محاولة قياس أثر حرب الخليج الثالثة على الأسواق المالية العالمية والعربية(*)

الدكتور/ جبار محفوظ
كلية العلوم الاقتصادية
وعلوم التسيير - جامعة سطيف
الجمهورية الجزائرية

ملخص:

تعكس الأسواق المالية، بخاصة الكفؤة منها، المعلومات الواردة إليها من خلال الأسعار والمؤشرات، الشيء الذي يجعلها بمنزلة المرآة التي تعكس الأحداث الاقتصادية والسياسية للبلد، أو المنطقة المعنية أو حتى الوضعية العالمية السائدة. يتضح ذلك أكثر إذا كانت تلك المعلومة أو الحدث هو اندلاع حرب في منطقة استراتيجية مثل منطقة الشرق الأوسط. في هذا الإطار حاولنا، في القسم الأساسي الأول من البحث، قياس أثر حرب الخليج الثالثة على عينة من البلدان المعنية. في القسم الثاني حاولنا قياس أثر العدوى، الذي أصبح يميز المراكز المالية الحديثة، وفصله عن أثر الحرب. ركزنا في ذلك على تأثير البورصات الكبرى على بقية البورصات، بما في ذلك العربية.

١- مقدمة:

المستثمرون في الأسواق المالية، شأنهم في ذلك شأن أي مستثمر، هم أعوان معظمون للمنفعة (utility maximisers)، وبذلك فهم حساسون جداً لأي معلومة ترد إلى تلك الأسواق حول المنتوجات المالية المتداولة؛ إذ بمجرد

(*) أجيز البحث بتاريخ ٢٠٠٤/٧/٣١م.

وصول المعلومة يغيرون من مواقفهم وتوقعاتهم سلباً أو إيجاباً، الشيء الذي يجعل أسعار تلك المنتوجات تتغير نزولاً وصعوداً بحسب طبيعة تلك المعلومة الواردة واتجاه العرض والطلب.

تتفاوت درجة استجابة الأسواق المالية للمعلومة وسرعتها تبعاً لتطور تلك الأسواق وكفاءتها(١). فالبورصات المتقدمة، كالبورصات الأمريكية والآسيوية والأوروبية، تتأثر كثيراً وبسرعة بجميع المعلومات التي ترد إليها وتتذبذب الأسعار فيها وفقاً لنوع تلك المعلومات وأهميتها. أما البورصات في الدول النامية غير الناشئة فلا تستجب لمثل تلك المعلومات إلا بعد فترة طويلة نسبياً، على الرغم مما ينجر عن ذلك من سلبيات [١، ص ٢ وما بعدها]. وتأتي البورصات الناشئة في منتصف الطريق تقريباً، أي تستجيب للمعلومات بدرجات متفاوتة وبعد فترة قصيرة نسبياً.

ومن المعلومات التي تنعكس بسرعة في أسعار الأدوات المالية، ومن ثم تؤثر في أسواق رأس المال بصفة عامة، معلومة اندلاع حرب في منطقة استراتيجية هنا أو هناك. فالحرب، باعتبارها معلومة غير سارة، عادة ما تربك الأسواق، وتجعل الأسعار تتذبذب بصورة غير طبيعية، وإن كان تغيرها في اتجاه النزول هو الغالب في معظم الأحيان.

وبناء على ذلك، هل أثرت حرب الخليج الثالثة التي اندلعت بين قوات التحالف، بقيادة الولايات المتحدة، والعراق يوم ٢٠ مارس ٢٠٠٣ على الأسواق المالية العالمية والعربية؟ وهل انعكست تلك الحرب، على أساس أنها من المعلومات الواردة، على أسعار الأسهم في تلك الأسواق؟ إلى جانب ذلك هناك مناخ دولي خاص يتمثل في العولمة المالية والارتباط الشديد في بعض الأحيان بين تلك الأسواق، ولاسيما الأسواق المتقدمة فيما بينها من جهة، وبينها وبين الأسواق الناشئة من جهة أخرى. لهذا أكان التذبذب في الأسعار، ممثلاً بالتغير في المؤشرات، مرده الحرب أم العولمة المالية؟ وبالموازاة مع كل ذلك وردت معلومات

(١) السوق الكفؤة هي تلك السوق التي تستجيب فيها أسعار الأسهم بسرعة لجميع المعلومات التي ترد إليها حول المؤسسات صاحبة تلك الأسهم أو حول الصناعات التي تنتمي إليها أو الاقتصاد بصفة عامة، إلى درجة يصبح فيها التنبؤ بتلك الأسعار شبه مستحيل ولا يستطع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة تحليله لتلك المعلومات.

مختلفة أخرى إلى الأسواق المالية في أثناء الفترة المدروسة (إلى جانب معلومة الحرب التي دامت لفترة فقط من الفترات التي شملها البحث)، مثل البيانات الماكرواقتصادية وغيرها، التي عادة ما تؤثر بطريقة أو بأخرى في الأسواق. وبناء على ذلك، أكانت الحرب سبب التغير أم تلك البيانات أم الاثنان معاً؟

لدراسة هذه المسائل حصرنا فترة البحث في الفترة الممتدة من ٣ مارس ٢٠٠٣ إلى ٣٠ أفريل ٢٠٠٣. استعملنا في ذلك الأدوات المعروفة في قياس اتجاه البورصات والمتمثلة في المؤشرات للتعبير عن استجابة الأسواق لمعلومة الحرب، أي حرب الخليج الثالثة. كما استعملنا الأدوات الإحصائية والتقنيات الكمية والبرامج الآلية متى دعت الحاجة، وذلك لمعالجة مختلف جوانب الموضوع وتحليل المعطيات والتأكد من النتائج المتوصل إليها [١١].

٢- عينة البحث:

تمثلت العينة المدروسة في ١٥ مؤشراً مختاراً من مؤشرات البورصات الكبرى في الدول المتقدمة والدول العربية موزعة على النحو التالي:

جدول (١)
عينة البحث

المؤشر	الرمز	الدولة	المؤشر	الرمز	الدولة
Dow Jones	DJ	الولايات المتحدة	BVMT	BT	تونس
Nasdaq	NQ	الولايات المتحدة	CASE	CS	مصر
Nikkei	NK	اليابان	Amman	AM	الأردن
Hang Sang	HS	هونك كونك	Oman	OM	عُمان
Straits Times	ST	سنغافورة	Saudi Ar	SA	السعودية
Financial Times	FT	بريطانيا	Kuwait	KU	الكويت
CAC 40	CA	فرنسا	Dubaï	DB	الإمارات العربية
MASI	MS	المغرب			

تعتبر هذه المجموعة من البورصات، على الرغم من عدم وجود بورصة فرانكفورت الألمانية بينها؛ لتعذر الحصول على المعطيات، عينة ممثلة للأسواق المالية العالمية بجدارة، نظراً لأنها تستحوذ على معظم العمليات المالية في

العالم، سواء تعلق الأمر بالأسهم، السندات، الأدوات المشتقة أو غيرها من المنتوجات والأنشطة المالية. كما يتميز بعضها بأنه الأعلى كفاءة والأكثر ترابطاً، كما سبق أن أشرنا، بخاصة فيما بين البورصات المتقدمة.

لكن السؤال المطروح هنا هو هل ترصُد المؤشرات فعلاً حركة البورصات التي نريد أن نعرف تأثرها بالحرب؟ فالمؤشر index تعريفا هو ذلك الرقم الإحصائي الذي يرصد وضعية بورصة معينة واتجاهها وتغيراتها من حصة لأخرى. والمؤشرات متعددة من حيث طريقة الحساب، وإن كان معظمها يحسب على أساس الرقم القياسي لـ"باش(Paasches index) " [٢، ص. ٤٨]، ومن حيث الأداة المالية أو السوق محل المتابعة، وإن كان أهمها على الإطلاق مؤشرات الأسهم، كما هو الحال في هذه الدراسة.

تكونت المعطيات التي قمنا بجمعها لإتمام هذا البحث أساساً من قيم المؤشرات التي ضمتها العينة على مدى فترة الدراسة، مع الإشارة إلى أنه تعذر علينا الحصول على قيم بعضها في بعض الحصص من الفترة المدروسة. كما أن المعطيات جمعت من مصادر مختلفة مثل شبكة الإنترنت والقنوات التلفزيونية، الشيء الذي يحتمل بعض الاختلافات البسيطة التي نعتقد أنها لا تؤثر على دقة الدراسة ومصداقيتها.

٣ – مسائل منهجية:

لتحديد أثر الحرب على الأسواق المالية التي شملتها العينة قسمنا فترة الدراسة الممتدة من ٣ مارس ٢٠٠٣ إلى ٣٠ أفريل ٢٠٠٣، كما سبق أن أشرنا، إلى ثلاث فترات جزئية على النحو الآتي:

- فترة ما قبل الحرب (pre-war period)، وتمثلت في الفترة الممتدة من ٣ مارس ٢٠٠٣ إلى ١٩ مارس ٢٠٠٣، أي من المشاهدة رقم ١ إلى المشاهدة رقم ١٣.
- فترة الحرب (war period)، وامتدت من ٢٠ مارس ٢٠٠٣ إلى ١٥ أفريل ٢٠٠٣، أي من المشاهدة رقم ١٤ إلى المشاهدة رقم ٣٢.

- فترة ما بعد الحرب (post-war period)، وتمثلت في الفترة الممتدة من ١٦ أفريل ٢٠٠٣ إلى ٣٠ أفريل ٢٠٠٣، أي من المشاهدة رقم ٣٣ إلى المشاهدة رقم ٤٣.

من جهة أخرى جزأنا الفترات الثلاث إلى فترات أقصر متى رأينا أن هناك توضيحاً أكثر للظاهرة المدروسة. وطبعاً استعملنا تطور المؤشرات في قياس أثر تلك الحرب على البورصات التي شملتها العينة، كما سبقت الإشارة إلى ذلك.

لكن بالموازاة مع الحرب وآثارها وردت إلى الأسواق، خلال فترة الدراسة، معلومات أخرى سياسية واقتصادية ومالية، تكون قد أثرت على تلك البورصات، بصفة أو بأخرى، الشيء الذي جعلنا نحاول معرفة آثار تلك المعلومات منفصلة عن آثار الحرب التي هي موضوع هذا البحث. من الأمثلة عن تلك المعلومات "الموازية" إذا صح التعبير ما يلي:

* صدور تقارير وتحاليل مفادها أن الحرب مع العراق ستكون سريعة ومربحة، وذلك من طرف خبراء ومسؤولين أمريكيين يوم ١٧ مارس ٢٠٠٣، أي قبل اندلاع الحرب بثلاثة أيام.
* صدور بيانات تفيد بأن أسهم شركات الطيران انخفضت في جميع أنحاء العالم إلى أقل من مستوياتها قبل أحداث سبتمبر ٢٠٠١، وذلك يوم ٢٨ مارس ٢٠٠٣.
* توسع مرض الالتهاب الرئوي اللانمطي (SARS) في آسيا، الشيء الذي أثر كثيراً على شركات الطيران والسياحة، ومن ثم على الأسواق المالية الآسيوية، وذلك يوم ٢٥ أفريل ٢٠٠٣،
* نشر بيانات في الأسبوع الأخير من شهر فيفري ٢٠٠٣ تفيد بأن الناتج المحلي الأمريكي للربع الأخير من سنة ٢٠٠٢ قد تحسن بـ ١,٤٪ مقارنة بمثيله من السنة السابقة.
* انخفاض قيمة الدولار أمام الأورو إلى أدنى مستوى له منذ ٤ سنوات، وذلك يوم ٣٠ أفريل ٢٠٠٣، وغيرها من المعلومات...

من الجوانب المنهجية الأخرى التي نرى أنها ضرورية في هذه الدراسة هو محاولة معرفة مدى ارتباط البورصات المكونة للعينة، على اعتبار أنه مهما كان تأثير الحرب عليها، فإنه من الممكن أن يكون لأثر العدوى[١] نصيبه في جر البورصات المختلفة بواسطة البورصات الأمريكية على وجه الخصوص إلى الانخفاض أو التذبذب. باختصار نحاول معرفة أكان تأثير الحرب عاماً ووحيداً أم ازداد تأثر بعض البورصات بالعولمة المالية التي أصبحت تميز المراكز المالية العالمية أكثر فأكثر خلال العشريتين الأخيرتين؟.

في هذا الإطار أيضاً، وعلى الرغم من استعمالنا للمؤشرات فقط للتعبير عن مدى ترابط الأسواق المالية العالمية، فإنه يمكن القول: إن المؤشرات هي أداة فقط من بين العديد من الأدوات التي تستخدم للغرض نفسه. من الأمثلة على تلك الأدوات الأخرى تطور حجم المعاملات في الأدوات المالية عبر الحدود، تطور تداول النقد الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال الدولية وتساوي ثمن المخاطر[٢] للأدوات نفسها في مختلف البورصات، [٣، ص. ١، ٢]، إلى غير ذلك من المؤشرات.

كما تجدر الإشارة إلى أننا أخذنا الفارق الزمني بين البورصات بعين الاعتبار، حيث لا يمكن أن ننتظر تأثر البورصات العربية مثلاً بالبورصات الأمريكية في اليوم نفسه، في حين يفوق الفارق الزمني بينها ٨ ساعات في بعض الحالات. وعليه استعملنا المتغيرات المبطأة (lagged variables) متى دعت الحاجة إلى ذلك.

---

(١) نظرا لاستعمال وسائل الاتصال الحديثة في التداول والارتباط الشديد بين البورصات العالمية، ولاسيما المتقدمة منها، أصبحت الأزمات المالية بصفة عامة وانهيار البورصات بصفة خاصة تنتقل من البورصة المنهارة إلى بقية البورصات بسرعة، الشيء الذي عرف في الأدبيات المالية الحديثة بأثر العدوى (contagion effect).

(٢) In financially integrated markets, capital should flow across borders in order to insure that the price of risk (i.e., the compensation investors receive for bearing risk) is equalized across assets. [Korajczyk, 1995, p. 2].

٤- تحليل النتائج:

استعملنا في تحليل ما توصلت إليه الدراسة من نتائج خمس وسائل هي [١١]:

- الوسط الحسابي ξ بغرض تعرف مستوى الأسعار في البورصات التي شملتها العينة في الفترات الثلاث.
- الانحراف المعياري النسبي $\delta\%$ لتعرف ظاهرة التذبذب في الأسعار خلال الفترة المدروسة.
- الميل slope لتحديد اتجاه تلك الأسواق في مختلف فترات الدراسة.
- معامل التحديد (determination coefficient) لتعرف أثري العدوى والعولمة،
- القيمة القصوى X_{max} بهدف تعرف الفترة التي قفزت الأسواق فيها إلى أعلى مستوى لها، من بين فترات الدراسة.

ومحاولة منا الوصول إلى نتائج أدق حاولنا فصل تأثير الحرب عن تأثيري العولمة والعدوى التي تنتقل من بورصة لأخرى سواء في فترات الحرب أو السلم، من جهة، والوقوف، ولو في عجالة، عند تأثير المعلومات "الموازية" على الأسواق، من جهة أخرى.

٤-١- آثار الحرب على الأسواق المالية:

لا شك أن لهذه الحرب آثارها على جميع الميادين والقطاعات، ومنها القطاع المالي والبورصات تحديداً. بهذا الصدد أدى تحليلنا للمعطيات إلى النتائج المبينة في الجدول التالي (انظر تفاصيل المعلومات في الملاحق: ١-٣).

جدول (٢)
تلخيص آثار الحرب على الأسواق المالية

Indices	Pre-war period			War period			Post-war period		
	ξ	$\delta\%$	slope	ξ	$\delta\%$	slope	ξ	$\delta\%$	slope
DJ	7812,3	2,88	37,43	8249,7	1,34	0,85	8405,5	1,05	19,00
NQ	1389	0,62	5,00	1382,11	1,37	0,63–	1443	1,60	6,10
NK	8119,1	2,92	51,75–	8107,8	2,37	27,8–	7793,4	1,39	21,54–
HS	8983,6	2,00	16,27–	8932,1	2,48	42,19–	na	na	na
ST	1249	1,81	0,30–	1308,9	1,64	0,61–	na	na	na
FT	3567	3,82	8,73	3794	2,06	7,13	3903	0,87	6,41
CA	2650,7	5,00	10,80	2799,1	3,74	7,02	2904,8	1,15	3,38
MS	3135	2,18	17,86–	3042	0,30	3,35	na	na	na
BT	717	0,87	1,6–	724	1,84	5,96	na	na	na
CS	537,2	3,46	4,64–	575,3	4,96	6,03	na	na	na
AM	164	1,49	00,00	171	2,19	0,69	na	na	na
OM	30,1	6,55	0,31–	25	4,27	0,12–	na	na	na
SA	2537	0,99	1,13–	2816,8	4,60	22,87	2995	0,16	1,86–
KU	2696	1,70	10,70	2956	4,82	24,09	3238	2,35	38,19
DB	28,9	5,67	0,28–	23,92	5,52	0,1–	na	na	na

المصدر: حسابات شخصية للباحث. na = note available.

من الجدول السابق نستنتج ما يلي:

- ارتفع مستوى البورصات الأمريكية، ممثلة ببورصتي نيويورك ونازداك، من مرحلة إلى أخرى من مراحل الدراسة (ارتفاع متوسط المؤشر)، وقل تذبذبها باستمرار (انخفاض الانحراف المعياري النسبي)، واتجهت نحو الصعود باستمرار(الميل موجب). هذا يعني أن الأسواق الأمريكية كانت تنتظر خيراً من حرب الخليج الثالثة، ولاسيما ارتفاع معدل النمو في الولايات المتحدة والخروج من التباطؤ الاقتصادي الذي تشهده منذ مدة. من جهة أخرى كان ينتظر أن تكون الحرب سريعة ومربحة، وبذلك فقد

ارتفعت من ٧٨١٢ نقطة إلى ٨٢٤٩ نقطة ثم إلى ٨٤٠٥ نقاط في الفترات الثلاث على التوالي، وقل تذبذبها، حيث انخفض الانحراف المعياري النسبي من ٢,٨٨ ٪ إلى ١,٣٤ ٪ ثم إلى ١,٠٥ ٪ للفترات نفسها على التوالي. كما دلت إيجابية الميل على أنها تصاعدية: ٣٧,٤٣، ٠,٨٥، ١٩,٠٠.

- تضررت البورصات الآسيوية كثيراً من الحرب، حيث انخفضت باستمرار خلال فترة الدراسة، ولاسيما بورصتا طوكيو وهونغ كونغ. فباستثناء بورصة سنغافورة التي ارتفع مستواها وقل تذبذبها في فترة الحرب مقارنة بالفترة التي سبقتها، فإن مؤشر ثاني أكبر بورصة في العالم، نيكاي ٢٢٥، انخفض من ٨١١٩ نقطة إلى ٨١٠٧ نقاط ثم إلى ٧٧٩٣ نقطة خلال الفترات نفسها على التوالي، على الرغم من أن تذبذبه قل بعض الشيء، حيث انخفض الانحراف المعياري النسبي من ٢,٩٢ ٪ إلى ٢,١٧ ٪ ثم إلى ١,٣٩ ٪. الشيء نفسه تقريباً يمكن أن يقال حول بورصة هونغ كونغ. ما يجلب الانتباه أيضاً هو أن جميع البورصات الآسيوية غير العربية التي شملتها العينة كانت ذات اتجاه تنازلي خلال الفترات الثلاث، بمعنى أنها كانت تنتظر انعكاسات سلبية للحرب على اقتصاداتها. على سبيل المثال كان الميل الخاص باتجاه بورصة طوكيو مساوياً – ٥١,٧٥ ثم – ٢٧,٨ ثم – ٢١,٥٤ على التوالي.

- على عكس البورصات الآسيوية تماماً، استفادت البورصات الأوروبية، ممثلة ببورصتي لندن وباريس، حيث ارتفعت باستمرار قبل الحرب وأثناءها وبعدها، كما عرفت استقراراً متزايداً خلال فترة الدراسة كلها. بالإضافة إلى ذلك كان اتجاهها تصاعدياً باستمرار. وبذلك تعتبر بمنزلة المستفيد رقم واحد من حرب الخليج الثالثة من حيث المستوى، الاستقرار والتوجه، على اعتبار أن الاقتصادات الأوروبية ستنشط نسبياً بعد الحرب. كمثال على ذلك ارتفع مستوى بورصة لندن من ٣٥٦٧ نقطة إلى ٣٧٩٤ نقطة ثم إلى ٣٩٠٣ نقاط، وقل تذبذبها من ٣,٨٢٪ إلى ٢,٠٦٪، ثم إلى ٠,٨٧٪، وكان

ميل اتجاهها ٨,٧٣ ثم ٧,١٣ وأخيراً ٦,٤١ أي موجباً، في الفترات الثلاث على التوالي.

- تأثرت البورصات المغاربية، ممثلة ببورصتي تونس والدار البيضاء، بكيفية مختلفة؛ إذ انخفض مستوى البورصة المغربية في فترة الحرب مقارنة بالفترة التي سبقتها، على الرغم من أنها أصبحت أكثر استقراراً مع انتهاء الحرب. كما اتسمت بأنها تنازلية بشدة قبل الحرب وتصاعدية خلالها، وإن كانت بحدة أقل. أما البورصة التونسية فقد ارتفعت خلال الحرب مقارنة بالفترة التي سبقتها، بينما ازداد تذبذبها أثناء الحرب. ومثلها في ذلك مثل بورصة الدار البيضاء، فقد كانت تنازلية قبل الحرب وتصاعدية أثناءها. وبناء على ذلك يمكن القول: إن البورصات المغاربية كانت مضطربة خلال فترة الدراسة وغير مطمئنة لنتائج الحرب، أو لم تكترث بها على الإطلاق، (انظر الجدول: ٢).

- تباين أداء البورصات الخليجية، ممثلة ببورصات الكويت، السعودية، عُمان والإمارات العربية، خلال فترات الدراسة. على العموم يمكن القول إن بورصتي الكويت والرياض قد ارتفعتا باستمرار وتميزتا بالاستقرار النسبي على مدى فترة الدراسة، على الرغم من زيادة تذبذبهما خلال الحرب، وهي وضعية معقولة ومنتظرة، إلى حد ما، لما شهدته منطقة الخليج كلها من قلق حيال الوضع في العراق. لكن مع ذلك اختلفتا في أن بورصة الكويت كانت تصاعدية في الفترات الثلاث، حيث جاء الميل مساوياً لـ ١٠,٧٠، ٢٤,٠٩، و٣٨,١٩ على التوالي، في حين كانت أكبر البورصات العربية (الرياض) تنازلية خلال الفترتين السابقة واللاحقة للحرب (الميل = . ١,١٣، ٢٢,٨٧، – ١,٨٦ على التوالي). أما بورصتا مسقط ودبي فقد انخفض مستواهما في أثناء الحرب مقارنة بالفترة التي سبقتها واتسمتا بالتذبذب والاتجاه التنازلي. وبذلك عكستا التوتر الذي شهدته منطقة الخليج آنذاك، (انظر الجدول: ٢).

- أما البورصات العربية الأخرى التي شملتها العينة، ممثلة ببورصتي

القاهرة وعَمان، فقد ارتفع مستواهما خلال الحرب مقارنة بالفترة التي سبقتها، على الرغم من تزايد تذبذبهما معاً. من حيث الاتجاه فقد كانت البورصة المصرية تنازلية قبل الحرب وتحولت إلى تصاعدية أثناءها، بينما اتسمت البورصة الأردنية بالاستقرار شبه التام في الفترة التي سبقت الحرب وأصبحت تصاعدية خلالها، (انظر الجدول: ٢).

على العموم تباين أداء البورصات العربية والعالمية في أثناء فترات الدراسة الثلاث، عاكسة بذلك مواقفها من الوضع السائد آنذاك في منطقة الخليج، أو غير عابئة بما جرى هناك. فالبورصات الأمريكية والأوروبية تحسن أداؤها واستقرت أكثر واتجهت نحو الصعود مرتكزة على أن الحرب ستكون خاطفة وتعود بالفائدة الكبيرة على الاقتصادات الغربية، ولاسيما من حيث الحصول على مشاريع إعادة إعمار العراق، كما تباين أداء بقية البورصات العالمية والعربية من مرتفع ومستقر وتصاعدي، كبورصة الكويت، إلى منخفض ومتذبذب وتنازلي كبورصة طوكيو. إذ عكست الأولى (بورصة الكويت) قرب التخلص من نظام ما فتئ يؤرق مضاجع المنطقة كلها، بينما عكست الثانية (طوكيو) القلق من الوضع السائد آنذاك وعدم التأكد مما ستسفر عنه الحرب من آثار سياسية واقتصادية ومالية.

هذا بالنسبة لتحليل آثار الحرب على مدى ثلاث فترات مجتمعة. أما تحليل آثارها بتفصيل أكثر خلال كل فترة على حدة وتقسيم الفترات الجزئية إلى فترات أقصر، متى كان ذلك مفيداً، فقد تبين الآتي (انظر في ذلك الجدول السابق والملاحق ١-٣):

- انقسمت البورصات خلال الفترة التي سبقت الحرب إلى:

* متخوفة ومتفائلة؛ فانخفضت ثم ارتفعت قبيل الحرب مباشرة عاكسة الفكرة بأن الحرب ستكون خاطفة وستستفيد العديد من الاقتصادات بعد ذلك. تكونت هذه الفئة من بورصات نيويورك، باريس، لندن، سنغافورة، الرياض وطوكيو، وإن كان ارتفاع هذه الأخيرة محتشماً.
* تنازلية تمثلت في بورصات تونس، الدار البيضاء والقاهرة،

* تصاعدية تمثلت في بورصة الكويت.
* متذبذبة وغير واضحة المعالم تمثلت في بورصات عَمان، هونك كونك، نازداك (لأسهم شركات التكنولوجيا).

- انقسمت البورصات خلال فترة الحرب إلى:

* تصاعدية تمثلت في بورصات عَمان، القاهرة، الرياض، تونس والكويت،
* تنازلية ثم تصاعدية تمثلت في البورصات الأمريكية والأوروبية. وتجدر الإشارة إلى أن بورصة نيويورك حققت أدنى مستوى لها خلال الفترة المدروسة في ٣١ مارس ٢٠٠٣ بسبب زيادة المقاومة العراقية وبداية سقوط ضحايا في صفوف التحالف وبدت الحرب أطول مما كانت متوقعة.
* تنازلية بقيادة بورصة طوكيو.

- انقسمت البورصات خلال الفترة التي تلت الحرب إلى:

* تصاعدية أهمها البورصات الأمريكية وبورصة الكويت.
* متذبذبة ثم تصاعدية في نهاية الفترة، وتمثلت في باريس، لندن وطوكيو.
* تنازلية أهمها بورصة الرياض.

خلاصة القول: إن تقسيم فترات الدراسة إلى فترات جزئية أظهر عدم تجانس البورصات العربية والعالمية في تطورها خلال فترات البحث، حيث حاولت كل منها أن تعكس موقفها من الحرب أو حتى تجاهلها لها. وتجب الإشارة هنا إلى أن تحليلنا جاء متسقاً مع التحليلات القائلة بأن العديد من البورصات العربية استفادت من الحرب[١] وشهدت ارتفاعاً معتبراً خلالها، [١٢، ص. ١].

---

(١) تأكيداً لذلك، أعلنت مصادر مختلفة أن رسملة بورصات مجلس التعاون الخليجي الستة ارتفعت خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٣ نحو ٧٧ مليار دولار. كان نصيب سوق الأسهم السعودية منها ٥٠ ملياراً، الكويتية ١٣ ملياراً، الإماراتية ٦ مليارات، والقطرية ٤ مليارات، وذلك أساساً بسبب توقف الحرب وتحسن أداء الاقتصادات الخليجية، وارتفاع أسعار النفط [BBC WORLD, World Business Report, 13/ 08/ 2003].

في هذا المنحى حققت البورصات العربية والعالمية الرئيسية المكونة للعينة أعلى مستوى لها في فترات مختلفة من الفترات الثلاث المدروسة كما يوضح الجدول التالي:

جدول (٣)
القيم القصوى لأبرز المؤشرات
الوحدة: نقطة

المؤشر	Xmax	الفترة
DJ	8515	بعد الحرب
NK	8490	قبل الحرب
FT	3940	بعد الحرب
CA	2956	بعد الحرب
MS	3228	قبل الحرب
BT	743	أثناء الحرب
CS	619	أثناء الحرب
SA	2999	بعد الحرب
KU	3304	بعد الحرب

من الجدول السابق يلاحظ أن البورصات الأمريكية والأوروبية لم تستقر تماماً وتحقق أعلى مستوى لها إلا بعد أن وضعت الحرب أوزارها، حيث بلغت نيويورك ٨٥١٥ نقطة ولندن ٣٩٤٠ نقطة. والشيء نفسه يمكن أن يقال عن بورصتي السعودية والكويت (٢٩٩٩ نقطة و٣٣٠٤ نقاط على التوالي)، معبرتين عن الاطمئنان الذي يبدو أنه ساد منطقة الخليج بعد انهيار النظام العراقي، باعتباره كان يمثل نوعاً من الحلم المزعج في المنطقة كلها. وعلى العكس من ذلك حققت بورصتا طوكيو والدار البيضاء أعلى مستوى لهما قبل الحرب (٨٤٩٠ نقطة و٣٢٢٨ نقطة على التوالي)، عاكستين بذلك ظروف عدم التأكد التي عادة ما تجلبها الحروب إلى الأسواق المالية. وجاءت بورصتا تونس والقاهرة بين التيارين السابقين وحققتا أعلى مستوى لهما في أثناء الحرب، (انظر الجدول: ٣).

٤-٢- آثار العدوى:

لا يمكن تحليل تطور أية سوق مالية بالدقة المطلوبة، إلا إذا كان ذلك ضمن المنظومة المالية العالمية، بخاصة إذا ما تعلق الأمر بالبورصات المتقدمة الكفؤة، لما لها من ترابط وتشابك. لهذا ففي الظروف الطارئة، كالحروب مثلاً، قد تأخذ بعض البورصات منحى معيناً ليس بفعل الحرب وحدها بل بفعل تأثير بورصة أو بورصات قوية أخرى أيضاً، لها علاقة قوية معها وتقاسمها جملة من الخصائص.

وبناء على ذلك نرى أن دراسة آثار حرب الخليج الثالثة على البورصات العربية والعالمية لا يكون دقيقاً قبل التأكد من التأثير المتبادل بين البورصات في العالم، بخاصة البورصات الأمريكية، باعتبارها قاطرة النظام المالي العالمي. بعبارة أخرى: ما نصيب أثر العدوى في اضطراب البورصات العالمية والعربية خلال الفترة المدروسة؟

محاولة منا لحصر ذلك التأثير لجأنا إلى معامل التحديد، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، بين مختلف البورصات، مركزين على ترابط بورصات الدول المتقدمة للتشابك المعهود بينها، حتى دون حرب، بخاصة بعد إدخال تكنولوجيا المعلومات في التداول منذ مدة ليست بالقصيرة وغيره من الأسباب. كما استعملنا المتغير المبطأ DJ(-1) للفارق الزمني بين بورصات الولايات المتحدة وبقية البورصات العالمية، ولم نستعمله بطبيعة الحال فيما بين البورصات الأمريكية.

وتجب الإشارة هنا إلى أنه تم الحصول على معاملات التحديد بجعل مؤشرات البورصات الأربعة الرئيسية (DJ, NK, FT, CA) متغيرات مستقلة (I.V.) من جهة، ومؤشرات البورصات الأخرى التي شملتها العينة متغيرات تابعة (D.V.) من جهة ثانية. على اعتبار أنه عادة ما يكون مصدر العدوى من تلك البورصات الكبرى وينتشر إلى غيرها من بورصات العالم.

جدول (٤)
معاملات التحديد للبورصات العالمية خلال فترة الدراسة

PRE-WAR PERIOD U: %

I.V / D.V	DJ(-1)	NQ	NK	HS	ST	FT	CA	MS	BT	CS	AM	OM	SA	KU	DB
DJ(-1)	–	40،81	1،02	30،51	55،34	60،91	75،66	15،65	35،32	39،96	39،62	77،49	5،18	49،80	69،58
Nk	1،02	19،01	–	49،13	30،16	3،04	2،97	68،69	46،58	47،96	23،35	2،04	14،95	29،38	3،78
FT	60،91	10،46	3،04	22،78	39،86	–	90،83	6،54	11،04	7،89	46،49	38،37	40،65	13،21	34،28
CA	75،66	63،88	2،97	19،56	49،31	90،83	–	8،30	15،77	11،44	53،23	54،95	38،35	25،70	49،12

WAR PERIOD U: %

I.V / D.V	DJ(-1)	NQ	NK	HS	ST	FT	CA	MS	BT	CS	AM	OM	SA	KU	DB
DJ(-1)	-	66،52	14،60	52،49	17،15	20،37	23،22	39،64	30،24	0،46	3،65	0،03	1،77	1،54	24،30
Nk	14،60	2،40	–	59،48	39،71	2،57	2،22	0،70	5،10	24،67	17،21	4،73	43،30	33،44	0،13
FT	20،37	25،31	2،57	21،81	82،50	–	94،18	11،00	30،33	35،44	28،39	29،64	39،40	49،00	57،26
CA	23،22	31،83	2،22	51،85	90،00	94،18	–	9،82	31،67	28،14	24،07	14،21	30،63	42،77	44،30

POST-WAR PERIOD U: %

I.V / D.V	DJ(-1)	NQ	NK	FT	CA	SA	KU
DJ(-1)	–	89،62	8،18	10،32	39،58	12،14	44،40
Nk	81،00	33،01	–	20،90	5،84	52،06	11،00
FT	10،32	73،13	20،90	–	29،86	44،65	49،08
CA	39،58	26،04	5،84	29،86	–	30،38	31،29

المصدر: من حساب الباحث.

من الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:

- لم يكن لبورصة نيويورك تأثير كبير على بقية البورصات العالمية في الفترة التي سبقت الحرب، بما في ذلك بورصة نازداك نفسها، كما لم يكن لها تأثير يذكر على بورصة طوكيو، على الرغم من الروابط الشديدة التي عادة ما تميزهما في الظروف العادية، حيث أسهمت بـ ١,٠٢٪ فقط في تغيرها وقرابة ٩٩٪ من تأثير البورصات والعوامل الأخرى. لقد كان أعلى تأثير لها على بورصة باريس .(R^2 = 75.66 %) أما في أثناء الحرب فلم يظهر أي أثر للعدوى بالنسبة لجميع البورصات العالمية. انخفض تأثيرها أكثر بعد الحرب، إلا بالنسبة لنازداك، (انظر الجدول ٤).

- لم تؤثر بورصة طوكيو، هي الأخرى، على البورصات العالمية ولم تنتقل عدواها المتمثلة في الهبوط المستمر في أغلب فترات الدراسة، إلى بقية البورصات، اللهم إلا بعض التأثير المتوسط على جاراتها الآسيوية (حيث أسهمت في تغير بورصتي هونك كونك وسنغافورة بنسبتي ٥٩,٤٨٪ و٣٩,٧١٪ على التوالي في أثناء الحرب وبأقل من ذلك في الفترة السابقة لها)، وأظهرت نوعاً من الارتباط النسبي مع بورصة نيويورك في الفترة التي تلت الحرب.

- بورصتا لندن وباريس، وباستثناء ارتباطهما القوي وتأثيرهما المتبادل، لم يؤثرا كثيراً على بقية البورصات في جميع مراحل الدراسة، (انظر الجدول السابق). فمثلاً كان لبورصة لندن تأثير بسيط على كل من طوكيو والدار البيضاء والقاهرة والكويت بنسب ٣,٠٤٪، ٦,٥٤٪، ٧,٨٩٪ و١٣,٢١٪ على التوالي، وبنسب أعلى قليلاً من ذلك على بقية البورصات.

مما سبق يمكننا القول: إنه لم يسجل أي أثر واضح للعدوى لأية بورصة على بقية البورصات، بما في ذلك قاطرة البورصات العالمية، أي بورصة نيويورك، على الرغم من تسجيل بعض الترابط المتوسط هنا وهناك بين بعض البورصات التي شملتها الدراسة. وبذلك يمكن الحكم بأن أكبر تأثير على تلك

البورصات، بغض النظر عن اتجاهها، يعود بالدرجة الأولى إلى ظروف القلق وعدم التأكد التي جلبتها الحرب إلى الأسواق المالية العالمية.

لا نغادر موضوع العدوى وارتباط الأسواق دون التركيز، ولو في عجالة، على ترابط الأسواق المالية العربية فيما بينها ولو بتقسيمها جغرافياً إلى أسواق مغاربية، خليجية، وعربية أخرى. في هذا المجال أظهر تحليل المعطيات ارتباطاً قويا قبل الحرب بين:

- بورصتي الدار البيضاء وتونس وكان النموذج جيداً ومعبراً عن العلاقة الوثيقة بينهما.
- بورصتي مسقط ودبي وكان النموذج مقبولاً إلى حد ما.

ويوضح النموذجان التاليان ذلك:

OM	= -3.94 + 1.17 DB	
t	(-1.65)	$(14.27)^*$
	$R^2 = 94.87$	n = 13

MS	= -4163.88 + 10.18BT	
t	(-4.98)	$(8.74)^*$
	$R^2 = 87.41$	n = 13

من النموذجين السابقين[١] اتضح أن ٨٧,٤١٪ من أسباب تغير البورصة المغربية يعود إلى تغيرات البورصة التونسية، في حين تعود النسبة الباقية، أي ١٢,٥٩٪ إلى بورصات وعوامل أخرى، وهو ارتباط قوي نسبياً. كما اتضح أن ٩٤,٨٧٪ من أسباب تغير بورصة عُمان يعود إلى تأثير بورصة دبي، بينما تعود النسبة الباقية، أي ٥,٥٣٪ من ذلك إلى البورصات والعوامل الأخرى، وهو أيضا ارتباط قوي.

أما خلال الحرب فقد سُجل ارتباط قوي بين مسقط ودبي أيضاً، من جهة، والرياض والكويت من جهة أخرى، كما يعبر النموذج القادم عن ذلك. بينما لوحظ ارتباط متوسط بين بقية البورصات العربية الأخرى. أما بعد الحرب فقد لوحظ أن الارتباط قد قل نسبياً بين بورصتي الكويت والسعودية.

(*) تعبر الأرقام بين قوسين عن قيمة إحصائية .t

من النموذج السابق اتضح أن تغير بورصة السعودية خلال الحرب يعود إلى تأثير بورصة الكويت بنسبة ٨٧,٥١٪، في حين يعود ذلك إلى بقية البورصات والعوامل بنسبة ١٢,٤٩٪، مما يدل على ارتباطهما القوي نسبياً.

SA	= 297	+ 0.85 KU
t	(1.12)	$(9.5)^*$
$R^2 = 87.51\%$		n = 19

٤-٣- أثر المعلومات "الموازية":

تجرنا التحليلات السابقة إلى التساؤل التالي: إذا لم يكن هناك تأثير واضح لبعض البورصات العالمية القوية على بقية البورصات، فهل تأثرت جميع البورصات ببقية المعلومات التي وردت إلى السوق (عدا الحرب)، والتي جاء ذكر بعضها في الجانب المنهجي من هذا البحث؟ في هذا الصدد يمكن القول إن الأسواق تجاهلتها ولم تستجب لمعظمها وبقيت آثار الحرب هي المسيطرة على اتجاهاتها خلال فترات الدراسة الثلاث؛ إذ بمجرد عزل التغيرات الطفيفة الطارئة على المؤشرات عقب وصول تلك المعلومات لم يتأثر الاتجاه العام لها، مما يوحي بتجاهلها. جاءت هذه النتيجة مطابقة، إلى حد ما، لما توصل إليه بعض المحللين المختصين مثل (ب. ديسموند) الذي لاحظ تجاهل الأسواق للعديد من التقارير والمعلومات الاقتصادية والمالية لتركيزها بشكل أساسي على ما ستسفر عنه الحرب في الخليج[١].

(١) ٧ - ديسموند، ب.، تحليل الأسواق على الموقع: .(WWW.alraialaam.com)

خاتمة

توصلت الدراسة إلى أن البورصات العالمية والعربية قد تأثرت بحرب الخليج الثالثة عاكسة مواقف بلدانها واقتصاداتها، بصورة مستقلة، إلى حد ما، ومتجاهلة للعديد من المعلومات الأخرى؛ إذ عكست البورصات، وبخاصة الكفؤة منها، تداعيات الحرب على البلدان المعنية. جاء تطورها مستقلاً على مدى فترة البحث، أي قل عاملا العدوى والعولمة اللذان أصبحا يميزان الحياة المالية الحديثة في الظروف العادية. كما انشغلت بكيفية شبه كلية بمستجدات الحرب ولم تستجب للعديد من المعلومات "الموازية" الأخرى التي وردت إلى الأسواق خلال فترة الدراسة.

ملحق (١): تطور مؤشرات البورصات العربية والعالمية قبيل الحرب. الوحدة: نقطة THE-PRE-WAR PERIOD

Nº	Date	DJ	NQ	NK	HS	ST	FT	CA	MS	BT	CS	AM	OM	SA	KU	DB
1	03 - Mar	7837	na	8490	9268	1279	3684	2754	3228	728	554	165	30	2550	2648	29
2	04 - Mar	7704	na	8480	9181	1268	3625	2676	3216	725	na	na	30	2556	2639	29
3	05 - Mar	7775	na	8472	9109	1265	3563	2655	3216	721	561	165	31	2552	2674	30
4	06 - Mar	7673	na	8369	9163	1243	3555	2634	3202	719	559	164	32	2555	2674	30
5	07 - Mar	7740	na	8144	8642	1243	3430	2574	3196	721	na	na	31	na	na	30
6	10 - Mar	7568	na	8042	8941	1213	3436	2513	3160	719	538	163	32	2495	2667	31
7	11 - Mar	7524	na	7862	8859	1216	3452	2493	3139	721	538	164	31	2517	2675	30
8	12 - Mar	7552	na	7943	8874	1233	3287	2403	3104	717	536	164	31	2515	2695	29
9	13 - Mar	7821	na	7868	8787	1231	3486	2554	3080	713	534	163	32	2525	2695	30
10	14 - Mar	7859	na	8002	8956	1250	3720	2740	3066	711	na	na	30	na	na	29
11	17 - Mar	8048	1379	7871	8808	1233	3722	2831	3058	711	na	na	29	2586	2731	28
12	18 - Mar	8194	1400	7954	9041	1272	3747	2794	3052	708	506	165	27	2532	2759	26
13	19 - Mar	8265	1389	8051	9158	1285	3665	2838	3044	707	509	165	25	2525	2796	25

المصدر: مواقع البورصات على شبكة الإنترنت والقنوات التلفزيونية. **na = note available.**

ملحق (٢): تطور مؤشرات البورصات العربية والعالمية في أثناء الحرب. الوحدة: نقطة THE-WAR PERIOD

Nº	Date	DJ	NQ	NK	HS	ST	FT	CA	MS	BT	CS	AM	OM	SA	KU	DB
14	20 - Mar	8296	1406	8195	9215	1316	3765	2794	3038	713	529	167	24	2590	2796	23
15	21 - Mar	8521	1421	8300	9179	1332	3861	2890	3031	713	na	na	26	na	na	24
16	24 - Mar	8226	1371	8435	9108	1299	3743	2726	3030	713	546	168	25	2631	2796	23
17	25 - Mar	8280	1389	8235	9062	1311	3762	2795	3042	713	546	167	26	2654	2796	25
18	26 - Mar	8231	1387	8351	9047	1325	3793	2787	3057	730	548	168	25	2691	2796	24
19	27 - Mar	8202	1385	8368	8872	1313	3729	2723	3045	743	560	168	26	2706	2796	25
20	28 - Mar	8145	1369	8280	na	na	3708	2733	3051	743	na	na	27	na	na	26
21	31 - Mar	7993	1341	7972	8634	1267	3613	2618	na	na	563	170	26	2779	2873	25
22	01 - Apr	8077	1351	7986	8596	1282	3685	2629	na	na	571	169	25	2832	2900	25
23	02 - Apr	8285	1396	8069	na	na	3753	2737	na	na	582	168	24	2830	2937	na
24	03 - Apr	8240	1396	8017	na	na	3813	2838	na	na	587	169	25	2838	2937	23
25	04 - Apr	8277	1383	8017	8648	1302	3814	na	na	na	na	na	24	na	na	23
26	07 - Apr	8300	1389	8249	8960	1342	3935	2929	na	na	605	174	23	2975	3107	21
27	08 - Apr	8298	1382	8131	na	na	3868	2887	na	na	619	175	na	2955	3125	na
28	09 - Apr	8197	1356	8057	na	na	3861	2881	na	na	611	175	na	2931	3154	na
29	10 - Apr	8221	1365	7980	na	na	3803	2802	na	na	612	179	na	2915	3154	na
30	11 - Apr	8203	1398	7816	na	na	3806	2832	na	na	na	na	na	na	na	na
31	14 - Apr	8351	1384	7752	na	na	3849	2868	na	na	na	na	na	2951	3050	na
32	15 - Apr	8402	1391	7838	na	na	3917	2914	na	na	na	na	na	2974	3119	na

المصدر: مواقع البورصات على شبكة الإنترنت والقنوات التلفزيونية. na = note available.

ملحق (٣)
تطور بعض المؤشرات العالمية والعربية بعد الحرب
THE-POST-WAR PERIOD

الوحدة: نقطة

Nº	Date	DJ	NQ	NK	FT	CA	SA	KU
33	16 - Apr	8257	1394	7879	3855	2889	2999	3145
34	17 - Apr	8337	1425	7822	3889	2892	2998	3145
35	18 - Apr	8337	1425	7874	3855	2889	na	na
36	21 - Apr	8329	1424	7969	3889	2892	2999	3295
37	22 - Apr	8485	1451	7790	3917	2909	2987	3304
38	23 - Apr	8515	1466	7793	3966	2960	2992	3301
39	24 - Apr	8440	1457	7854	3899	2905	na	na
40	25 - Apr	8306	1434	7699	3870	2866	na	na
41	28 - Apr	8471	1462	7608	3940	2852	na	na
42	29 - Apr	8503	1471	7608	3927	2943	na	na
43	30 - Apr	8480	1464	7831	3926	2956	na	na

المصدر: مواقع البورصات على شبكة الإنترنت والقنوات التلفزيونية. na = note available.

المراجع

[١] انظر دراسة نظرية وتطبيقية حول كفاءة البورصة في: جبار، محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠٠١، مع دراسة ميدانية على مجمع رياض سطيف، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والاقتصادية والإدارية، العدد الأول ٢٠٠٤. (تحت الطبع).

[٢] جبار، محفوظ، مؤشرات البورصة: كيفية بنائها وتسييرها، سوق المال، العدد ١٠، جانفي/ جويلية ١٩٩٩.

[٣] Korajczyk, R.A., A Measure of Stock Market Integration, World Bank Conference, World Bank, February 1995.

[٤] Aglietta, M., & Brender, A., & Coudert, V., Globalisation Financière: LAventure Obligée, Economica, 1990.

[٥] El-Erian, M.A., & Kumar, M.S., Emerging Equity Markets in Middle eastern Countries, World Bank Conference, World Bank, February 1995.

[٦] Fama, E.F., & Fisher, L., Jensen, M.C., Roll, R., The Adjustment of Stock Prices to New Information, Inetrnational Economic Review, Vol. 10, Nº 1, February 1969.

[٧] جبار، محفوظ، العولمة المالية وآثارها على الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة باتنة، العدد ٧ ديسمبر ٢٠٠٢.

[٨] مواقع البورصات على شبكة الإنترنت.

[٩] مواقع: Al Shabaca.com و Alraialaam.com

[١٠] الفضائيات: الاقتصادية، الجزيرة، BBC WORLD.

[١١] لتغطية مختلف جوانب الموضوع في الإحصاء والاقتصاد القياسي ارجع –

على سبيل المثال– إلى:

- Wonnacott, T.H., & Wonnacott, R.J., Introductory Statistics for Business and Economics, 2 nd, ed., John Willy, 1977.

- Morse, L.B., Statistics for Business and Economics, HarperCollins, 1993.

[١٢] السامرائي، أحمد مفيد، اتجاهات الأسواق المالية بعد أسبوعين من الحرب، موقع: Alraialaam.com