبيرا بالتمويل ، كالولايات المتحدة ، بانه عبر السنوات القليلة الماضية ، كانت اثار سوق الاسهم كبيرة ، فان النتائج المعروضة في هذا البحث تؤكد بان الاثار على الاقتصاد الالماني ، لحد الان ، محدودة نوعا ما ، حيث لايلعب فيها سوق الاسهم ذات الدور .
الا انه عند الاخذ بنظر الاعتبار الاشتراك الضعيف نسبيا للاسر والشركات الالمانية بسوق الاسهم ، فان هذه النتائج لاتكون مدهشة .
ومع ذلك ، من الضروري التاكيد على انه برغم الحقيقة القائلة بان اسواق الاسهم لاتزال تلعب دور ثانوي في الاقتصاد الالماني ، فان التحليل التطبيقي يؤكد على وجود قنوات انتقال رئيسة لتحركات اسعار الاسهم .
وهذا لاينطبق ، كما تظهر نتائج البحث ، على قناة الاستهلاك – الثروة وقناة q فقط ، وانما ايضا على قناة كشف الميزانية .
وعند الاخذ بنظر الاعتبار وجود قنوات الانتقال في الدول التي لايلعب فيها سوق الاسهم دورا كبيرا ، مثل المانيا ، وان اهمية اسواق الاسهم فيها من المتوقع ان تزداد ، فهناك ضرورة بالنسبة لكثير من الشركات بان تهتم بالاسهم والتمول بها وتنويع موارد تمويلاتها .
ولأن الاصلاحات الهيكلية الاخرى (مثلا تحسين حوكمة الشركات) يمكن ان يدعم اكثر ثقة المستثمر ، فان اثار اكثر على الاقتصاد الحقيقي ربما تحصل في المستقبل .

الملحق ٢ : حساب المتغير q

المنهج المستخدم في هذا البحث معتمد على الصيغة المستخدمة من قبل Gebauer وآخرين (١٩٩٤)
ان صيغة حساب المتغير q لتبين هي :

$$q_t = \frac{EK_t + FK_t - FA_t - IV_t}{(pk K)_t}$$

حيث ان :

EK_t = القيمة السوقية للاسهم في السنة t

FK_t = القيمة السوقية للدين القائم في السنة t

$$\begin{aligned}FA_t &= \text{القيمة السوقية للاستثمارات (المالية) الكلية في السنة } t \\IV_t &= \text{القيمة السوقية للبنود غير المادية او غير الملموسة في السنة } t \\(pk K)_t &= \text{القيمة الاستبدالية او الاحلالية} \\&\text{لرصيد راس المال في السنة } t\end{aligned}$$

وكما في جميع الدراسات السابقة تقريبا ، فان القيم الدفترية للدين والاستثمارات المالية والبنود غير الملموسة هي مستخدمة كتقريب لقيم سوقية مجهولة .

والتفاصيل عن حساب القيمة الاحلالية لرصيد راس المال موجودة في ملحق بحث (Foster (2004)

٣: قراءات مقترحة أخرى حول الموضوع

- 1- Cesar Alonso-Borrego and Samuel Bentolila, Investment and Q in Spanish Manufacturing Firms, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 56,1 , 1994, PP. 1-49 .
- 2- David B. Audretsch and Julie Ann Elston, Does Firm Size Matter ? Evidence on the Impact of Liquidity Constrains on Firm Investment Behavior in Germany, International Journal of Industrial Organization, 20, 2002, PP. 1-17.
- 3- Ben S. Bernanke and Mark Gertler, Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, Journal of Economic Perspectives, 9,4, 1995, PP. 27-48.
- 4- Ben S. Bernanke and Mark Gertler, Monetary Policy and Asset Price Volatility, Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, 1999, PP. 17-51.
- 5- Carol C. Bertaut, Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries : Wealth Effects in the 1990s, International Finance Discussion Papers, No. 724, April, 2002.
- 6- Stephen R. Bond and Jason G. Gummins, Noisy Share Prices and the q Model of Investment, Working Paper no. W01/ 22, The Institute for Fiscal Studies, 2001.
- 7- Laurence Boone, Claude Giorno, and Pete Richardson, Stock Market Fluctuation and Consumption Behavior : Some Recent Evidence, OECD Economics Development Working Papers, No. 208, 1998.
- 8- Christis Hassapis and Sarantis Kalyvitis, Investigating the Links Between Growth and Real Stock Price Changes with Empirical Evidence from the G-7 Economies, The Quarterly Review of Economics and Finance, 42, 2002, PP. 543-575.
- 9- International Monetary Fund, Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity, World Economic Outlook. April 2002, PP. 61-103.
- 10- Sydney Ludvigson, Consumer Confidence and Consumer Spending, Journal of Economic Perspectives, 18, 2, 2004, PP. 29-50.
- 11- Stephen D. Oliner and Glen D. Rudebusch, Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy ? Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Review, 1, 1996, PP.3-13.
- 12- Maria W. Otoo, Consumer Sentiment and the Stock Market, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 1999, PP. 1-60.
- 13- Martha Starr-McCluer, Stock Market wealth and Consumer Spending, Federal Reserve Board Finance and Discussion Series, Working Paper, 20, 1998.

المصادر

- 1- NYSE, NYSE Composite Index, New York, various issues.
- 2- Deutsche Bank, Stock Prices and Economic Activity, Working Papers Series, Research Notes 20, Oct. 14, 2005.
- 3- Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen and Financial Accounts of Deutsche Bundesbank
- 4- IMF, International Financial Statistics, various issues
- 5- Hoppenstedt Financial Information GmbH and Datastream
- 6- Annual Reports of the following companies:
 - American Companies :
General Electric, Ford Motor Company, General Motors
 - German Companies :
Volkswagen Group, E. On, RWE Group
- 7- Federal Statistical Office, Annual Report, various issues.