



## النفط وسوق الأسهم السعودي

يعتمد اقتصاد المملكة بدرجة كبيرة على إنتاج النفط إلا أن العلاقة بين النفط وسوق الأسهم المحلي بصورة عامة ليست قوية بدرجة تعكس محورية صناعة النفط في الاقتصاد السعودي، ولا تتيح أي من الشركات المدرجة في سوق الأسهم مدخلاً مباشراً إلى صناعة النفط المحلية التي تهيمن عليها شركة أرامكو السعودية المملوكة للدولة بالكامل. يتكون سوق الأسهم السعودي من قطاعات مختلفة تتركز أوجه نشاط معظم الشركات المدرجة تحتها على الاقتصاد المحلي القوي بصورة أساسية. رغم ذلك، بإمكان المستثمرين الراغبين في الحصول على مدخل إلى قطاع النفط تحقيق ذلك من خلال الاستثمار في الشركات التي تتحرك أسعار أسهمها بموازاة أسعار النفط أو تلك التي تعمل في مجالات ترتبط بصناعة النفط.

يعتمد المدخل الأول إلى قطاع النفط على تحديد درجة الارتباط بين مؤشرات القطاعات وأسعار الشركات كمتغير تابع وبين أسعار النفط (غرب تكساس) كمتغير مستقل والذي لجأنا فيه إلى تحليل البيانات اليومية للسنوات الثلاث الماضية لكل من تلك المتغيرات. أما المدخل الثاني فيعتمد على تحديد تلك الشركات التي تتأثر أعمالها بدرجة كبيرة بالمشاريع التي تنفذها شركة أرامكو أو تلك التي تقوم بالتوريد المباشر لها. وقد اتضح لنا عقب تحليل معامل الارتباط أن الشركات التي سجلت أسعار أسهمها أعلى مستويات الارتباط بأسعار النفط لم تتضمن ولا شركة واحدة من مقاولي أو موردي شركة أرامكو.

بلغ معامل الارتباط بين مؤشر الأسهم السعودية "تاسي" وأسعار النفط خلال السنوات الثلاث الماضية حوالي  $0,68^1$  وهي درجة ليست قوية إذا أخذنا في الحسبان مدى تأثير الاقتصاد السعودي بأسعار النفط، بل أن الانحراف بين تاسي وأسعار النفط كان جلياً خلال الفترة الأخيرة. فعلى سبيل المثال، عندما سجل تاسي أقصى ارتفاع له عند مستوى 21,000 نقطة في فبراير 2006 لم يتجاوز سعر خام غرب تكساس حينها 60 دولاراً للبرميل، وفي الوقت الذي بلغ سعر خام غرب تكساس ذروته في يوليو 2008 ولا مس مستوى 150 دولاراً للبرميل هبط تاسي إلى 9,500 نقطة، وقد قفز سعر خام غرب تكساس بأكثر من 50 بالمائة منذ نهاية أغسطس بينما لم يتجاوز الارتفاع في المؤشر 10 بالمائة خلال نفس الفترة.

هناك قطاعان فقط لديهما علاقة قوية بأسعار النفط تفوق علاقتها بمؤشر "تاسي" هما البتروكيماويات والاستثمار الصناعي، حيث ترتبط أسعار منتجات البتروكيماويات بعلاقة وطيدة مع أسعار النفط. وبما أن لدى شركات البتروكيماويات ميزة الحصول على الغاز الطبيعي وهو اللقيم الرئيسي لتلك المنتجات بأسعار ثابتة فإن أي تغير في سعر النفط يؤدي إلى تغير في هامش الأرباح التي تحققها شركات البتروكيماويات السعودية. أما بالنسبة لشركات الاستثمار الصناعي، فإن العلاقة المنطقية بأسعار النفط أقل مباشرة رغم قوة درجة الارتباط. وسوف تشرح شركة التعدين العربية "معادن" أكبر شركات القطاع في إنتاج الفوسفات هذا العام وهو سمد تتأثر أسعاره بأسعار النفط. ويعني حصولها على اللقيم بسعر ثابت أن قدرتها التنافسية على التصدير تتحسن عند مقارنتها بالشركات التي تتأثر بارتفاع أو انخفاض تكلفة اللقيم الذي تستخدمه تبعاً لأسعار النفط.

<sup>1</sup> يقاس معامل الارتباط بدرجة العلاقة بين متغيرين وتتراوح قوة الارتباط في نطاق محدد بين 1 و -1، بحيث أن معامل الارتباط الذي يعادل 1 يعني أن هناك علاقة طردية قوية بين المتغيرين؛ أي أن حركة المتغير التابع تأتي في نفس قوة واتجاه المتغير المستقل. أما معامل الارتباط الذي يعادل -1 فيعني أن العلاقة بين المتغيرين عكسية أي أن حركة المتغير التابع تأتي في عكس اتجاه حركة المتغير المستقل. ويعني معامل الارتباط الذي يعادل صفرًا انعدام العلاقة بين حركة المتغيرين.

### أسعار النفط ومؤشر "تاسي"



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

قاسم عبد الكريم  
الرئيس المشارك

gabdulkarim@jadwa.com

أو:

بول غامبل  
رئيس الدراسات والأبحاث

pgamble@jadwa.com

و:

براد بورلاند، CFA  
رئيس الدائرة الاقتصادية والأبحاث  
jadwaresearch@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 1 279-1111

الفاكس +966 1 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com



**ارتباط قطاعات السوق مع سعر النفط**  
(معامل الارتباط لفترة ثلاث سنوات حتى نهاية أبريل)

الارتباط	القطاع
0,89	البتر وكيمياويات
0,85	الاستثمار الصناعي
0,69	الطاقة
<b>0,68</b>	تاسي
0,65	التجزئة
0,53	الزراعة والصناعات الغذائية
0,52	الأسمنت
0,27	المصارف
0,13	الاتصالات
-0,15	الاستثمار المتعدد
-0,18	التأمين
-0,28	الفنادق
-0,35	النقل
-0,51	التشييد والبناء
-0,61	التطوير العقاري
-0,68	النشر والإعلام



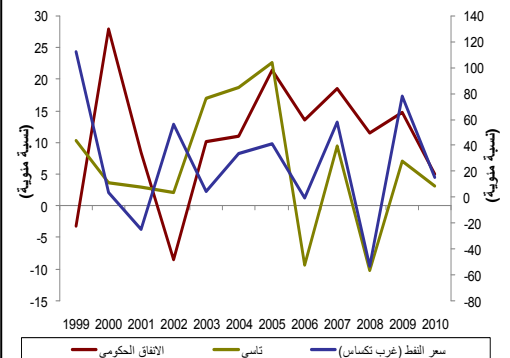
**الشركات المدرجة الأعلى ارتباطاً بسعر النفط**  
(معامل الارتباط لفترة ثلاث سنوات حتى نهاية أبريل)

معامل الارتباط	القطاع	الشركة
0,91	البتر وكيمياويات	تصنيع
0,88	الاستثمار الصناعي	معادن
0,87	البتر وكيمياويات	سابك
0,86	البتر وكيمياويات	ينساب
0,85	البتر وكيمياويات	سافكو
0,84	الزراعة	جازان للتنمية
0,81	التجزئة	العثيم
0,81	البتر وكيمياويات	الشركة الوطنية للبتر وكيمياويات
0,78	الأسمنت	أسمنت اليمامة
0,78	التأمين	التعاونية للتأمين
0,78	الاستثمار الصناعي	الشركة السعودية للصناعات الدوائية

يتضمن الجدول أعلاه 11 شركة تتعدى قوة ارتباطها بأسعار النفط 0,75 درجة، ننتمي خمسة منها إلى قطاع البتر وكيمياويات. أما بالنسبة لمعظم الشركات الأخرى فإن العلاقة غير مباشرة. في بعض الحالات قد تكون العلاقة مجرد مصادفة بحتة، لكن بالنسبة لمعظم الشركات أعلاه فإن العلاقة تأتي على الأرجح نتيجة لأحد العاملين التاليين:

- بما أن إيرادات النفط تشكل نحو 90 بالمائة من دخل الدولة، فإن التغير في سعر النفط ربما يؤدي إلى تغير في الإنفاق الحكومي والذي ينسحب تأثيره على موردي الحكومة ومنسوبيها. فعلى سبيل المثال، إذا ارتفعت أسعار النفط فمن المرجح أن يزداد الإنفاق الحكومي ومن ثم يستفيد موردي المستلزمات والخدمات إلى الحكومة. كذلك يشجع ارتفاع الإيرادات النفطية الحكومة على زيادة مرتبات موظفي القطاع العام وأعداد العاملين فيه، ما يؤدي إلى زيادة دخل الكثير من المستهلكين وبالتالي تعزيز أداء الشركات المنتمية لقطاع التجزئة والقطاعات المرتبطة به.

**التغير في الإنفاق الحكومي وتاسي وسعر النفط**





- التغيير في أسعار النفط يؤثر على ميزة تكلفة الإنتاج المنخفضة التي تتمتع بها الشركات المحلية التي تستفيد من الأسعار المنخفضة للطاقة الكهربائية وثباتها مقارنة بالشركات المنافسة لها خارج المملكة. ويعني ثبات أسعار الطاقة أن الشركات المحلية التي تعمل في مجالات تستهلك معدلات عالية من الكهرباء لا تتأثر بتذبذبات أسعار النفط، عكس الحال بالنسبة للدول التي تتغير فيها أسعار الطاقة تبعاً لأسعار النفط (ضعفت هذه العلاقة بالنسبة للغاز الطبيعي في الآونة الأخيرة)، لذا فإن ارتفاع أسعار النفط يزيد من تكلفة الإنتاج مقارنة بالشركات السعودية والعكس صحيح.

هناك شركتان هما السعودية للطباعة والتغليف والبنك السعودي الهولندي لهما علاقة ارتباط سلبية مع سعر النفط تتعدى 0,75 درجة، ما يعني أن أسعار أسهم هاتين الشركتين تتحرك في الاتجاه المعاكس لأسعار النفط، لكن لا يوجد سبب واضح يبرر هذه العلاقة السلبية مع أي من الشركتين.

وعلى الرغم من أن بعض القطاعات وبعض الشركات في سوق الأسهم السعودي تتيج مدخلاً معقولاً لصناعة النفط بالنسبة للمستثمرين الراغبين، إلا أن شراء أسهم في شركات النفط العالمية يعتبر وسيلة أكثر جاذبية لتحقيق هذا الهدف. ويوضح الجدول أدناه أن معدلات السعر للعائد (مكرر الربحية) لشركات النفط العالمية الرئيسية أرخص من معدلات السعر للعائد في شركة سابك أو مؤشر قطاع البتروكيماويات أو مؤشر قطاع الاستثمار الصناعي في سوق الأسهم السعودي "ناسد". وينطبق هذا الأمر على كافة شركات النفط المدرجة في أسواق الأسهم الأمريكية أو الأوروبية كشركة أكسون موبيل وشركة النفط البريطانية وشركة شيفرون وكذلك تلك المدرجة في الأسواق الناشئة كشركة بتروبراس البرازيلية وشركة لوك أويل الروسية.

#### مقارنة بين قيم بعض القطاعات والشركات

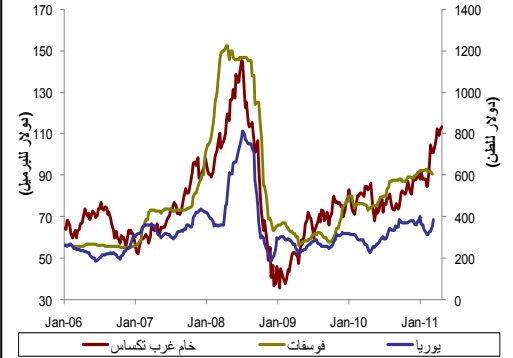
معدل السعر للعائد	الدولة	الشركة أو القطاع
29,9	المملكة العربية السعودية	الاستثمار الصناعي
14,2	المملكة العربية السعودية	البتروكيماويات
13,6	المملكة العربية السعودية	سابك
11,8	الولايات المتحدة	أكسون موبيل
11,6	الولايات المتحدة	كونوكو فيليبس
11,4	الصين	بتروشائنا
10,1	الولايات المتحدة	شيفرون
9,6	المملكة المتحدة	شل
7,8	فرنسا	توتال
6,8	البرازيل	بتروبراس
6,1	روسيا	لوك أويل

وجدير بالملاحظة أن الموردين والمقاولين الرئيسيين لشركة أرامكو ليسوا ضمن الشركات التي لأسعار أسهمها علاقة قوية مع أسعار النفط، بل أن جميع تلك الشركات تنضوي تحت قطاع التشييد والبناء الذي يرتبط بعلاقة سلبية مع أسعار النفط. ويبدو أن هذه العلاقة السلبية تعود إلى حقيقة أن عائدات تلك الشركات تتأثر بحجم الأموال التي تنفقها شركة أرامكو والتي تتأثر بدورها بدرجة كبيرة بمشاريع التوسعة أكثر من تأثرها بأسعار النفط. وعلى الرغم من أن هناك علاقة مؤكدة بين الاثنين (الإنفاق وأسعار النفط) على المدى الطويل، لكننا لا نعتقد أن لتذبذبات أسعار النفط على المدى القصير تأثير كبير على حجم الإنفاق في أرامكو. ونعتقد أن الشركات أدناه تندرج ضمن الشركات التي تنتج للمستثمرين مدخلاً غير مباشر لقطاع النفط.

- **البابطين:** تقدم حلول هندسية لصناعة النفط والغاز من خلال وحدة مختصة في صناعة تشكيلات الصلب.

- **الخضري:** مختصة في مجال الإنشاءات في مجالات النفط والغاز والمياه والصرف والأعمال الكهربائية وصناعة الصلب الثقيل.

#### سعر النفط وأسعار الأسمدة





- أمياتيت: مختصة في تصنيع أنظمة وتقنيات الأنابيب.
- العربية للأنابيب: تنتج أنابيب الصلب المكسية الملحمة التي تستخدم في صناعة النفط والغاز، بما فيها خطوط الأنابيب التي تنقل النفط عبر مسافات طويلة وأعمال الصب الخاصة بآبار النفط والغاز.
- الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة: تنتج الكابلات المستخدمة في مصافي النفط ومصانع البتروكيماويات.
- مجموعة محمد المعجل: تقدّم خدمات تشمل تركيب وصيانة معدات النفط والغاز على اليابسة والمنصات البحرية، كما تقدم الدعم والإسناد لآليات الحفر ومنصات الإنتاج الخاصة بالتنقيب في المياه.
- البحر الأحمر للإسكان: تصنيع المباني الجاهزة المستخدمة في مواقع التنقيب عن النفط والغاز وأعمال التعدين والتشييد.
- السعودية لأنابيب الصلب: تعمل في مجال تصنيع أنابيب الصلب الملحمة التي تستخدم في نقل النفط والغاز.
- الزامل: تنشط في أعمال تصميم وهندسة وتصنيع وتجميع المستودعات الحديدية لعمالها ومن ضمنهم أرامكو.

## إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح إطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للاستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويترز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخالق ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إدعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو إكمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لإتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.