

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR UNIVERSITY-ANNABA-

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار – عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي
- دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الشعبة

اقتصاد، تنمية ومالية

للطالبة

دحماني نور الهدى

مدير أطروحة التخرج: د. حمداوي الطاوس أستاذ محاضر أ. جامعة باجي مختار عنابة

أمام أعضاء اللجنة

أ.د. ربحان الشريف	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة باجي مختار	عنابة
د. حمداوي الطاوس	أستاذ محاضر أ	مقررا	جامعة باجي مختار	عنابة
أ.د. جاوحدو رضا	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة باجي مختار	عنابة
د. بن رجم محمد خميسي	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة محمد الشريف مساعدي سوق أهراس	
د. زرزاز العياشي	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة 20 أوت 1955	سكيكدة

السنة الجامعية: 2014 / 2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



جامعة باجي مختار - عنابة -
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
التخصص: اقتصاد، تنمية و مالية

تصريح

أصرح بصفتي صاحبة الدراسة الموسومة بـ:

سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي

- دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

بأنها تحت مسؤوليتي الخاصة وأنها غير مقدمة لمؤسسات علمية أخرى لنيل شهادة أكاديمية.

دحماني نور الهدى

الإمضاء

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، ومن ثم تحديد العلاقة السببية بينهما في بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر خلال الفترة (1999-2012) باستخدام اختبار غرانجر للسببية، نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي. وخلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية يلعب دورا استراتيجيا ومهما في تفعيل النمو الاقتصادي، ذلك أنه يساهم في توفير السيولة اللازمة لتمويل المشاريع ويعمل على تعبئة المدخرات والموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية. مما يؤدي إلى رفع كفاءة تخصيص الموارد، تسريع تراكم رأس المال المادي والبشري وتعزيز خطى التقدم التقني. كما خلصت الدراسة أيضا إلى وجود اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في العينة المدروسة من الاقتصادات الناشئة، بينما لا توجد علاقة سببية بين هذين المتغيرين في الجزائر.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، أسواق الأوراق المالية الناشئة، بورصة الجزائر.

Résumé

Cette étude vise à démontrer le rôle du marché des valeurs mobilières dans la croissance économique. Grâce à l'utilisation du test de causalité de Granger, ainsi que du modèle de correction d'erreurs et du modèle vectoriel autorégressif, elle met en valeur la relation causale entre le marché des valeurs mobilières et la croissance économique dans certaines économies émergentes et en Algérie, pour la période (1999-2012).

L'étude a montré que le marché des valeurs mobilières joue un rôle stratégique et important dans la relance de la croissance économique. Ce marché contribue à assurer les liquidités nécessaires pour le financement des projets. Il permet, en outre, la mobilisation de l'épargne et des ressources financières ainsi que leurs orientations vers les investissements les plus productifs. Il en résulte un accroissement de l'efficacité de l'allocation des ressources, une accélération de l'accumulation du capital matériel et humain, ainsi que la promotion du progrès technique.

L'étude a révélé clairement l'existence d'une différence dans la direction de la relation causale entre le marché des valeurs mobilières et la croissance économique dans l'échantillon étudié des économies émergentes, mais cette relation n'est cependant pas vérifiée pour le cas de l'Algérie.

Mots-clés: le marché des valeurs mobilières, la croissance économique, les marchés des valeurs mobilières émergentes, la bourse d'Alger.

Abstract

This study aims to demonstrate the role of stock market in economic growth. Through the use of Granger's test causality, the error correction model and the vector auto regression model, it highlights the causal relationship between stock market and economic growth for some emerging economies and Algeria, for the period (1999-2012).

The study concluded that the stock market plays a strategic and an important role in boosting economic growth. This market helps to ensure the necessary liquidity to fund projects. It also allows the mobilization of savings and financial resources in the direction of most productive investments. It results to promoting a more efficient allocation of resources, accelerating the accumulation of physical and human capital, as well as promoting technical progress.

The study clearly shows that there is a difference in the direction of the causal relationship between stock market and economic growth in the sample studied of emerging economies. But this relationship is not verified for the case of Algeria.

Keywords: stock market, economic growth, emerging stock market, the Algiers stock exchange.

الإهداء

إلى من كآله الله بالهبة والوقار... إلى من علمني العطاء بدون انتظار... إلى من

أحمل اسمه بكل افتخار... والذي العزيز أطل الله في عمره

إلى الينبوع الذي لا يمل العطاء... إلى نبع الحنان وهبة الرحمان... والدتي الغالية

أطل الله في عمرها

إلى من أرى التفاؤل بعينهما... إلى قناديل أسرتي... أختاي رحمة و أمانتي

إلى من ساندني وأزرنني في دربي... زوجي بلال

أهدي ثمرة جهدي هذا.....

الشكر

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني على إتمام هذا العمل

اعترافاً بالفضل والجميل أتوجه بخالص الشكر وعميق التقدير والامتنان إلى الأستاذة

الدكتورة حمداوي الطاوس التي منحتني شرف الإشراف على هذه الرسالة، التي لم تبخل

علي بإرشاداتها ونصائحها وتوجيهاتها السديدة، فجزاها الله عني كل خير

ثم أتقدم بشكري وتقديري إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين وافقوا على مناقشة وإثراء

هذا العمل

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى جميع أساتذة جامعة باجي مختار -عنابة-

وإلى كل من مد لي يد العون في بحثي هذا من قريب أو بعيد

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	تطور متوسط معدل الرسملة السوقية للشركات المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)	171
2	تطور عدد الشركات المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)	172
3	تطور قيمة التداول لأسواق الأسهم المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)	174
4	تطور متوسط معدل الدوران لأسهم الشركات المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)	176
5	تطور متوسط درجة التمرکز لأكبر عشر شركات مدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)	177
6	تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (1999-2012)	268
7	تطور متوسط عدد الشركات المدرجة لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (1999-2012)	269
8	تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (1999-2012)	270
9	تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (1999-2012)	271
10	عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)	289
11	تطور معدل رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)	289
12	تطور معدلقيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)	291
13	تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)	293
14	نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF)	309
15	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك	311
16	نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين $MCRGDP_C$ و $SMVRGDP_C$	313
17	نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين $SMVRGDP_C$ و $MCRGDP_C$	313

314	نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين $TRGDP_C$ &	18
314	نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين $MCRGDP_{GR}$ &	19
315	نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين $SMVRGDP_{GR}$ &	20
315	نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين $TRGDP_{GR}$ &	21
316	نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين GDP_C & MCR	22
317	نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين $SMVRGDP_C$ &	23
317	نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين $TRGDP_C$ &	24
318	نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين GDP_{GR} & MCR	25
318	نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين $SMVRGDP_{GR}$ &	26
319	نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين $TRGDP_{GR}$ &	27
320	ملخص نتائج اختبار السببية وفق منهجية غرانجر	28
321	طبيعة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على مستوى الاقتصادات محل الدراسة	29

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
269	تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (1999-2012)	1
271	تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (1999-2012)	2
272	تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (1999-2012)	3
290	تطور معدل رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)	4
292	تطور معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)	5
293	تطور معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)	6

قائمة المختصرات

المختصر	معنى المختصر	الترجمة
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
GNP	Gross National Product per capita	الناتج القومي الفردي
IFC	International Finance Corporation	مؤسسة التمويل الدولية
IFCI	International Finance Corporation Investable	مؤسسة التمويل الدولية للاستثمار
IFCG	International Finance Corporation Global	مؤسسة التمويل الدولية الشامل
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Operations de Bourse	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs	شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
ISIS	International Securities Identification number	المعيار الدولي للأوراق المالية
MCO	Les moindres carrés ordinaires	طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية
VIF	Variance Inflation Factor	معامل تضخم التباين
DW	Durbin-Watson statistic	إحصائية درين-واتسون
AC	Autocorrelation Function	دالة الارتباط الذاتي
DF	Dickey-Fuller test	اختبار ديكي-فولر
ADF	Augmented Dickey-Fuller test	اختبار ديكي-فولر الموسع
PP	Philips-Perron test	اختبار فيليب-بيرون
ECM	Error correction model	نموذج تصحيح الخطأ
VAR	Vector auto regression model	نموذج متجه الانحدار الذاتي
MCR	Stock market capitalization Ratio	معدل رسملة السوق
SMVR	Stock Market Volatility Ratio	معدل قيمة التداول

معدل الدوران	Turnover Ratio	TR
نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي	Gross Domestic Product per capita	GDP_C
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	Gross Domestic Product growth rate	GDP_{GR}

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
348	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2012-1999)	1
349	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في إندونيسيا خلال الفترة (2012-1999)	2
350	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في كوريا الجنوبية خلال الفترة (2012-1999)	3
351	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الصين خلال الفترة (2012-1999)	4
352	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الهند خلال الفترة (2012-1999)	5
353	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في سنغفورة خلال الفترة (2012-1999)	6
354	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تايلاند خلال الفترة (2012-1999)	7
355	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في هونغ كونغ خلال الفترة (2012-1999)	8
356	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأرجنتين خلال الفترة (2012-1999)	9
357	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تشيلي خلال الفترة (2012-1999)	10
358	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في البرازيل خلال الفترة (2012-1999)	11
359	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المكسيك خلال الفترة (2012-1999)	12
360	مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2012-1999)	13

جدول المواد

المحتويات	الصفحة
التصريح.....	أ.....
ملخص باللغة العربية.....	ب.....
ملخص باللغة الفرنسية.....	ج.....
ملخص باللغة الانجليزية.....	د.....
الإهداء.....	ه.....
الشكر.....	و.....
قائمة الجداول.....	ز.....
قائمة الأشكال.....	ط.....
قائمة المختصرات.....	ي.....
قائمة الملاحق.....	ل.....
جدول المواد.....	م.....
المقدمة.....	1.....
الفصل الأول: سوق الأوراق المالية.....	13.....
تمهيد.....	14.....
المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالي.....	15.....
المطلب الأول: خلفية عن السوق المالي.....	15.....
1- تعريف السوق المالي.....	15.....
2- أهمية السوق المالي.....	17.....
3- شروط تكوين السوق المالي.....	17.....
4- أشكال أداء السوق المالي.....	19.....
المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.....	20.....
1- تعريف سوق الأوراق المالية.....	20.....
2- تقسيمات سوق الأوراق المالية.....	21.....

23.....	3- المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية.....
26.....	المطلب الثالث: قواعد التعامل في سوق الأوراق المالية.....
26.....	1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية.....
27.....	2- المتعاملون في سوق الأوراق المالية.....
28.....	3- قيد الأوراق المالية.....
29.....	4- الأوامر.....
31.....	5- طرق تسعير الأوراق المالية.....
33.....	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
33.....	المطلب الأول: الأسهم.....
33.....	1- تعريف الأسهم وخصائصها.....
34.....	2- أنواع الأسهم.....
43.....	المطلب الثاني: السندات.....
43.....	1- تعريف السندات وخصائصها.....
46.....	2- أنواع السندات.....
48.....	3- اتجاهات حديثة في شأن السندات.....
49.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية.....
49.....	1- تعريف المشتقات المالية.....
49.....	2- خصائص المشتقات المالية.....
50.....	3- أنواع المشتقات المالية.....
60.....	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
61.....	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية.....
61.....	1- مفهوم وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.....
64.....	2- مقومات كفاءة سوق الأوراق المالية.....
65.....	3- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.....
67.....	4- كفاءة سوق الأوراق المالية وتأثير السيولة.....
72.....	5- علاقة المعلومات المالية بكفاءة سوق الأوراق المالية.....

77	المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.....
77	1- الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
78	2- الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
78	3- الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
79	المطلب الثالث: أثر تطبيق حوكمة الشركات على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.....
79	1- مفهوم وخصائص حوكمة الشركات.....
81	2- أهمية وأهداف حوكمة الشركات.....
83	3- مبادئ حوكمة الشركات.....
88	4- محددات حوكمة الشركات.....
89	5- دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.....
92	خلاصة الفصل.....
93	الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماجه.....
94	تمهيد.....
95	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للنمو الاقتصادي.....
95	المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي.....
95	1- تعريف النمو الاقتصادي.....
98	2- ماهية التنمية الاقتصادية.....
110	المطلب الثاني: أهمية وخصائص النمو الاقتصادي.....
110	1- أهمية النمو الاقتصادي.....
112	2- خصائص النمو الاقتصادي.....
113	المطلب الثالث: أساسيات حول النمو الاقتصادي.....
113	1- أنواع النمو الاقتصادي.....
113	2- قياس النمو الاقتصادي.....
116	3- محددات النمو الاقتصادي.....
122	المبحث الثاني: نماذج النمو الاقتصادي ما قبل "سولو".....
122	المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي.....

- 1- مفهوم " آدم سميث " 122
- 2- مفهوم "دفيد ريكاردو "..... 124
- 3- مفهوم " توماس روبرت مالتس"..... 126
- 4- مفهوم " ألفريد مارشال " و"كوستاف كاسل "..... 126
- 5- نظرية النمو الكلاسيكية للنمو الاقتصادي..... 128
- 6- نقد النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي..... 129
- المطلب الثاني: النمو الاقتصادي عند "شومبيتر" و"كينز"..... 130
- 1- نظرية شومبيتر للنمو الاقتصادي..... 130
- 2- النمو الاقتصادي لدى الكينزيين 133
- المطلب الثالث: نموذج " هارود-دومار"..... 133
- 1- نموذج هارود..... 134
- 2- نموذج دومار..... 136
- 3- نموذج هارود-دومار..... 137
- 4- الانتقادات الموجهة للنموذج..... 139
- المبحث الثالث: النظرية النيوكلاسيكية والحديثة للنمو الاقتصادي..... 139
- المطلب الأول: نموذج " سولو " ونموذج " رامسي " للنمو الاقتصادي..... 140
- 1- نموذج سولو..... 141
- 2- نموذج رامسي 145
- المطلب الثاني: النماذج الخطية للنمو الاقتصادي..... 147
- 1- نموذج "واسيليبوننتيف"..... 147
- 2- نموذج " فون نيومن"..... 150
- 3- نموذج " نيومان-موريشيما"..... 151
- المطلب الثالث: النظرية الحديثة للنمو الاقتصادي..... 152
- 1- نموذج النمو من الداخل ذات الوفورات الخارجية..... 153
- 2- نموذج "رومر" عام 1990..... 157
- 3- نموذج النمو الداخلي لقطاع واحد "AK"..... 159

160	4- نظرية مراحل النمو لـ " والت روستو".....
162	5-نظرية الدفعه القوية.....
165	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض
166	أهم أسس الاقتصاد القياسي
167	تمهيد
168	المبحث الأول: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي
168	المطلب الأول: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية
170	1- مؤشرات حجم السوق
173	2- مؤشرات السيولة.....
177	3- مؤشرات درجة التركيز
178	4- مؤشر درجة التذبذب (عدم الاستقرار).....
179	5- مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية
180	6- مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول الرأسمالية.....
182	المطلب الثاني: أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
182	1- العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.....
188	2- دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.....
197	المبحث الثاني: مدخل في الاقتصاد القياسي
197	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاقتصاد القياسي
197	1- تعريف الاقتصاد القياسي وأهدافه.....
199	2- منهج البحث في الاقتصاد القياسي
202	المطلب الثاني: النماذج الانحدارية الخطية
202	1- نموذج الانحدار الخطي البسيط
207	2- نموذج الانحدار الخطي المتعدد
210	المطلب الثالث: مشاكل القياس الاقتصادي
210	1- مشكلة التعدد أو الازدواج الخطي.....

215	2- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء
217	3- مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء
222	المبحث الثالث: تحليل السلاسل الزمنية
222	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول السلاسل الزمنية
222	1- تعريف السلسلة الزمنية
223	2- مركبات السلسلة الزمنية وطرق الكشف عنها
227	3- الخصائص الإحصائية لصفة استقرار السلسلة الزمنية
237	المطلب الثاني: التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ
237	1- التكامل المشترك
243	2- نموذج تصحيح الخطأ
245	3- نموذج متجه الانحدار الذاتي
246	المطلب الثالث: اختبارات السببية
246	1- تعريف السببية
247	2- اختبارات السببية
250	خلاصة الفصل
	الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض
251	الاقتصادات الناشئة والجزائر
252	تمهيد
253	المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة
253	المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، تصنيفاتها ومراحل تطورها
253	1- تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة
255	2- تصنيف أسواق الأوراق المالية الناشئة
257	3- مراحل تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة
259	المطلب الثاني: محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، خصائصها ومؤشرات أدائها
259	1- محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة
262	2- خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة

268	3- مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة
272	المطلب الثالث: تأثير العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة
272	1- العولمة المالية
282	2- تأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة
283	المبحث الثاني: واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر
284	المطلب الأول: الإطار التشريعي والتنظيمي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة
284	1- نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة
286	2- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة
288	3- الوسطاء في بورصة الجزائر للقيم المنقولة
288	المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة
288	1- مؤشرات حجم السوق
291	2- مؤشرات سيولة السوق
294	المطلب الثالث: العراقيل التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة وسبل تفعيلها
294	1- عراقيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة
299	2- سبل تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة
	المبحث الثالث: الدراسة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق
306	على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر
307	المطلب الأول: المنهجية المتبعة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية
307	1- معطيات الدراسة والمنهجية المتبعة
308	2- اختبار استقرار السلاسل الزمنية
310	3- اختبار التكامل المشترك
312	المطلب الثاني: اختبار السببية
313	1- اختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ (ECM)
316	2- اختبار غرانجر للسببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)
322	خلاصة الفصل
323	الخاتمة

328.....	المراجع
347.....	الملاحق

المقدمة

1- مدخل الدراسة

يحتل القطاع المالي أهمية بالغة في معظم دول العالم، ومؤشراته تعتبر انعكاسا للحالة الاقتصادية. وفي ظل استمرارية الاقتصاد الرأسمالي وتزايد الاتجاه نحو العولمة، ازدادت أهمية سوق الأوراق المالية الذي يعتبر من أهم ركائز القطاع المالي وأصبح يشكل أداة أساسية تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي. ولقد نجح سوق الأوراق المالية في إثبات دوره الفعال في النشاط الاقتصادي وخاصة في البلدان التي وفرت عوامل نجاحه، وبعبارة أخرى كلما كان السوق المالي فعال، كلما كان أكثر قدرة على تحقيق وظائفه الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي.

تبنى الاقتصاديون في دراساتهم وجهات نظر مختلفة حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بصفة عامة، وبين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بصفة خاصة. وقد أدى هذا الجدل الواسع إلى ظهور ثلاث مناهج تناولت هذا الموضوع، حيث يرى بعض الاقتصاديين أنصار المنهج الأول أمثال Zervos. S ،Levine. R،Spelman. L. J، أن سوق الأوراق المالية هو المؤدي إلى النمو الاقتصادي، حيث يساهم في زيادة معدلاته من خلال وظيفتين أساسيتين، اقتصادية وتمويلية، إذ يعتبر من أهم الوسائل التي تساهم في المواءمة بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي، حيث يعطي لهذه الأخيرة إمكانية التمويل المناسب لتحقيق استثماراتها، وفي نفس الوقت يتيح الفرصة للوحدات ذات الفائض المالي لاستثمار هذا الفائض في مختلف الأدوات الاستثمارية بحسب ثنائية العائد والخطر وسلوك المستثمر أمام الخطر.

كما يمثل هذا السوق أداة مهمة لحشد المدخرات وتوجيهها للاستثمارات الأكثر إنتاجية، ويمكن من جذب الاستثمارات الأجنبية وهذا بإتباع طرق شتى أهمها منح العوائد المرتفعة والمغرية، بالتالي يؤثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة وزيادة حجمها. فضلا عن ذلك هناك عدة قنوات أخرى يمكن أن يؤثر فيها سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، منها تجميع المعلومات عن الاستثمارات ونشرها مما يحسن من كفاءة توزيع الموارد على البدائل الاستثمارية، إحكام الرقابة على إدارة الشركات وعلى الاستثمارات، كذلك التحوط ضد التقلبات السعرية وعمليات المضاربة من خلال توفير المعلومات اللازمة حول المؤسسات المدرجة والتزامها بقواعد الإفصاح والشفافية.

وظهرت آراء أخرى لاقتصاديين، أبرزهم Lucas.Jr، ترى أن سوق الأوراق المالية له دور محدود أو بالأحرى سلبي على النمو الاقتصادي أحيانا، فبالرغم من أن سوق الأوراق المالية يساهم في تحفيز النمو الاقتصادي، في الوقت نفسه يعتبر عدم الاستقرار المالي والتذبذب المؤدي إلى الأزمات المالية من مثبطات النشاط الاقتصادي ومعوقات النمو الاقتصادي.

في حين يرى عدد آخر من الاقتصاديين أنصار المنهج الثاني، أمثال Robinson.J، أن النمو الاقتصادي هو المؤدي لتطور سوق الأوراق المالية، على اعتبار أن المعدلات العالية للنمو الاقتصادي تخلق طلبا على العديد من الخدمات والأدوات المالية التي تتطلب تطويرا لسوق الأوراق المالية كأحد أسس القطاع المالي.

أما بالنسبة للاقتصاديين أنصار المنهج الثالث، أبرزهم Patrick. H، يرون أن هناك علاقة تبادلية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث أن هذا الأخير يعمل على تنمية نظام الوساطة المالية، وتأسيس نظام مالي كفاء يسمح بنمو اقتصادي أسرع من خلال تحسين كفاءة توزيع رأس المال وبالتالي ارتفاع الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، الذي يمكن له أن يمارس تأثيرا خارجيا على القطاع المالي وبالتحديد سوق الأوراق المالية. بالتالي بالرغم من آراء بعض الاقتصاديين المشككين في دور سوق الأوراق المالية، لا يمكن القول إلا أنه يلعب دورا هاما كأحد أسس وركائز النظام المالي في تحريك عجلة النمو الاقتصادي.

والجدير بالذكر أن سوق الأوراق المالية هو سوق يندرج تحت مسمى سوق رأس المال، وهو ينقسم إلى أسواق منظمة تعرف بالبورصات وأخرى غير منظمة وتعرف بالأسواق الموازية. وسوف يتركز محور اهتمامنا في هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية وبالتحديد السوق المنظم أو البورصة. ونظرا للدور الهام الذي يقوم به سوق الأوراق المالية، اهتمت الاقتصادات الناشئة على غرار باقي الاقتصادات المتقدمة بإنشاء وتطوير أسواق أوراقها المالية. وبسبب الاندماج الإيجابي لأسواق الأوراق المالية الناشئة في المنظومة المالية العالمية سمح لبلدانها بالاستفادة من المدخرات المالية الضخمة، وتحسين مستوى أدائها، ومنه بمساهمة فعالة في النمو الاقتصادي ومن ثم في النشاط الاقتصادي.

كذلك الجزائر وفي إطار الإصلاح الهيكلي لاقتصادها ورغبة في الارتقاء بالأداء والمستوى الاقتصادي إلى مراتب أعلى، وإدراكا لأهمية الدور الذي يؤديه سوق الأوراق المالية خاصة في تعبئة

المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، قامت بإنشاء سوق للأوراق المالية، إلا أنه وعلى غرار باقي أسواق الدول النامية يواجه العديد من العراقيل حالت دون وصوله إلى تحقيق مستويات الأداء المنشودة وتحقيق الأهداف المرجوة منه.

ودعما لما سبق ذكره، تم القيام بدراسة قياسية لمعرفة طبيعة العلاقة السببية واتجاهها بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة وعلى الجزائر خلال الفترة (1999-2012)، وذلك من خلال دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل والعلاقة السببية اعتمادا على منهجية غرانجر للسببية المبنية على نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي.

2- إشكالية الدراسة

نظرا لاستمرارية الجدل حول طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، فإنه لازالت هناك حاجة إلى دراسة العلاقة السببية بينهما.

وبالتالي وفقا لما سبق يمكن إبراز إشكالية الموضوع من خلال طرح السؤال الرئيسي التالي:

"ما هو دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي؟ وما هي طبيعة العلاقة السببية بينهما واتجاهها وذلك بالتطبيق على بعض الاقتصادات الناشئة وعلى الجزائر خلال الفترة (1999-2012)؟"

ويتفرع عن هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو الدور الذي يقوم به سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي؟
2. ما هو واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال تقييم أدائها؟
3. ما هو واقع أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة؟
4. ما هي المعوقات التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة؟ وما هي سبل تفعيلها؟
5. هل توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الاقتصادات الناشئة محل الدراسة خلال الفترة (1999-2012)؟ وما هو اتجاهها؟
6. هل توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1999-2012)؟ وما هو اتجاهها؟

3- فرضيات الدراسة

إجابة على السؤال الرئيسي تمت صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: يساهم سوق الأوراق المالية من خلال وظائفه الاقتصادية والتمويلية في تحريك عجلة النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته.

الفرضية الثانية: أسواق الأوراق المالية الناشئة أسواق ذات مستويات أداء جد عالية.

الفرضية الثالثة: تتسم بورصة الجزائر للقيم المنقولة بصغر الحجم وقلة السيولة.

الفرضية الرابعة: يعتبر المناخ الاقتصادي ككل وحل العراقيل من أهم آليات تفعيل بورصة الجزائر.

الفرضية الخامسة: توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في كل اقتصاد من الاقتصادات الناشئة المختارة.

الفرضية السادسة: توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر.

4- أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- إجراء مسح مرجعي لسوق الأوراق المالية بشكل عام من خلال التعرف على مفهومه، الأدوات المالية المتداولة على مستواه وكفاءته.
- التطرق إلى الإطار النظري للنمو الاقتصادي وأهم نماذجه.
- التعرف على مكانة سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته.
- التطرق إلى واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة وتطور أدائه خلال الفترة (1999-2012).
- التطرق إلى واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة وتطور أدائها خلال الفترة (1999-2012).
- التعرف إلى أهم العراقيل التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة، وسبل تفعيلها حتى تؤدي الدور المنوط بها في النشاط الاقتصادي.
- القياس التجريبي لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل وتحديد اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر خلال الفترة (1999-2012).

5- أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من أنها منسجمة مع الاهتمام الواسع بموضوع سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي، كذلك تظهر أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة من جهة وعلى واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة من جهة أخرى. وتزداد أهمية هذه الدراسة، من خلال دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل واتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر، وذلك خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2012.

6- حدود الدراسة

تقتصر الدراسة على دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل واتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية (البورصة) ممثلا بمعدل رسملة السوق، معدل قيمة التداول ومعدل الدوران، والنمو الاقتصادي ممثلا بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. تمثلت الحدود الزمنية للدراسة في اقتصارها على الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2012. أما الحدود المكانية فاقترنت على الجزائر وعلى عينة من الاقتصادات الناشئة المتمثلة في اثني عشر (12) اقتصاد، وهي على التوالي: ماليزيا، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، الصين، الهند، سنغفورة، تايلندا، هونغ كونغ، الأرجنتين، الشيلي، البرازيل، المكسيك.

7- منهج الدراسة

تحقيقا لأهداف الدراسة وحتى تتم الإجابة على الإشكالية الرئيسية وأسئلتها الفرعية واختبار مدى صحة الفرضيات الموضوعية، اقتضى الأمر استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال عرض الإطار النظري لكل من سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وخلفية العلاقة بينهما. كما تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة عند عرض واقع أداء كل من أسواق الأوراق المالية الناشئة وبورصة الجزائر للقيم المنقولة. وتم الاعتماد على منهج التحليل الكمي عند القيام بالدراسة القياسية لدراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل واختبار العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1999-2012).

8- الدراسات السابقة

فيما يلي بعض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي:

أ. دراسة **Atje Raymond & Boyan Jovanovic** عام 1993 بعنوان:

"Stock Market and Development"

هدفت الدراسة إلى اختبار فرضية أن سوق الأسهم له تأثير إيجابي على الأداء الاقتصادي في 40 دولة مختارة خلال الفترة (1980-1988)، وتوصلت الدراسة إلى أن سوق الأسهم وبالتحديد قيمة التداولات تؤثر تأثيرا كبيرا في النمو الاقتصادي.

ب. دراسة **Ross Levine** عام 1996 بعنوان:

"Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda"

هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1972-1993) في عينة تضم 38 دولة، وبالتحديد دراسة تأثير سيولة سوق الأوراق المالية على معدلات النم ومقاسة بمتوسط دخل الفرد. وقد خلصت الدراسة إلى أن سيولة سوق الأوراق المالية لها دور ايجابي وتساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، حيث أن الدول التي تتمتع بسيولة عالية قد حققت معدلات نمو أسرع من الدول التي لديها أسواق أوراق مالية غير سائلة.

ج. دراسة **Ross Levine & Sara Zervos** عام 1998 بعنوان:

"Stock Market Development, Banks, and Economic Growth"

هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين تنمية أسواق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وذلك باستخدام بيانات سلسلة زمنية مقطعية تشمل 41 دولة في الفترة (1976-1993). وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة طردية بين تنمية سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي طويل الأجل.

د. دراسة **Chee Keong Choong, et al.** عام 2001 بعنوان:

"Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Stock Market Perspective"

أجريت هذه الدراسة على الاقتصاد الماليزي خلال الفترة (1978-2001)، استخدمت الدراسة أسلوب الاختبار الارتباطي المبني على نموذج الانحدار التلقائي لتوزيع الفترات المؤجلة، ذلك بهدف قياس العلاقة التكاملية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي طويل الأجل وتحديد اتجاه العلاقة

السببية. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن التنمية المالية تسبب النمو الاقتصادي على المدى القصير والطويل، حيث أن تسريع معدلات التطوير والتنمية المالية يؤدي إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي.

هـ. دراسة **Guglielmo Maria Caporal, et al.** عام 2004 بعنوان:

"Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage"

هدفت الدراسة إلى اختبار فرضية وجود علاقة سببية بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1977-1998) في عينة تضم 7 دول معظمها من الدول النامية. من خلال استخدام أسلوب (ARDL) واختبار السببية لغرانجر القائم على أسلوب تصحيح الخطأ. وتوصلت الدراسة إلى أن وجود سوق نشط للأوراق المالية يؤثر إيجابياً على النمو الاقتصادي طويل الأجل، وفعلاً أن التطور المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي.

و. دراسة **سامي مباركي** عام 2004 بعنوان:

"فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس -"

هدفت هذه الدراسة إلى فهم آلية عمل الأسواق المالية وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية، كذلك توضيح مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصادات الدول المغاربية: الجزائر، المغرب وتونس، مع الوقوف على النقائص التي جعلت أسواق هذه الدول لم تتبوأ المكانة اللائقة بها. وقد توصلت الدراسة إلى أنه على مستوى الثلاث دول تتميز أسواقها المالية بصغر حجمها، تدني رسمتها وحركة تداول الأوراق المالية، في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة. وإلى أنه بالرغم من وجود المراسيم التشريعية والتنظيمية في دول الدراسة إلى حد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بتكامل بين البورصات الثلاثة، أو على الأقل بين بورصتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر.

ز. دراسة **صالح السحبياني** عام 2007 بعنوان:

"سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقات الارتباط والسببية"

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة علاقات الارتباط والسببية بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في السعودية من خلال تحليل السلاسل الزمنية لاختبار مستوى العلاقة خلال الفترة (1975-2006). إذ تم تطبيق اختبار التكامل المشترك واختبار السببية لغرانجر على بيانات الناتج المحلي الإجمالي وتلك التي تعكس نمو سوق الأسهم السعودي. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة سببية بين إجمالي

الناجح المحلي والقيمة السوقية للأسهم المدرجة، في حين وجدت علاقة متجهة من قيمة الأسهم المتداولة نحو إجمالي الناتج المحلي.

ح. دراسة مفيد ذنون يونس ومثنى عبد الرزاق الدباغ عام 2008 بعنوان:

"الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، حيث تم دمج بيانات السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية لعينة من الدول النامية خلال المدة (1988-2002)، تم تطبيق اختبار السببية لجرانجر ومتجه الانحدار الذاتي (VAR) للوصول إلى العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي. وتم التوصل إلى أن هناك علاقة سببية ثنائية وعلاقة قوية بين أسواق الأسهم المالية والنمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المتوسط والمرتفع، ولم تظهر هذه العلاقة في الدول ذات التطور المالي المنخفض. وأكدت نتائج اختبار الانحدار الذاتي كذلك النتيجة السابقة نفسها.

ط. دراسة دينا أحمد عمر عام 2009 بعنوان:

"أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي"

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي من خلال القياس التجريبي لتأثير العوامل المتحركة في سوق الأوراق المالية (معدل سعر الفائدة، السيولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، معدل الائتمان الداخلي إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، على ثلاثة مؤشرات للنمو الاقتصادي (حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الادخار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، وذلك لإحدى عشرة دولة عربية خلال الفترة (1980-2004). وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن العلاقة ضعيفة بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية بناء على معطيات يتسم بها الاقتصاد العربي واعتبارات أخرى ذات علاقة بالنظام المالي.

ي. دراسة فاطمة الزهراء بن شعيب عام (2010-2011) بعنوان:

"دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية"-

هدفت الدراسة إلى التعرف على مكانة البورصة ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي، ومعرفة ما إذا كان للبورصة أثر في حدوث الأزمات المالية خصوصاً الأزمة المالية العالمية الحالية. وما يمكن أن تسببه في عرقلة النمو الاقتصادي، والتعرف على كيفية دور الأسواق المالية لدى دول المجلس الخليجي في النمو الاقتصادي. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الأسواق المالية مقاسة بحجم السوق ومستوى السيولة والنمو الاقتصادي. وأنه في حالة الأسواق المالية الخليجية تم ملاحظة أنها تساهم في النمو الاقتصادي بصورة ضعيفة من خلال تدني مستويات أدائها.

9- هيكل الدراسة

من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول كما يلي:

❖ **الفصل الأول بعنوان "سوق الأوراق المالية"** تم فيه التعرض إلى ثلاثة مباحث مضمونها ما يلي:

➤ **المبحث الأول** تم التعرض فيه إلى:

- لمحة عن السوق المالي بصفة عامة؛

- ماهية سوق الأوراق المالية من خلال تعريفه، تقسيماته والمتطلبات الأساسية لإقامته، وكذلك

قواعد التعامل فيه من نظام التشغيل، المتعاملون وطريقة قيد الأوراق المالية؛

- الأوامر وطرق تسعير الأوراق المالية.

➤ **المبحث الثاني** تم فيه التطرق إلى الأدوات المالية المتداولة على مستوى سوق الأوراق

المالية من أسهم، سندات ومشتقات مالية.

➤ **المبحث الثالث** تم فيه التطرق إلى:

- كفاءة سوق الأوراق المالية، مفهوماً، أنواعها ومتطلباتها، تأثير السيولة والمعلومات المالية

عليها؛

- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية الضعيفة، المتوسطة والقوية؛

- أثر تطبيق حوكمة الشركات على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

❖ الفصل الثاني بعنوان "الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه" تم من خلاله التعرض إلى ثلاثة مباحث مضمونها ما يلي:

➤ المبحث الأول تم التعرض فيه إلى الإطار المفاهيمي للنمو الاقتصادي من خلال التطرق إلى مفهومه، أهميته، خصائصه ومحدداته.

➤ المبحث الثاني تم التطرق فيه إلى نماذج النمو الاقتصادي ما قبل سولو: النظرية الكلاسيكية، نظرية النمو لشومبيتر وكينز، نموذج هارود-دومار.

➤ المبحث الثالث تم فيه التعرض إلى:

- النظرية النيوكلاسيكية بالتحديد نموذج سولو ونموذج رامسي؛

- بعض النماذج الخطية بالتحديد نموذج واسيلي ليونتييف، نموذج فون نيومان ونموذج نيومان-موريشيما؛

- النظرية الحديثة للنمو الاقتصادي، بالتحديد نموذج رومر، نموذج لوكاس، نموذج النمو الداخلي لقطاع واحد AK، نظرية مراحل النمو لروستو ونظرية الدفع القوية.

❖ الفصل الثالث بعنوان "الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع

عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي" تم من خلاله التعرض إلى ثلاثة مباحث مضمونها ما يلي:

➤ المبحث الأول تم فيه التطرق إلى دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، من خلال التعرض إلى مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، وأثر تطوره على النمو الاقتصادي.

➤ المبحث الثاني تم فيه التطرق إلى مفاهيم عامة حول الاقتصاد القياسي، النماذج الانحدارية

الخطية وإلى المشاكل التي يتم التعرض إليها عند استخدام هذه النماذج وطرق معالجتها.

➤ المبحث الثالث تم فيه التطرق إلى:

- مفاهيم عامة حول السلاسل الزمنية، مركباتها واختبارات الكشف عنها، الخصائص الإحصائية لصفة استقرارها؛

- التكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي؛

- مفهوم السببية واختباراتها.

❖ الفصل الرابع بعنوان "الدراسة القياسية لأثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر-" تم من خلاله التعرض إلى ثلاثة مباحث تضمنت ما يلي:

➤ **المبحث الأول** تم فيه التعرض إلى:

- تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، تصنيفاتها ومراحل تطورها؛
- محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، خصائصها ومؤشرات أدائها؛
- تأثير العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة.

➤ **المبحث الثاني** من خلاله تم التطرق إلى:

- الإطار التشريعي والتنظيمي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة؛
- تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال مؤشرات الحجم والسيولة؛
- العراقيل التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة وسبل تفعيلها.

➤ **المبحث الثالث** تم فيه التطرق للعلاقة القياسية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي،

وذلك بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر خلال الفترة (1999-2012). في بادئ الأمر تم توضيح المنهجية المتبعة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية، ثم معرفة ما إذا يوجد تكامل مشترك بين هذه السلاسل لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل، وفي الأخير تطبيق اختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي.

الفصل الأول:

سوق الأوراق المالية

تمهيد

تزايد في الآونة الأخيرة اهتمام العالم بأسواق الأوراق المالية وذلك راجع لعدة أسباب، أهمها عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة للقيام بمشاريعها التنموية، بالإضافة إلى عدم قدرة الأفراد على توفير المبالغ الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية الكبيرة التي تحتاج إلى رؤوس أموال، هذا ما أدى إلى البحث عن إيجاد وسائل جديدة لتمويل احتياجات الدول التنموية وبما يرجع على المستثمرين الأفراد بأرباح أكبر. حيث كانت الدولة تعتمد على إيراداتها السيادية متمثلة بالضرائب وفائض القطاع العام والاقتراض من أجل تمويل متطلبات التنمية الأساسية فيها، كما كان المستثمرون يعتمدون على مدخراتهم وعلى القروض لتمويل مشاريعهم الاستثمارية.

وبهدف الحصول على بعض الحلول والطرق لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية بالنسبة للدول وحصول المستثمرين على أكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة، أخذت فكرة أسواق الأوراق المالية تحتل مركزا حيويا في معظم دول العالم، خاصة في ظل الأنظمة الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال، ويتم ذلك من خلال الاستثمارات في الأوراق المالية التي تمثل حق ملكية كما هو الحال بالنسبة لامتلاك الأسهم أو حقوق دين هذه الأوراق.

وسوف يتم من خلال هذا الفصل التطرق إلى:

- موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالي؛
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالي

تحتل سوق الأوراق المالية موقعا واضحا ومهما ضمن خريطة السوق المالي، لذا سيتم التطرق

في هذا المبحث إلى:

- خلفية عن السوق المالي؛
- ماهية سوق الأوراق المالية؛
- قواعد التعامل في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: خلفية عن السوق المالي

يعد قيام النشاط الاقتصادي وتوسعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وفي مقدمتها عنصر رأس المال، لذلك فإن الحاجة إلى التمويل يقف ورائها نشوء وتطور الأسواق المالية.

1- تعريف السوق المالي

ينطبق مفهوم السوق على الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع من حيث كونه موقع لالتقاء تيار الطلب ممثلا بوحدة العجز المالي وتيار العرض ممثلا بوحدة الفائض المالي، ويهدف الالتقاء للوصول إلى تحديد سعر توازني للأموال يحقق تعادل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة منها.⁽¹⁾

فالسوق المالي موقع تمارس فيه المؤسسات المالية نشاطها من خلال تكيف التوازن بين وحدات الفائض ووحدات العجز. حيث يتكون السوق المالي من شقين أساسيين هما: أسواق النقد، أسواق رأس المال.

1-1- السوق النقدي

هو الشق الأول للسوق المالي، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة الأوراق عن سنة غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من

(1) محمود محمد الداغر، (2007): الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات-، دار الشروق: عمان، الأردن، ص 35.

الخسائر على الإطلاق وذلك لضمان عملية السداد. ومن أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق نجد أدوات الخزينة، وأوراق تجارية، ودائع قابلة للتداول، القبولات المصرفية.⁽¹⁾

ويتميز السوق النقدي عن غيره من الأسواق المالية بجملة من الخصائص:⁽²⁾

- ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق، وتلعب البنوك التجارية اللاعب الرئيسي في السوق؛
- الأموال التي يوفرها السوق قصيرة الأجل في الغالب الأعم، أي ذات استحقاق سنة فأقل ودوريا؛

- يوفر السوق أدوات وبمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية في بعض منها لا سيما أدوات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى؛

- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية أي بإمكان تسهيلها بسرعة وبمرونة عالية؛

- أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض.

1-2- سوق رأس المال

يعرف سوق رأس المال على أنه " سوق متخصص في الاستثمارات بعيدة الأجل والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة ويتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات، سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح إقليمية ".⁽³⁾
ويعرف أيضا أنه " السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال".
ويتكون هذا السوق من شكلين هما:⁽⁴⁾

✓ **الأسواق الحاضرة:** هي أسواق تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص وجلال العبد، (2006): الأسواق المالية، أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص ص 31-32.

(2) أرشد فؤاد التميمي، (2010): الأسواق المالية - إطار في التنظيم و تقييم الأدوات-، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 61.

(3) هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر: عمان، الأردن، ص 68.

(4) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص وجلال العبد، المرجع سبق ذكره، ص 31.

✓ **الأسواق الآجلة:** يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق. والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

يتميز سوق رأس المال بكبر حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمشاركين في السوق، وتشكل الأسهم والسندات الأدوات الأكثر شيوعا في هذا السوق. أهمية سوق رأس المال تتجلى من خلال إضفاء صفة العمق والاتساع للأدوات المصدرة في السوق، هذا الجانب يوفر عنصر المرونة النسبية لها. ويرتبط ذلك من خلال كفاءة وفاعلية تنظيم هذه الأسواق من جانب، وقدرتها على توفير صفة الاستمرارية للسعر، وفرص التمويل لمختلف القطاعات من جانب آخر.

2- أهمية السوق المالي

تأتي أهمية الأسواق المالية من الدور الرئيسي الذي تلعبه في الموازنة بين وحدات الفائض وإحداث العجز أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال أو الموارد. كما تساعد في جذب رؤوس أموال أجنبية وفي تمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية بطرح أسهم وسندات المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب بها. كذلك تعتبر وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي يعاني منها الكثير من القطاعات والمستثمرين المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان متوسط وطويل الأجل، بالإضافة إلى أنها تلعب دورا هاما في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مما له أثرا هاما في تنمية ثروتهم.⁽¹⁾

3- شروط تكوين السوق المالي⁽²⁾

- **زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة:** ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد كما تقوم بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة وتعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية

(1) جميل سالم الزيدانين، (1999): أساسيات الجهاز المالي، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 11.

(2) جمال جويدان الجميل، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 21-23.

والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي. لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية في داخل الدولة.

- **تحويل المدخرات إلى استثمارات:** يعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات إلى استثمارات، ذلك لأن هذا السوق يعد بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس المال لمؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروض تتمثل في السندات.

- **إنشاء بورصات للأوراق المالية:** تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدولة ذات الحرية الاقتصادية أو التي تتمتع باقتصاد مختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن.

- **ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق المشتركة:** ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما شجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة، يتم الاكتتاب فيها من قبل مواطني جميع الدول الأعضاء ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في بورصات الأوراق المالية لتلك الدول كما هو معمول به في السوق المالي الأوروبي، ويتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية لتمثل هذه الشركات يتم استخدامها في جميع الدول الأعضاء.

- **الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها:** إن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله، وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جيدة وجدية، ويتطلب ذلك حذف البيانات غير الصحيحة إذا كان هناك ضرورة لذلك، وبواسطة هذه الإعلانات يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها الاقتصادية.

- **وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد:** وتعتبر هذه النقطة من أهم طرق جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، وإلى جانب الاستقرار السياسي فيجب على الدولة المضيفة أن توفر

للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال الأجنبي المستثمر أيضا عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

4- أشكال أداء السوق المالي

يتأثر السوق المالي بمؤسساته المختلفة وأدواته المتباينة بالتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، كونه صلة الربط بين مختلف الوحدات الممثلة للاقتصاد الوطني، وسواء كانت طريقة التمويل في السوق المالي معقدة أو بسيطة فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار والمستعدين للإقراض باتجاه الراغبين بالإقراض للاستثمار، لذلك تأخذ عملية التمويل في السوق المالي الأشكال الثلاثة التالية:⁽¹⁾

❖ **التمويل المباشر:** يجري التعامل مباشرة ما بين المقرضين والمقترضين دون وساطة لطرف آخر، إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصدار أصول مالية مباشرة (أسهم، سندات، وثائق أخرى) لصالح المقرض. وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية لأنها تنتقل من صاحب الالتزام إلى صاحب الحق.

❖ **التمويل شبه المباشر:** إذ ينشأ هذا النوع من خلال بروز بعض الوحدات (طبيعية ومعنوية) لممارسة دور السماسرة والتجار للأصول المالية، والذين يؤثرون بشكل واضح في عملية النقاء أصحاب الفائض بأصحاب العجز وتشكيل السوق المالي. حيث يتميز سوق التمويل شبه المباشر عن سوق التمويل المباشر في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض تكلفة المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطالبين على حد سواء، كذلك تساعد هذه الطريقة في تقليل أثر عدم التطابق بين رغبات وحدات العجز وإمكانية وحدات الفائض، فضلا عن دور الوسيط في استيعاب الأعداد المتناثرة من المدخرين.

❖ **التمويل غير المباشر:** حفز قيد التمويل المباشر وشبه المباشر نشوء التمويل غير المباشر، ويعد البروز الواضح للمؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل للسوق المالي، وقد يتجاوز دور الوساطة الموقع المحلي باتجاه دور وساطة عالمي، ويشمل مؤسسات اقتصادية مثل شركات التأمين، الائتمان، شركات التمويل، المصارف التجارية...إلخ.

⁽¹⁾ مصطفى يوسف كافي، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر: دمشق، سوريا، ص ص 66-69.

كما تساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن ما بين وحدات الفائض ووحدات العجز يتجاوز مجرد الوسيط، بل إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز .

وتشمل الأصول غير المباشرة أوراق تمويل مثل الصكوك، حسابات الادخار، سياسات التأمين والضمان وحصص الصناديق المشتركة وغيرها. وإن ما يميز هذه الأصول درجة سيولتها المرتفعة وقدرة حائزها على تداولها.

المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

نحاول من خلال هذا المطلب مناقشة المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية من حيث تعريفه، تقسيماته وما هي المتطلبات الأساسية لإقامته.

1- تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية، نذكر منها:

التعريف الأول: يعرف سوق الأوراق المالية على أنه " سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، فهو المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بهذه الأوراق في إطار منظم وإجراءات عمل محددة تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الدولة. ويشرف على النشاط في هذه الأسواق مجلس منتخب من أعضاء السوق مهمته تنظيم عملية تداول الأوراق المالية لضمان الشفافية والمصادقية للمستثمرين وتقادي الغش والخداع. كما يسمح بمقابلة العرض والطلب على رؤوس الأموال، الطلب ممثلا بالشركات من أجل تمويل استثماراتها والحكومات لتغطية العجز العام، أما العرض فيتكون أساسا من قطاع العائلات، لأن استثمار مدخراتهم يمكنهم من الحصول على عوائد مستقبلية " (1).

التعريف الثاني: يعرف سوق الأوراق المالية بأنه " المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع وتختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية. كما أنه يعتبر المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها " (2).

(1) Bernard Jacquilat, Bruno Solnique, (2002): Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques, 4^{ème} édition, édition Dunod: Paris, France, p 5.

(2) محمد الصيرفي، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر، ص 35.

التعريف الثالث: يعرف هذا السوق على أنه " نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".⁽¹⁾ ولكن مع نمو شبكات وسائل الاتصال، قلت أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

وعليه من خلال هذه التعريفات يمكن الخروج بالاستنتاج التالي:

سوق الأوراق المالية مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق.

2- تقسيمات سوق الأوراق المالية

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى ما يلي:

2-1- السوق الأولي

يعرف أيضا بسوق الإصدار أو الاكتتاب، حيث تكون فيه علاقة البيع والشراء بين المستثمرين والمصدرين مباشرة، وعادة ما تحمل الأوراق المالية حتى نهاية مدتها ثم ترد إلى مصدرها للحصول على قيمتها الاسمية. ويأخذ التعامل في السوق الأولي إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات، ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقا لاتفاقات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدينين (بالنسبة للقروض)، وبين الشركاء (بالنسبة للمساهمة في رؤوس الأموال). وقد يتم وفقا لاتفاقات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار السندات (في حالة القروض) أو طرح الأسهم للاكتتاب (في حالة المساهمة في رؤوس الأموال).⁽²⁾

ويقوم سوق الإصدار بدوره من خلال الشكلين التاليين:⁽³⁾

✓ الأسلوب غير المباشر، حيث تقوم مؤسسة مالية متخصصة بالإصدار لحساب منشأة الأعمال أو جهة عامة، وتدعى هذه المؤسسة المنشئة للسوق الأولي بـ: بنكير الاستثمار أو المتعهد، وهي مؤسسات مالية كبيرة تقدم المشورة للمؤسسات، فضلا عن المشاركة في الإصدار، محققة بذلك

(1) عصام حسين، (2008): أسواق الأوراق المالية، البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 44.

(2) محمد يوسف ياسين، (2004): البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية: بيروت، لبنان، ص 11.

(3) محمود محمد الداغر، المرجع سبق ذكره، ص ص 239-240.

نمط التمويل الحديث (غير المباشر)، ولا بد من الإشارة إلى أن المتعهدين قد يمارسون الوساطة في الأوراق المالية و/أو كونهم مصرفاً تعبيراً عن التوجهات المعاصرة نحو المؤسسات المالية الوسيطة الشمولية.

✓ الأسلوب المباشر، حيث تقوم جهة الإصدار بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لأوراقها لتسويق إصدارها، وقد يأخذ الشكل المباشر طريقة المزيدة خاصة بالنسبة للأوراق المالية الحكومية.

2-2-2- السوق الثانوي

يعرف أيضاً بسوق التداول، وهو " السوق الذي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها. بعبارة أخرى فإن هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات القائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولي يستمد فعاليته من السوق الثانوي".⁽¹⁾ وينقسم هذا السوق بدوره إلى قسمين: أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

2-2-2-1- الأسواق المنظمة

يتم التعامل فيها بأسهم الشركات المدرجة أي التي تم إدراج أسهمها في السوق المالي، وتتميز هذه الأسواق بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بها، كما أنها تدار بواسطة مجلس إدارة يتابع أعمال السوق.⁽²⁾

وتحتضن معظم دول العالم سوق للأوراق المالية المنظمة أو أكثر مثل سوق نيويورك للأوراق المالية حيث يتم فيه التداول لثلث حجم الأسهم المتداولة بكافة الأسواق المنظمة، أما بورصة أمريكا فيتم التعامل فيها على 30% من حجم الأسهم المتداولة بالأسواق المنظمة، بورصة طوكيو، بورصة لندن، سوق عمان للأوراق المالية وسوق الإسكندرية للأوراق المالية.

2-2-2-2- الأسواق غير المنظمة

يطلق اصطلاح السوق غير المنظم على المعاملات التي تتم خارج سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه السوق الموازي الذي تتولاه بيوت السمسرة، والتي يعتبر كل منها سوق مستقل بنفسه دون وجود مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات متطورة، التي تربط بين

(1) حسين بني هاني، (2002): الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 16.

(2) زياد رمضان، (1998): مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 25.

السماسة والتجار والمستثمرين، لذا عادة ما ينظر إلى الأسواق غير المنظمة على اعتبار أنها طرق لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات، ويتحدد سعر الورقة في هذا السوق بالتفاوض.⁽¹⁾

وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى:

- **السوق الثالث:** هو جزء من السوق غير المنظم، بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج السوق المنظم، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم. وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظم، بينما أعضاء السوق المنظم ليس لهم حق بتنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيه.⁽²⁾

- **السوق الرابع:** يتم التعامل في السوق الرابع مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات السمسرة في الأوراق المالية، بهدف تخفيض النفقات وخاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل من خلال شبكة اتصال إلكترونية حيث يمكن عن طريقها معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.⁽³⁾

3- المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية

إن إقامة سوق الأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذا السوق، وأهم هذه المتطلبات نذكر ما يلي:⁽⁴⁾

❖ **توفير مناخ استثماري ملائم:** يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، وهذا يعني أنه يشمل مجمل الأوضاع والظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية في البيئة الاستثمارية، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة وعامل التنظيم، فمن خلالهما سيكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذا السوق.

(1) منير إبراهيم هندي، (2008): أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص ص 36-37.

(2) مصطفى يوسف كافي، المرجع سبق ذكره، ص 81.

(3) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2005): أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 40.

(4) مصطفى يوسف كافي، المرجع سبق ذكره، ص ص 31-32.

إن الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية، وكذلك توافر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة والفاعلية، كل ذلك يسهم بدوره في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا عما توفره من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية.

كما أن النظام القانوني ومدى وضوحه واتساقه والتشريعات المنظمة لعمل السوق يؤدي إلى دور مهم في توفير المناخ الملائم للاستثمار، وتقضي الإشارة إلى أن الامتيازات والإعفاءات التي تمنحها القوانين غير كافية إذا لم يوجد مناخ استثماري ملائم.

❖ **الوعي الادخاري والاستثماري:** إن المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الجمهور، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلية وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

❖ **كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية:** من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق للأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجيال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل في انخفاض المخاطر وتعري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهاره.

❖ **توفر المؤسسات المالية الوسيطة:** تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية، ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة، بيوت السمسرة، شركات التأمين، صناديق المعاشات والضمان الاجتماعي، صناديق الاستثمار، شركات التمويل والاستثمار.

❖ **هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:** يتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية (حكومية) تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية.....

السوق الأولي والثانوي، كذلك الترخيص وتأهيل الكوادر، الأفراد والعاملين في السوق. بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

❖ **الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الروح لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالي ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذا السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

إن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية أي أنه قد سنت له القوانين التي تلزم الشركات بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة كل سنة من حيث ميزانياتها، حساب الأرباح والخسائر وتقارير مجالس الإدارة ومراقبي الحسابات وإظهار مراكزها المالية. إذ يؤدي ذلك إلى تعميق ثقة الجمهور بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، وغالبا ما تتم عمليات الإفصاح بواسطة النشرات نفسها والتي يمكن أن تكون يومية أو أسبوعية أو شهرية أو عبر وسائل الإعلام المختلفة.

❖ **نظام فعال للاتصالات:** إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقا لآخر تطورات الثورة الاتصالية من أجهزة هاتف، فاكس، حاسوب وانترنت وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، ويمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلا عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمي والدولي، بالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

المطلب الثالث: قواعد التعامل في سوق الأوراق المالية

تمثل قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية، ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة، إضافة إلى مساهمتها في رفع كفاءة السوق. وعليه سوف نتناول نظام تشغيل سوق الأوراق المالية، المتعاملون في سوق الأوراق المالية، قيد الأوراق المالية وفي الأخير الأوامر.

1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

إن مكونات نظام التشغيل لسوق الأوراق المالية يتكون من صالة التداول والوسطاء وطريقة التداول والهيئة المشرفة على السوق:

❖ **صالة التداول:** هي المكان المخصص للتداول وهناك أكثر من بديل في هذا المجال، وهما نظام الصالة الواحدة للتداول ونظام التداول باستخدام الحسابات الالكترونية، والوحدات الطرفية، ويتميز نظام القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول.⁽¹⁾

❖ **الوسطاء:** هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويحظر على هؤلاء الوسطاء القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، وقد يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، ويحصل الوسيط على أوامر البيع والشراء من العملاء عن طريق التليفون أو الفاكس.⁽²⁾

ويتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوامر المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء من خلال إحدى الطريقتين التاليتين:⁽³⁾

✓ **طريقة المفاوضة:** في ظل هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

(1) مصطفى يوسف كافي، المرجع سبق ذكره، ص 94.

(2) المرجع نفسه، ص ص 94-95.

(3) أحمد سعد عبد اللطيف، (1998): بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 30.

✓ طريقة المزيدة: في ظل هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- المتعاملون في سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في التخطيط لعمليات البيع والشراء، ويمكن تصنيفهم إلى أربع مجموعات رئيسية المضاربون، المحترفون، المضاربون الهواة، المتآمرون والمستثمرون:⁽¹⁾

❖ **المضاربون المحترفون:** تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية والمؤثرة على السوق هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

❖ **المضاربون الهواة:** تهدف هذه المجموعة أيضا إلى الاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، والتي تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

❖ **المتآمرون:** تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية. ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم ويستفيد هؤلاء من المحترفين في حين أن المضاربين المحترفون يستفيدون من الاتجاهات الطبيعية لأسعار الأسهم بالسوق.

❖ **المستثمرون:** هناك نوعان من المستثمرين، المستثمر الداخلي والمستثمر العادي. ويهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كافي من الأسهم ويكون

(1) مصطفى يوسف كافي، المرجع سبق ذكره، ص ص 96-97.

هدف الربح في المرتبة الثانية، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

3- قيد الأوراق المالية

تسعى الشركات إلى قيد أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية رغبة في حصولها على التمويل اللازم وذلك عن طريق اشتراك المستثمرين في ملكية الشركة عن طريق طرح أسهم للجمهور، وعن طريق اقتراض أموال المستثمرين عن طريق طرح سندات في السوق.

3-1- أهداف قواعد القيد والإفصاح في سوق الأوراق المالية

- تشجيع الشركات المصدرة ذات المركز المالي القوي على القيد في السوق؛
- تصنيف الشركات وفقا للمخاطر والعائد على الجداول المختلفة؛
- زيادة جودة الأوراق المالية من خلال إمكانية الانتقاء عند القيد بجداول السوق؛
- ضمان حد أدنى للسيولة والكفاءة للورقة المالية؛
- ضمان توافر كافة المعلومات التي تفيد المستثمر في الوقت المناسب وتكون متوافرة للجميع، وذلك بأقل تكلفة وأيضا منع الاستفادة بالمعلومات الداخلية لمصالح فئة معينة للتلاعب بأسهم الخزينة؛
- الهدف الرئيسي من ذلك كله تحقيق أكبر قدر من الحماية للمستثمر.

3-2- شروط القيد العامة

- أن تكون جميع الأوراق المالية مودعة بنظام الحفظ المركزي؛
- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة وتعديلاته أية قيود على تداول أوراقها المالية، وأن يتم القيد بكامل القيمة وعدد الأسهم المصدرة؛
- أن يتم قيد إصداراتها التالية للقيد الأول خلال ثلاثة أشهر من تاريخ التسجيل في السجل التجاري لكل إصدار؛
- أن تقدم الشركة المصدرة طلبا للقيد، وأن يتم نشر طلب القيد على موقع سوق الأوراق المالية بالانترنت وفي النشرة اليومية وبقاعة التداول وذلك لمدة عشرة أيام، وتعرض على لجنة القيد بعد استيفاء جميع المستندات المطلوبة.

4- الأوامر

تعتبر أوامر البيع والشراء في سوق الأوراق المالية هي نقطة البدء في معاملاتها. وبمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره، يخطر فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات سوق الأوراق المالية، ويسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع، وهذه الأوامر بنوعها يطلق عليها أوامر سوق الأوراق المالية وتختلف الأوامر بحسب رغبات المتعاملين فهي عدة أنواع.

4-1- أنواع الأوامر

نميز بين ما يلي:

4-1-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

يقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، ونميز هنا بين نوعين:⁽¹⁾

❖ **أوامر السوق:** ينفذ الأمر بمجرد استلامه من العميل وبموجب أفضل سعر ممكن وبأسرع ما يكون. وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر. ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة. ومعنى ذلك أن أمر السوق يعني بأن يترك العميل لسمساره حرية اختيار التنفيذ بأفضل سعر من وجهة نظره ويكون غالبا أقرب سعر إلى سعر إقفال الورقة المالية.

من مزايا أمر السوق السرعة وضمان التنفيذ، ولكن من عيوبه عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به، ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية لا تكون لتلك العيوب وزن كبير على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

❖ **الأوامر المحددة السعر:** في الأوامر المحددة السعر يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة. يقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو الأقل منه في حالة الشراء أو أعلى منه في حالة البيع.

(1) عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، (1999): الأسواق المالية، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 126.

من مزايا الأوامر المحددة أن المستثمر يعرف مقدما وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع والشراء، ولكن من مخاطرها ضياع فرصة شراء أو بيع أسهم، حيث سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة. كذلك عدم القدرة على التنفيذ حتى وإن كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد.

4-1-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (1)

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها. وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع.

وإن أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أنه على عكس أمر السوق يعرف المستثمر مقدما وعلى وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع، أما أهم عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة. حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلا وحتى لو كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد، فإن قاعدة الأمر الوارد أولا ينفذ وقد لا يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن وذلك إذا كان ترتيبه متأخرا. هذا بالإضافة إلى أنه إذا كان السعر الذي يرغبه المستثمر قريب من سعر السوق فقد يكون من الأفضل له إصدار أمر سوق ذلك أن عيوب الأمر المحدد قد تفوق المزايا التي يجنيها من ورائه في مثل هذه الحالات.

4-1-3- الأوامر الخاصة

وتتفرع الأوامر الخاصة إلى: (2)

❖ **أوامر الإيقاف:** لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها. ويوجد

نوعان من الإيقاف:

➤ **أوامر تتعلق بالبيع:** يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم

إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

(1) منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص ص 127-128.

(2) السيد متولي عبد القادر، (2009): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر: عمان، الأردن، ص 172.

✚ **أوامر تتعلق بالشراء:** يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها. فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مباشر بشأن أسهم منشأة ما بخلاف توقعات المستثمر حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

ومن مزايا أمر الإيقاف المحدد عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف. كذلك في الإيقاف المحدد يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع، وحداً أقصى لسعر الشراء ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو أفضل منه. ولكن من عيوبه تغيير أسعار السوق بسرعة بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد. في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يعني تضائل القيمة السوقية للسهم الذي بحوزة المستثمر.

❖ **أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** ويقصد بهذا النوع أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه. وعادة ما يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة من كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على التحكم.

من مزاياه إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار بما يمكنه من التصرف واغتنام الفرص المواتية. ويمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة. ومن عيوبه، أن السماسرة يرون ذلك عبئاً عليهم ويخشون من عدم إرضاء العملاء بالكامل، فضلاً عن صعوبة معرفة العملاء بمركزهم المالي دون الاتصال بالسمسار.

5- طرق تسعير الأوراق المالية

يقصد بتسعير الورقة في سوق الأوراق المالية تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة. بحيث يتم عند تداول أكبر عدد ممكن من الورقة عند بدأ التعامل على سهم معين، ويتم تكوين هذا السعر في لوحة الأسعار بالسوق ليمثل السعر الرسمي. ويسمى هذا السعر أيضاً بسعر البورصة، والذي يعرف على أنه القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعيرة.

ويتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم المتداولة، وذلك عند بدء التعامل اليومي بطرق عدة تتفق في جوهرها ومضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات، ومنها: (1)

(1) السيد متولي عبد القادر، المرجع سبق ذكره، ص ص 176-174.

❖ التسعير بطريقة المناذاة

يتم ذلك بأن يجتمع مندوبو الوسطاء أو الوسطاء أنفسهم ومع عروض البيع وطلبات الشراء، وذلك في كل صباح داخل منطقة فسيحة يقف وسطها سمسار أو دلال مختص ومعه مكبر صوت يسهل له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الأسعار في اللوحة المعدة لكل سهم. وعند افتتاح التعامل يكون كل سمسار قد أخذ مقعده في مكان مخصص له وعندها يفتح المسعر باب المبادلة بالمناذاة على سهم معين، غالباً ما يكون هو سعر الإقفال نفسه لذلك السهم في اليوم السابق، حيث وأن سبق تدوينه على لوحة الأسعار بمعرفة الشخص المختص.

❖ التسعير بالمقارنة

طبقاً لهذه الطريقة كان الموظف المختص يقوم بتلقي وتسجيل طلبات الشراء والبيع للسهم في سجل خاص ومن خلاله يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تلبية أكبر كمية ممكنة من الأسهم. ولكن بإدخال نظام التداول الآلي في أسواق الأوراق المالية محل التداول اليدوي حيث تستخدم هذه الطريقة في تحديد سعر الافتتاح في الجلسة التي تسبق التداول الرسمي، وتسمى بالفترة الافتتاحية أو الاستكشافية. ولذلك يتم تعريف سعر الفتح بأنه السعر الذي تتلاقى عنده أكبر كمية تراكمية من عروض البيع.

❖ التسعير بالصندوق

هي الصورة من صور التسعير بالمقارنة، ويلجأ إليها المتعاملون عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كبيرة ومتعددة حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة السوق بفرز العروض والطلبات وتحديد السعر الأسلوب المتبع في الطريقة السابقة.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق الأوراق المالية. وتمثل الورقة صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا. ولتوضيح ذلك تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب:

- الأسهم؛
- السندات؛
- المشتقات المالية.

المطلب الأول: الأسهم

1- تعريف الأسهم وخصائصها

1-1- تعريف الأسهم

" السهم صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس المال الشركة ".⁽¹⁾

كما تعرف الأسهم على أنها " مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأسمال الشركة، لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة خاصة رأس المال الدائم، فالشركات المساهمة تعتمد اعتمادا كلياً تقريباً على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين".⁽²⁾

1-2- خصائص الأسهم

تتمتع الأسهم بعدة خصائص يمكن تلخيصها فيما يلي:

❖ **قابلية السهم للتداول:** يعطي السهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية إذا كانت صفقة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد، فإن هذه الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق ولكن بعض القوانين تفرض في الغالب للسيطرة والحد من هذه العمليات (التداول للأسهم) والحد من عمليات المضاربة غير المشروعة.⁽³⁾

(1) وليد الصافي، أنس البكري، (2009): الأسواق المالية والدولية، دار البداية والمستقبل: عمان، الأردن، ص 121.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2000): أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة: الإسكندرية، مصر، ص 496.

(3) وليد صافي، أنس البكري، المرجع سبق ذكره، ص 122.

❖ **تساوي القيمة الاسمية للأسهم:** هذا يعني أن إصدار الشركة المساهمة للأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عادية على نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى. إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد.⁽¹⁾

❖ **عدم قابلية السهم للتجزئة:** الأصل في السهم أن تكون ملكيته لشخص واحد، ولكن هذا ليس بشرط حيث يمكن أن يكون لشخصين لكن بالنسبة للشركة لا بد من أن يكون الممثل واحد، فلا يجب أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة إذ كان يملكه أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، لذلك يتعين عليهم اختيار شخص واحد يمثلهم أمام الشركة.⁽²⁾

2- أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة إلى ما يلي:

2-1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

❖ **الأسهم الاسمية:** هذا يعني أن السهم يصدر باسم شريك أو مساهم معروف ويحمل اسمه، والأصل أن تصدر الأسهم اسمية، بمعنى قيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم وعند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد.⁽³⁾

❖ **الأسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يوفر مرونة أكثر بالنسبة لتداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، إلا أنه من جانب آخر هناك عيب أساسي في تلك الأسهم يتمثل في المخاطر التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو الضياع.⁽⁴⁾

(1) رسمية أحمد أبو موسى، (2005): الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 16.

(2) محمد فتح الله النشار، (2006): التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة: الإسكندرية، مصر، ص 55.

(3) طارق عبد العال حماد، (2002): بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 20.

(4) محمد الصيرفي، المرجع سبق ذكره، ص 156.

❖ **أسهم لآمر:** للشركة الحق أن تصدر أسهما لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.⁽¹⁾

2-2- تقسيم الأسهم حسب الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها

تقسم الأسهم إلى:

2-2-1- الأسهم العادية

2-2-1-1- تعريف الأسهم العادية

يعرف السهم العادي بأنه " أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم ".⁽²⁾ يتضح من التعريف أن أهم خاصية للسهم العادي كأداة استثمارية هي المسؤولية المحدودة وتعويضات حق الملكية، ويقصد بها أن حملة الأسهم العادية عند تصفية موجودات الشركة يحصلون على ما تبقى من التصفية بعد تسديد كل الالتزامات الخاصة بالدائنين. أما بالنسبة للعائد فيحصل حملة الأسهم العادية على حصة من الدخل كمقسوم أرباح، إذا ما قررت إدارة الشركة توزيع جزء منه على المساهمين، ويخضع توزيع الربح المتاح لحملة الأسهم العادية لسياسة الشركة والتي تسمى بسياسة مقسوم الأرباح. أما فيما يتعلق بالمسؤولية المحدودة فإن خسارة حملة الأسهم العادية في حال فشل الشركة تتحدد فقط بمقدار حصته برأس المال وهي ما تعبر عنها لقيمة الاسمية للسهم العادي.⁽³⁾

2-2-1-2- أنواع الأسهم العادية

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:⁽⁴⁾

أ- **الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة:** عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحا عالية نسبيا وتقوم بتوزيع الأرباح بشكل منتظم، وهي تمثل عادة نسبة مرتفعة من مجموع الأرباح القابلة لتصرف للشركة أو الشركات

(1) شمعون شمعون، (1999): البورصة - بورصة الجزائر - الأطلس للنشر، الجزائر، ص 23.

(2) أرشد فؤاد التميمي، المرجع سبق ذكره، ص 154.

(3) المرجع نفسه، ص 154.

(4) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، (2006): الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية -، دار حامد للنشر: عمان، الأردن، ص ص 91-94.

المعنية. وبالمقابل فإن المستثمرين يبتعدون غالبا عن أسهم الشركات التي تؤكد تواريخها السابقة، وخاصة في فترة قريبة من القرار الاستثماري بأنها تعاني من انخفاض الأرباح الصافية وكذلك من انخفاض أو عدم انتظام حصص المساهمين من هذه الأرباح. غير أن مسألة القرار الاستثماري هنا تخضع لقيود مهم والذي هو سعر السهم في السوق، فإذا كانت أسعار أسهم الشركات ذات السمعة العالية مرتفعة جدا مقارنة بأسعار أسهم الشركات ذات السمعة المتدنية، فإن الاختيار قد لا يأتي بالضرورة آنذاك على الأسهم الأولى وذلك عندما يسود التوقع المبني على التحليل الاستثماري بأن أسعار هذه الأسهم ستهبط بعكس أسعار الأسهم الخاصة بالشركات ذات السمعة المتدنية، وبالتالي فإن تحليل المستثمر للأسواق المالية قد يخرج بالركود العام أو بالتحول في الطلب.

ب- الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة: عندما يقيم سهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة. ويطلق على هذا السهم الورقة الراححة والذي استمدته Wall street journal من أوراق البوكر عام 1904 لوصفها الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة والأكثر ربحية، ثم صار يذكر لتمييز أي سهم يتسم بالنمو التراكمي وبمعدلات متزايدة. ومن خلال مقارنة الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة خلال فترة كافية من الزمن يمكن للمستثمر انتقاء أكثر الفرص الاستثمارية ربحية.

غير أنه من الضروري التنبيه إلى أن اختلاف اتجاهات التغير فيما بين الأسهم قد لا يستمر عند مجموعة محددة من الشركات، وذلك لأنه بمرور الزمن تدخل الشركات بزخم أكبر، وتخرج أخرى عند تباطؤ نموها أو تعثرها بمشكلات إدارية أو اختناقات اقتصادية أو تكتيكية. وفي نفس الوقت قد تجد أسهما متنامية القيمة صادرة عن شركة لا تتسم بالنمو، فالعكس قد تلاحظ أسهما متباطئة صادرة عن شركة متنامية.

ج- الأسهم ذات التقلبات الدورية: أدى تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي وزيادة الاندماج بالاقتصادات الصناعية السوقية المتقدمة إلى ربط أسواق الأسهم في مختلف بلدان العالم وخاصة النامية بالتقلبات الدورية التي تمر بها الأسواق الرأسمالية. وقد حلل الاقتصادي كينز هذه التقلبات الدورية عام 1936، وبين كيف أن الكساد يحمل ركودا عاما في أسعار السلع والموارد بما في ذلك أسعار الأسهم، وذلك حتى تظهر عوامل الانتعاش فتنقل الأسواق المعينة إلى الرفاهية لتشهد هذه

الأسواق ارتفاعا في كافة الأسعار أيضا. وهكذا تنتقل اقتصادات العالم في دورات متتالية بين حالات الانخفاض وحالات الارتفاع بمعدلات متباينة.

د- **الأسهم المحايدة وأسهم المضاربة:** فيما يخص الأسهم المحايدة فإنها لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق المالي وذلك لأسباب عديدة أهمها تحوط الشركات المصدرة وإعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية والتقلبات الأخرى والتزاماتها بإستراتيجية الدفاع وتجنب حالات الاندفاع غير المدروس وراء العوائد المتزايدة.

أما بالنسبة لأسهم المضاربة فإنها بعكس الأسهم العادية تخضع من حيث الطلب والسعر لتقلبات جديدة، وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثا عن الأرباح السريعة وفي الفترات القصيرة.

هـ- **أسهم شبكات المعلومات الدولية:** إن شبكات المعلومات الدولية التي بدأت بنشاطاتها الفعلية في بداية التسعينات ازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية، فخلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم الشبكات المذكورة فمثلا إن أسهم Yahoo, Netscape, Spy lass قد ارتفع على الأقل إلى الضعف خلال عامين فقط، وقد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة ملياري دولار أمريكي.

2-2-1-3 خصائص الأسهم العادية

تختلف الأسهم العادية عن غيرها من أدوات سوق الأوراق المالية في خصائص عديدة، نذكر أهمها فيما يلي:⁽¹⁾

- حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛
- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام. وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقا من أسهم؛

(1) هوشيار معروف، المرجع سبق ذكره، ص ص 94-95.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية.....

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وبنفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي كما ويحق لهم على الأقل نظرياً؛
- مراقبة العمليات الجارية؛
- تنتم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية فهي قد تصدر بصيغ مختلفة، منها:
- ✓ أسهم تسجل عليها أسماء مالكيها والتي لا يمكن لآخرين المطالبة بحقوقهم، تسمى بأسهم الملكية الشخصية؛
- ✓ أسهم تصدر لأمر أي شخص، يمكن أن يسجلها في سجلات الشركة؛
- ✓ أسهم حرة من حيث الملكية، وهي توجه لحاملها وبالتالي لا يسجل اسم مالكها في سجلات الشركة.

تظهر قيم الأسهم العادية في عدة حالات أهمها:⁽¹⁾

أ- **القيمة الاسمية:** هي القيمة المثبتة على وثيقة السهم، وعادة تكون الأسهم العادية ذات قيمة اسمية واحدة وتوفر ذات الحقوق وتحمل الواجبات أي أنها متساوية في القيمة الاسمية في الحقوق والواجبات، وعادة تقوم الشركات المساهمة المصدرة للأسهم العادية بتوزيع أرباحها على أساس نسبة مئوية في القيمة الاسمية للسهم العادي، وفي الغالب تحدد معظم الدول الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم العادي.

ب- **القيمة الدفترية:** هي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسبية تبينها سجلات الشركة ودفانرها. وهي كما يلي:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

⁽¹⁾ فليح حسن خلف، (2006): الأسواق المالية والنقدية، جدار للكتاب العالمي وعالم الكتب الحديث: عمان، الأردن، ص 204.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية.....

والقيمة الدفترية للسهم العادي تزداد في حالة نجاح الشركة في أعمالها، وزيادة أرباحها، لأن احتياطات الشركة وأرباحها غير الموزعة في هذه الحالة تكون أعلى وبالذات في حالة إعادة استخدام الأرباح في تكوين احتياطات لها، وبالعكس.

ج- القيمة السوقية: هي القيمة التي يحددها السوق لسهم العادي نتيجة للتفاعل الحر والتلقائي بين العرض والطلب في السوق التام افتراضاً، أي سوق المنافسة الكاملة والذي لا يوجد فيه قوى احتكارية يمكن أن تؤثر على العرض والطلب، وعلى الاثنين معاً، وفي هذا السوق الحر غير الاحتكاري يتحدد السعر التوازني للسهم من خلال تساوي عرض السهم مع الطلب عليه في السوق، وفي الحالة التي يزيد فيها العرض على الطلب تنخفض قيمة السهم العادي السوقية ويتم اعتبار القيمة التي تحدد عند السعر التوازني الذي يتساوى عنده الطلب على السهم العادي مع عرضه معبرة عن القيمة الحقيقية للسهم.

د- القيمة التصفوية: هي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة المساهمة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها، بما في ذلك حقوق الأسهم الممتازة.

وبما أن تصفية الشركة تعتبر نتيجة غير إيجابية لعمل الشركة والمرتبطة في الغالب بعدم نجاح الشركة وضعف نشاطها وإدارتها، لذلك فهي تعتبر نتيجة غير إيجابية للمساهمين في الشركة، لذلك فإنهم في الغالب لا يتوقعون الحصول إلا على جزء فقط من القيمة الاسمية للسهم العادي، وهو الأمر الذي قد يتحقق في الغالب واقعيًا، وقد لا يحصلون على أي جزء من القيمة الاسمية للسهم العادي وبالذات عندما تكون التزامات الشركة بما فيها حقوق الأسهم الممتازة تفوق أو تساوي موجوداتها وبحيث لا يتبقى لدى الشركة موجودات تدفع منها قيمة الأسهم العادية. ونصيب السهم العادي من بيع الشركة (القيمة التصفوية) والتي يطلق عليها اسم القيمة الحقيقية للسهم العادي.

$$\text{قيمة الموجودات في السوق - الالتزامات و حقوق الأسهم الممتازة} \\ \underline{\hspace{10em}} \\ \text{عدد الأسهم العادية}$$

2-2-1-4- اتجاهات حديثة في الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التي تمت الإشارة إليها سابقاً، ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة منها: (1)

أ- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

ب- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها إلى العاملين بها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.

ج- **الأسهم العادية المضمونة:** ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية لأول مرة عام 1984، تعطي الحق لحاملها في طلب تعويض من المؤسسة إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، حيث يتم تفويض عامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين. (2)

2-2-2-2 الأسهم الممتازة

2-2-2-2-1 تعريف الأسهم الممتازة

تعرف الأسهم الممتازة على أنها " شهادة ملكية لها قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنها في ذلك شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم ". (3)

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص وجمال العبد، المرجع سبق ذكره، ص ص 39-40.

(2) منير إبراهيم هندي، (1994): صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص 11.

(3) حسين بني هاني، المرجع سبق ذكره، ص 149.

2-2-2-2- أنواع الأسهم الممتازة

تقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:⁽¹⁾

أ- **السهم الممتازة مجمعة الأرباح:** هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة، حققت فيها الشركة أرباحها لكنها لم توزعها لسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ب- **السهم الممتازة المشاركة في الأصول:** هي أسهم ممتازة يكون لحاملها أسبقية على حملة الأسهم العادية في اقتسام الأصول وموجودات الشركة في حالة التصفية، وبذلك يسترجع حملة هذا النوع من الأسهم القيمة الاسمية لها من قيمة موجودات وأصول الشركة، وما يتبقى من تلك الأصول يقسم بين حملة الأسهم العادية.

ج- **السهم الممتازة القابلة للتحويل:** هي أسهم تعطي لحاملها ميزة تحويلها إلى أوراق مالية أخرى في المستقبل، كأن يكون لهم الحق في تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب مالية.

د- **السهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يطلق عليها أيضا الأسهم الممتازة القابلة للسداد، حيث تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم وتحتفظ بحقها في سداد قيمتها لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، وتلجأ الشركة إلى استدعاء أسهمها الممتازة من حائزيها ودفع مقابل يفوق القيمة الاسمية عندما تجد أدوات تمويلية بديلة لعائد فيها منخفض مقارنة بعائد الأسهم الممتازة.

2-2-2-3- مميزات وعيوب الأسهم الممتازة

تقوم الشركات باستعمال الأسهم الممتازة كأسلوب للتمويل لأنها توفر المزايا التالية:⁽²⁾

- المنشأة ليست ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح؛

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة؛

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، (2002): بورصة الأوراق المالية بين النظري والتطبيقي، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 42.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2000): الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 259.

- يكون لحملة السهم الممتاز الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة محددة في ناتج تصفية أصول المشروع، لضمان حد أدنى من الأمان والدخل لهم، ولتقليل المخاطر التي يتعرضون لها، مقارنة بالمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية؛
- يتم إصدار الأسهم الممتازة بقيمتها الاسمية، وهذا لا يحدث عند إصدار الأسهم العادية، ويكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في الحصول على القيمة الاسمية عند تصفية الشركة؛
- يستطيع حملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية وهذا بموجب القيمة الاسمية للأسهم الممتازة، ويتم ذلك كلما كان المركز المالي للشركة قويا؛
- هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك على عكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية (تصفية) الشركة.⁽¹⁾

وبالرغم من كل هذه المزايا إلا أنها لا تخلو من العيوب أهمها ارتفاع تكلفتها نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد، لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي، بالإضافة إلى أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى.⁽²⁾

2-2-2-4- اتجاهات حديثة في الأسهم الممتازة

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:⁽³⁾

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ترتبط هذه الأسهم بمعدل عائد البديل الفرصي (مثل السندات الحكومية)، وبالتالي يجري تعديل عائد السهم الممتاز بناء على التغيرات في معدل العائد على السند الحكومي. ويقلل هذا التحديث من مستوى المخاطر التي يواجهها المستثمر وحتى المنشأة المصدرة، إلا أنه يقلل من سلوك المضاربة في سوق الأوراق المالية، والذي يعتمد عدم التأكد في شراء وبيع الأوراق المالية.

(1) صلاح السيد جودة، (2000): بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع: الإسكندرية، مصر، ص 231.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2000): الأسواق والمؤسسات المالية، المرجع سبق ذكره، ص 259.

(3) محمود محمد الداغر، المرجع سبق ذكره، ص ص 102-103.

ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: هو حق يستفيد منه المستثمر، يتيح له المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحته مستثمرا ألا وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة.

المطلب الثاني: السندات

1- تعريف السندات وخصائصها

1-1- تعريف السندات

تعرف السندات على أنها " الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، فالسند هو عقد قرض طويل الأجل بين المقرض (المستثمر) والمقترض (المنشأة) ويتعهد المقترض بحسب نص العقد، للمقرض برد أصل المبلغ المقترض إضافة إلى الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة، وقد يضمن العقد شروط لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها كما قد يتضمن شروط لصالح المقرض مثل وضع قيود على إصدار سندات أخرى قبل تاريخ استحقاق السندات محل التعاقد، السند قد يكون لحامله وعليه يصبح قابل للتداول بالبيع والشراء أو للتنازل، كما قد يكون اسمي أي مسجل باسم المستثمر وهنا لا يكون قابل للتداول".⁽¹⁾

ولا بد أن يتوفر السند على ثلاثة عناصر أساسية من المعلومات ويتضمنها العقد عند الإصدار:⁽²⁾

✓ **قيمة الكوبون:** أو ما يعرف بالعائد السنوي، فقد يكون السند ذو عائد سنوي ثابت، هو نسبة مئوية من القيمة الاسمية تدفع لحامل السند بشكل سنوي أو بشكل نصف سنوي وفقا لشروط الإصدار أو قد يكون العائد متغير.

✓ **القيمة الاسمية للسند:** وهي القيمة التي تدفع لحامل السند في تاريخ الاستحقاق.

✓ **تاريخ استحقاق السند:** إذ تختلف السندات من حيث تواريخ استردادها فقد تسترد دفعة واحدة نهاية المدة أو قد تسترد على دفعات. كما قد يتضمن العقد إمكانية الجهة المصدرة للسند استدعاء أو استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها، وهنا يحصل حامل السند على قيمة تفوق قيمته الاسمية ويطلق على مقدار الزيادة مكافأة أو علاوة التسديد، وتستخدم الجهة المصدرة هذا الحق في حالة انخفاض

(1) علاء الدين محمود زهران، (2000): الاستثمار في سوق الأوراق المالية، معهد التخطيط القومي: القاهرة، مصر، ص 9.

(2) محفوظ جبار، (2002): الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هوم لل نشر والتوزيع، الجزائر، ص 49.

أسعار الفائدة في السوق حيث يمكن إصدار سندات جديدة بمعدل فائدة منخفض لتحل محل السندات القديمة.

1-2- خصائص السندات

تتميز السندات بعدة خصائص أهمها:⁽¹⁾

- لا يحق لحامل السند التدخل في الإدارة؛
 - أن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة. وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية؛
 - تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى؛
 - تخضع السندات لنوعين من القيمة بالإضافة إلى قيمتها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها بخصم وقيم أعلى عند بيعها بعلاوة؛
 - تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد. وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيمة حالية أدنى للسندات؛
 - كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر. إن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص؛
 - إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.
- إن جزءا كبيرا من السندات - وليس كلها - تنسم بالخصائص التالية والتي تقترب من خصائص الأسهم الممتازة:

(1) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، المرجع سبق ذكره، ص ص 107-109.

- قابلية الاستدعاء والتي بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تسترط إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإطفائها وفق الشروط المتفق عليها، وذلك إما في أي وقت ستحدده مستقبلا أو ستحدده قبل فترة معينة مثل شهر واحد. وفي أي حالة كانت حالة التسديد الفوري لقيمة السند ودون إعلام مسبق أو حالة التسديد المؤجل بعد فترة محددة من الإعلام فإن خسارة مالية سترتب على قرار الاستدعاء هذا، حيث سيحرم المحفظ بالسند من أي تغيير إيجابي قد يحدث في قيمته وخاصة عند انخفاض سعر الفائدة؛

- قابلية التحويل إلى أسهم عادية، والتي تسمح لحاملي السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه. ولاشك بأن ذلك قد يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضا، حيث أن قابلية تحويل السندات إلى السهم تحفز المستثمرين على شراءها مما يزيد من حجم الطلب عليها ومن جهة أخرى أن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية وخاصة عندما تزداد قيم هذه السندات؛

- قابلية التسديد الجزائي (السنوي)، وهنا تتعهد الجهات المصدرة للسندات - وذلك تحفيزا للمستثمرين - باستعادتها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية. ولا شك بأن هذه القابلية تمثل ضمانا للمستثمرين فتعمق ثقتهم بالأداة المذكورة، غير أن في ذلك جانبا سلبيا أيضا لأن التسديد الجزائي يحمل خصما على الفوائد المستحقة. أي تكون العوائد التي سيتلقاها المستثمرون فعلا أقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة؛
وفيما يخص فترة تداول السندات يلاحظ وجود الخصائص التالية:

- إن السندات التي هي ذات معدلات أعلى للكوبون تكون فترة استمرارية التداول أقصر من السندات ذات الكوبونات الأقل ولنفس فترة السداد المعتمدة. وذلك لأن السندات الأولى تحقق تدفقا كليا أكثر وبشكل مبكر من خلال مدفوعات أعلى للكوبون؛
- توجد علاقة موجبة بين فترة السداد وفترة تداول السندات؛
- كلما ارتفع السعر السوقي للفائدة فإن فترة تداول السند تكون أقصر.

2- أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع كما يلي:

2-1- تقسيم السندات حسب جهة الإصدار

تقسم السندات وفق هذا المعيار إلى:⁽¹⁾

❖ **سندات عامة:** تصدرها الحكومة والهيئات والمؤسسات الحكومية، وفي الغالب فإن درجة المخاطرة لهذا النوع من السندات أقل وبالذات فيما يتصل بمخاطر عدم السداد لانتقاء احتمال عدم قدرة الحكومة على السداد، خاصة وأنها يمكن أن تقتصر باستخدام سلطتها، أو تصدر نقود وما إلى ذلك من أجل تسديد التزاماتها بموجب سنداتهما، ولذلك فإن درجة سيولة هذه السندات تكون أكبر، إلا أن عائدها (سعر فائدتها) قد يكون أقل.

❖ **سندات خاصة:** تصدرها الجهات والشركات الخاصة وهي تتباين في درجة مخاطرتها تبعاً لقوة ومثانة أوضاع هذه الجهات والشركات، فمنها الناجح والذي يتمتع بقدرة مالية تقلل درجة مخاطرة سنداتهما ومنها الأقل قدرة والمتعثر وغير الناجح. وهو الأمر الذي يضعف قدرتها المالية ومن ثم ترتفع درجة مخاطرة سنداتهما. والسندات للجهات الخاصة الناجحة والقوية تكون سيولتها أكبر من سندات الجهات الخاصة المتعثرة وغير الناجحة.

2-2- تقسيم السندات حسب الآجال

تقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

❖ **سندات قصيرة الأجل:** هي سندات تقل مدتها عادة عن السنة وفي معظمها لا تتجاوز المدة فيها ستة أو ثلاثة أشهر، وهي التي يتم التعامل بها في السوق النقدي، وتكون درجة مخاطرتها أقل وسيولتها أعلى ومن ثم فإن عائدها أقل.

❖ **سندات متوسطة الأجل:** هي سندات تزيد مدتها على السنة إلى خمسة سنوات، تمتاز بارتفاع درجة المخاطرة.

❖ **سندات طويلة الأجل:** يزيد تاريخ استحقاقها عن خمس سنوات، ذات فائدة أعلى من فوائد السندات قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل.

(1) فليح حسن خلف، (2006): الأسواق المالية والنقدية، المرجع سبق ذكره، ص ص 256-258.

2-3- تقسيم السندات حسب طريقة سدادها

يتم تقسيم السندات تبعاً للكيفية التي يتم بموجبها تسديد السندات، كما يلي:

❖ **السندات ذات السداد الإجباري:** والتي تتضمن عادة وجود شرط يوفر تكوين احتياطي لاستهلاك هذه السندات في عقود هذه السندات عند إصدارها، بحيث تكون الشركة المصدر لها ملزمة بموجبه بإطفاء أي استهلاك جزء من هذه السندات خلال فترات زمنية محددة، ويكون هذا الاستهلاك (الإطفاء) أي تسديدها لصالح حملة السندات في الغالب لأنه يتم بالسعر السوقي للسندات هذه ويدعم موقف المقترض.

❖ **السندات ذات السداد الاختياري:** ويتم بموجبه الاستهلاك للسندات في هذه الحالة مستندا إلى اختيار الشركة عندما يتوفر لها الحق بذلك، وهو السداد الاختياري الذي يتم القيام به من قبل الشركة عندما يحقق صالحها، أي عندما تكون أسعار الفائدة الاسمية لسنداتنا أعلى من أسعار الفائدة السائدة في السوق. ومن ثم فإن هذا يتحقق على حساب مصلحة حملة السندات هذه، أي المستثمرين فيها، لأنهم يتضررون نتيجة لذلك، ومن ثم فإنها لا تقوم بالسداد الاختياري عندما يكون سعر الفائدة الاسمي لسنداتنا أقل من سعر الفائدة السائد في السوق لأنه يتضمن ضرراً لها واستفادة لحاملي سنداتنا.

❖ **السندات ذات السداد التدريجي:** وهو المرتبط بالنوع من السندات التي لا يتم دفع قيمتها دفعة واحدة، بل أن تسديد هذه السندات يتم في تواريخ استحقاق معينة، بحيث تستحق وتسد كل مجموعة منها في الفترة التي تلي المجموعة التي تسبقها في الاستحقاق والتسديد.

2-4- تقسيم السندات من حيث طبيعة الفائدة

تقسم حسب هذا المعيار إلى:

❖ **السندات ذات سعر الفائدة الثابت:** تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة الأمد.

❖ **السندات ذات سعر الفائدة المتغيرة:** تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء

تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

2-5- تقسيم السندات حسب العملة التي تحرر بها

تقسم إلى: (1)

❖ سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة

❖ **سندات تحرر بالعملة الأجنبية:** ومثالها السندات التي تتداول في سوق العملات الأجنبية، ومثالها أيضا ما تم إصدارها في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني للستينات، حيث أن التقلبات الحادة في قيمة الدولار في تلك الفترة كانت تضعف في الإقبال على السندات الحكومية.

3- اتجاهات جديدة في شأن السندات

يمكن أن نحصى أنواع أخرى للسندات منها: (2)

❖ **سندات بدون كوبون:** تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية على أن يقوم المستثمر باسترداد القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، وإذا أراد المستثمر التخلص من هذه السندات قبل تاريخ استحقاقها فإنه يمكن له بيعها بالسعر السائد في السوق.

❖ **سندات ذات معدل العائد متغير:** حيث يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وقد استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.

❖ **سندات الدخل:** حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المؤسسة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباحا، إلا أنه قد ينص العقد على أن تسدد فوائد السنة التي لم تحقق فيها أرباحا من السنة اللاحقة.

❖ **سندات المشاركة:** هي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح المؤسسة إضافة إلى الفوائد الدورية.

❖ **السندات الرديئة:** استحدثت هذه السندات في الثمانينات من القرن الماضي لتمويل وامتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمؤسسة التي يريدونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

(1) مروان عطون، (2003): الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 72.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، (2000): الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، المرجع سبق ذكره، ص ص 273-274.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية من المستحدثات في الأصول المالية، وانعكاسا للرغبة في تعظيم العائد فضلا عن تقليل المخاطرة، لاسيما وأن مدخل العائد-المخاطرة يمثل مرتكزا للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية، وبالتالي فإن ذلك يستدعي توسيع مكونات المحفظة الاستثمارية وإيجاد بدائل ومستحدثات مالية للأصول التقليدية تساعد في تحقيق ذلك.

1- تعريف المشتقات المالية

قدمت للمشتقات المالية عدة تعريف أهمها:

التعريف الأول: المشتقات المالية هي " عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعينة (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والعملات الأجنبية...الخ، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على الأصل موضوع العقد ".⁽¹⁾

التعريف الثاني: هي " عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط، الاستثمار والمضاربة ".⁽²⁾

2- خصائص المشتقات المالية

يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية في النقاط التالية:⁽³⁾

- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها، وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

⁽¹⁾ طارق عبد العال حماد، (2001): المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 5.

⁽²⁾ سيد سالم عرفة، (2009): إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة: عمان، الأردن، ص 41.

⁽³⁾ محمد خميسي بن رجم، (2009): المنتجات المالية المشتقة- أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟ -، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، المنعقد يومي 20-21 أكتوبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص ص 4-5.

- **التعقيد:** نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا؟، ومن ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وأثار مشتقات خاصة مما يعرضها إلى نتائج وخيمة.

- **السيولة:** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.

- **عدم وضوح القواعد المحاسبية:** حيث لا يكون هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

3- أنواع المشتقات المالية

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

3-1- عقود الخيارات

تعتبر عقود الخيارات نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها، تعطى لحاملها (المستثمر) حق خيار ممارسة أو عدم ممارسة شراء (أو بيع) ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر محدد ومتفق عليه مسبقا يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة، وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد.

3-1-1- تعريف عقود الخيارات

يعرف عقد الخيار على أنه " العقد الذي ينظم الاتفاق بين أطراف العلاقة وهم المستثمر أو حامل العقد ومحدد العقد أو مصدر العقد ".⁽¹⁾

(1) زياد رمضان، (2007): مبادئ الاستثمار، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 91.

وتعرف أيضا على أنها " اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية (سلع مختلفة) وقد تكون تخيلية أو أدوات مالية (كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة وعمليات أجنبية أو بعض المؤشرات مثل S&P 500)، وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار (أو التسليم) ".⁽¹⁾

3-1-2- أركان عقود الخيارات⁽²⁾

- **مشتري الحق:** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار، حق خيار بيع أو شراء ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار؛

- **محرر الحق:** هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر (مشتري الحق) نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق؛

- **سعر التنفيذ:** هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق؛

- **السعر السوقي:** هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو تنفيذ الاتفاق؛

- **تاريخ التنفيذ:** هو تاريخ إبرام الاتفاق وعادة ما يكون أول يوم لسريان الاتفاق؛

- **تاريخ الانتهاء:** هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ الحق. وهذا التاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الأمريكي؛

- **المكافأة:** هو مبلغ متفق عليه، يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

⁽¹⁾ هوشيار معروف، المرجع سبق ذكره، ص 158.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد، (2007): تقييم الأسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية -، المكتب

الجامعي الحديث: الإسكندرية، مصر، ص ص 261-262.

3-1-3- أنواع عقود الخيار

يتم تصنيف أنواع عقود الخيار حسب ما يلي:

أ- التصنيف حسب نوع الصفقة

➤ **عقد خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد ويسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو المكافأة أو سعر الخيار.⁽¹⁾

➤ **عقد خيار البيع:** في هذا النوع أيضا يوجد طرفان أساسيان، الطرف الأول هو مشتري الخيار الذي يعطيه الخيار الحق في بيع عدد من الأسهم إلى طرف ثالث خلال فترة زمنية معينة بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما، أما الطرف الثاني فهو محرر الخيار (البائع) الذي يلتزم بتنفيذ الاتفاق، أي يلتزم ببيع الأسهم عندما يطلب مشتري الخيار ذلك خلال مدة سريان الخيار مقابل العلاوة التي يحصل عليها.⁽²⁾

➤ **عقد الخيار المزدوج:**⁽³⁾ يجمع الخيار المزدوج بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حينما كانت، فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية خلال فترة التعاقد كان في موقف المشتري وإذا انخفضت كانت في موقف البائع، ومع تعاضد المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار أو محرر الخيار فإنه يتقاضى ضعف ثمن مكافأة خيار الشراء أو خيار البيع، وينقسم هذا العقد إلى نوعين كما يلي:

• **عقد خيار مزدوج لا يتغير سعر الشراء عن سعر البيع:** من خلال هذا العقد يخول لصاحب

الحق أن يشتري من أو أن يبيع إلى بائع الخيار عددا معيناً من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال فترة العقد.

(1) طارق عبد العال حماد، (2001)، المرجع سبق ذكره، ص ص 43-44.

(2) حسين بني هاني، المرجع سبق ذكره، ص 167.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، (2005): المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات: القاهرة، مصر، ص ص 168-180.

• عقد خيار مزدوج فيه يتغير سعر الشراء عن سعر البيع: يشبه هذا العقد النوع الأول ولكنه يختلف عنه من حيث سعر التعاقد فقط، ففي الأول لا يتغير سعر خيار الشراء عن سعر خيار البيع، بينما الثاني يتضمن شراء خيار شراء وخيار بيع في نفس الوقت، وعلى نفس الورقة المالية محل التعاقد ولنفس مدة العقد بسعر لخيار الشراء وسعر آخر مختلف لخيار البيع.

ب- التصنيف حسب تاريخ تنفيذ العقد

➤ **عقد الخيار الأمريكي:** هو عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدود من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.

➤ **عقد الخيار الأوروبي:** هو تماما مثل عقد الخيار الأمريكي، ولكن يتم تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق.

ج- التصنيف حسب التغطية⁽¹⁾

➤ **عقد الخيار المغطى:** هو الخيار الذي يكون فيه المحرر أو كاتب الخيار (بائع الخيار)، مالكا في محفظته للأوراق المالية محل الخيار. فالمحرر في هذه العقود يكون قادرا على الوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ الاتفاق وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد إذا كان خيار شراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته، إذا ما طُلب بتنفيذ العقد في حالة خيار البيع، وهذا الخيار يحظى بقبول واسع جدا بين المستثمرين لكونه أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة.

➤ **عقد الخيار غير المغطى:** هو الخيار الذي لا يكون فيه المحرر أو بائع الخيار، مالكا في محفظته للأوراق المالية محل الخيار. فهذه العقود تعتبر إستراتيجية للمضاربة غير المحدودة فيقع محرري هذه العقود فريسة لمن قام بشراء هذه العقود في حالة عجز البائعين عن الوفاء بالتزاماتهم.

د- التصنيف حسب الربحية⁽²⁾

تصنف الخيارات حسب الربحية إلى ثلاث مجموعات كما يلي:

➤ خيار متكافئ؛

➤ خيار مريح؛

(1) محمد صالح الحناوي، (1997): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 321.

(2) سميرة محسن، (2006): المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة البنك BNP PARIBAS)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، ص 96.

➤ خيار غير مربح.

ويعتمد هذا التصنيف على مقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق في الوقت الذي من الممكن فيه تنفيذ الخيار في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه بالنسبة للخيار الأمريكي، وفي الموعد المحدد لانتهاء العقد بالنسبة للخيار الأوروبي. ونقول بأن:

- خيار شراء أو بيع متكافئ: إذا كان سعر التنفيذ يساوي سعر السوق للأصل محل التعاقد؛

- خيار شراء أو بيع مربح: إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق؛

- خيار شراء أو بيع غير مربح: إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق.

3-2- العقود الآجلة وعقود المستقبلية

3-2-1- العقود الآجلة

3-2-1-1- مفهوم وخصائص العقد الآجل

يعرف العقد الآجل على أنه " اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل

سعر معين " (1).

وتتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية: (2)

✓ المرونة، وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما

يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة؛

✓ لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من

الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له؛

✓ يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي

للأصل محل التعاقد وسعر السوق الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين؛

✓ تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية

العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

(1) طارق عبد العال حماد، (2001)، المرجع سبق ذكره، ص 115.

(2) المرجع نفسه، ص 116.

3-2-1-2- أنواع العقود الآجلة

من أبرز الأنواع المتعامل بها في العقود الآجلة نجد:⁽¹⁾

➤ **عقود الفائدة الآجلة:** هي اتفاق بين طرفين يضمن بموجبه كل منهما تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل (من 3 أشهر إلى سنة) على اقتراضه أو على استثماراته بمبلغ معين من المال، ومن هذا التعريف يتبين لنا بأن اتفاق الفائدة الآجلة هو من أدوات التحوط الأساسية ضد مخاطر تحركات أسعار الفائدة حيث يستعمل من قبل المقترض لغرض تثبيت سعر فائدة الأموال التي سيقترضها في وقت محدد في المستقبل، وكذلك فإن المستثمر يستطيع أن يثبت سعر الفائدة التي سوف يقبضها على أمواله التي سوف توظف في وقت محدد في المستقبل.

➤ **العقود الآجلة غير القابلة للتسليم:** هو نوع جديد من العقود الآجلة يستخدم عادة في العقود الآجلة للعملة الأجنبية، ولا يتضمن تسليما حقيقيا للأصل محل التعاقد، وإنما يتم دفع فقط الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق، فإذا كان سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق فإن مشتري هذا العقد الآجل يتسلم الفرق بين السعيرين والعكس بالنسبة للبائع.

3-2-2-3- عقود المستقبليات

3-2-2-1- تعريف وخصائص عقود المستقبليات

يعرف العقد المستقبلي على أنه " عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة معينة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد الجديد".⁽²⁾

⁽¹⁾ مواسة إلهام، (2010): الهندسة المالية بين ابتكارات لإدارة المخاطر ومنتجات مسببة للأزمات- دراسة حالة بعض الاقتصاديات الناشئة-

مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، ص 71.

⁽²⁾ أحمد صالح عطية، (2003): مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 234.

وتتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص، يمكن إيجازها فيما يلي:⁽¹⁾

✓ للعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري، وبالتالي فإن ما يكسبه الطرف في هذه العقود يخسره الثاني؛

✓ طرفي هذه العقود غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر، وبالتالي لا يبخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن بيوت المقاصة والتسوية هي التي تلعب دور المشتري أو البائع دون أن يتنافس أي من المشتريين أو البائعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وضمان انجاز العقود بكفاءة؛

3-2-2-2- أدوات التعامل في أسواق العقود المستقبلية

تتم المتاجرة في الأسواق المستقبلية بأدوات مالية عديدة ومتنوعة منها:⁽²⁾

➤ عقود الفائدة قصيرة الأجل: ويتم المتاجرة بهذه العقود في معظم الأسواق بنفس المواصفات

مثل سوق لندن، شيكاغو، سنغافورة، وصفات هذه العقود في سوق لندن هي كما يلي:

- قيمة العقد: مليون دولار؛

- مدة العقد: ثلاثة شهور؛

- شهور التسليم: مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر؛

- الاستحقاق يوم الأربعاء الثالث من شهور التسليم المذكورة؛

- عرض السعر يساوي 100- سعر الفائدة.

ويرى الخبراء في مجال الاستثمار والمجال المصرفي أن التعامل بهذه الأداة تمكن البنوك من

تثبيت استثماراتها، بالإضافة إلى أنها تستطيع تقديمها لعملائها كوسائل تحوط ضد ارتفاع أسعار الفائدة للمقترضين وضد انخفاض سعر الفائدة للمستثمرين.

➤ أدوات الخزائنة المستقبلية: وهي عقود لبيع أو شراء أدوات الخزينة، ويتم تداولها بشكل

رئيسي في السوق النقدي العالمي، وتتصف هذه العقود بما يلي:

- القيمة: مليون دولار؛

- المدة: ثلاثة عشر أسبوعا؛

(1) هوشيار معروف، المرجع سبق ذكره، ص ص 153-154.

(2) حسين بني هاني، المرجع سبق ذكره، ص ص 182-183.

- شهور التسليم: يوم الخميس الثالث من شهور التسليم المذكورة؛
- عرض السعر: 100- سعر الفائدة.

➤ **سندات الخزنة المستقبلية:** يتم المتاجرة بها بشكل رئيسي في بورصة شيكاغو من قبل مجلس تجارة شيكاغو، والسندات المتداولة تستحق خلال عشرين سنة، وقيمة السنة مائة ألف دولار وتسعر بنسبة مئوية من القيمة الاسمية، والجزء من نسبة الفائدة يقسم على 22.

➤ **عقود العملات الأجنبية المستقبلية:** وهذه العقود ليست شائعة كثيرا، لأن الأسواق الآجلة منافسة لها، ومن خلالها تنفذ البنوك عملياتها فيما بينها، ويتم المتاجرة بهذا النوع من العقود من قبل بورصة لندن العالمية للعقود والخيارات المستقبلية، وتتصف هذه العقود بما يلي:

- عقود فائدة أجل ثلاثة شهور إصدار سوق؛
- قيمة العقد: 500 ألف جنيه استرليني؛
- شهور التسليم: مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر؛
- المدة: ثلاثة عشر أسبوعا؛
- يوم التسليم هو ثالث أربعاء من شهور التسليم المذكورة؛
- عرض السعر يساوي 100- سعر الفائدة.

3-2-2-3- أنواع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق العقود المستقبلية باستخدام معيارين، وهما:

➤ **التقسيم على أساس أعضاء البورصة:** يمكن تقسيم المتعاملين إلى: (1)

❖ **السماسرة الوكلاء:** يقوم السماسرة الوكلاء بتنفيذ الأوامر التي يتلقونها من عملائهم، والسماسرة الوكلاء قد يعملون كوكلاء لأحد بيوت السمسرة أو قد يكونون مستقلين أي يتعاملون مباشرة مع العملاء. ويطلق على بيوت السمسرة في أسواق العقود المستقبلية تجار عمولة العقود المستقبلية.

❖ **المحليون:** يطلق عليهم أيضا تجار الصالة ويقومون بتنفيذ الأوامر لحسابهم، وعلى هذا فهم

يسعون إلى شراء العقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى. وبالتالي يتحقق العائد

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، المرجع سبق ذكره، ص 356.

لهم من خلال الفرق بين أسعار البيع والشراء، ويترتب على وجود تجار الصالة توفير السيولة للسوق نظرا لاستعدادهم لشراء العقود.

❖ **المستقلون:** تقوم تلك الفئة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة من بيوت السمسرة كما أن لهم الحق في الاتجار لحسابهم الخاص. أي أن المستقلون يجمعون بين وظائف السمسار الوكيل وتاجر الصالة، إن هذا الوضع قد يؤدي إلى وجود تعارض بين المهام التي يقوم بها المستقلون.

➤ **التقسيم وفقا لإستراتيجية التعامل:** يركز هذا التقسيم على هدف المستثمرين من التعامل في سوق العقود المستقبلية، وعلى إثر ذلك هناك مستثمرون لأغراض التغطية، ومستثمرون لأغراض المضاربة والمستثمرون لأغراض تخفيض المخاطر، ومستثمرون لأغراض المراجعة.

❖ **المستثمرون لأغراض التغطية:** المستثمر لأغراض التغطية في العقود المستقبلية يهدف إلى تخفيض المخاطر نتيجة لامتلاكه أصل ما أو يتوقع أن يمتلكه. أي أن المستثمر قد حصل على مركز طويل الأجل، وبالتالي فهو عرضة لمخاطر تغير سعر ذلك الأصل، ولتخفيض تلك المخاطر فإنه يسعى لأخذ مركز قصير الأجل في سوق العقود المستقبلية وذلك بالتعاقد على بيع ذلك الأصل، وهو ما يطلق عليه تغطية قصيرة.

أما إذا كان هناك مستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلا فيمكنه أخذ مركز طويل الأجل بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، وهو ما يطلق عليه تغطية طويلة.

❖ **المستثمرون لأغراض المضاربة:** يحاول هؤلاء المستثمرون تحقيق أرباح من خلال التخمين باتجاهات السوق. وقد يكون هؤلاء المضاربون أفراد ومؤسسات. ويمثل المضاربون مصدر سيولة كبيرة بالنسبة للسوق حيث يمثلون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق العقود.

❖ **المستثمرون باستخدام إستراتيجية المدى:** لا يختلف مفهوم تلك الإستراتيجية عن مفهومها عند إجراء عقود الخيار حيث تتضمن إستراتيجية المدى في العقود المستقبلية أن يقوم المستثمر بأخذ مركز طويل الأجل على أحد العقود وأخذ مركز قصير الأجل على عقد آخر، وذلك بهدف تغطية مركز المستثمر، مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها. والجدير بالذكر أن إستراتيجية المدى لعقود المستقبلية تتشابه مع إستراتيجية المدى الزمني في عقود حق الخيار.

3-2-3- عقود المبادلة

3-2-3-1- مفهوم وأركان عقود المبادلة

تعرف عقود المبادلة بأنها " سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية... إلخ)، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ".⁽¹⁾

وتتمثل أركان عقد المبادلة فيما يلي:

- طرفي العقد؛
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة؛
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة؛
- العملة التي تسدد بها المدفوعات، أو تحصل بها المقبوضات؛
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه؛
- مدة سريان العقد.

3-2-3-2- أنواع عقود المبادلة

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة: هي " اتفاقية بين طرفين يتم بموجبها الاتفاق على مبادلة مدفوعات الفوائد في وقت محدد".⁽²⁾

ومن أشهر أنواع عقود مبادلة أسعار الفائدة نجد ما يلي:⁽³⁾

❖ **عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بالمتغيرة:** في هذا النوع من عقود مبادلة أسعار الفائدة يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة، ويتحدد هذا المعدل في أغلب الأحيان وفقا لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن.

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، (1998): تحليل وتقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 285.

⁽²⁾ Christian et Mireille Zambotto, (2000): Gestion financière – Finance de marché, 2^{ème} édition, Dunod: Paris, France, p 124.

⁽³⁾ محمد صالح الحناوي، المرجع سبق ذكره، ص ص 286-287.

❖ عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد.

❖ عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: هي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بسقف أو حد معين.

❖ عقود المبادلة المختلطة: تنطوي عقود المبادلة المختلطة على اتخاذ موقف طويل الأجل، أي شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد، وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل، أي بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

ب- عقود مبادلة البضائع: هي عبارة عن " عقد بين طرفين والذي يتم بموجبه موافقة أحد الطرفين على شراء كمية معينة من السلع محل التعاقد من الطرف الآخر بالسعر المتفق عليه، ويتم سداد الثمن فوراً وبيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، ويتم السداد على فترات متفق عليها مسبقا " (1).

ج- عقود مبادلة العملات: يتمثل عقد مبادلة العملات في عملية المبادلة بين عمليتين معينتين، في شراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة الآجل والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العمليتين.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، أي تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق من خلال التأثير على تكلفة مصادر أموال الشركات. إن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية ويعني أيضا فسح المجال للبعض بالقيام في استغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي وغير عادل، والسوق غير الكفاء هو الذي يتضمن تكلفة عالية لتوظيف المدخرات في أوجه الاستثمارات المختلفة وتنتقل هذه التكلفة إلى المدخرين والمستثمرين متمثلة في النسب والعمولات وانخفاض معدلات الفائدة على الإقراض مع ارتفاع تكلفة الاقتراض.

(1) Christophe Chazot, Patrick Claude, (1999): Les swaps: concepts et application, 2^{ème} édition, Economica: Paris, France, pp 53-54.

وسيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى:

- ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- أثر تطبيق حوكمة الشركات على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

منذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفاءة نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية. وعليه فإن السوق يكون كفاء اعتماداً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة. لذلك يهدف هذا المطلب إلى:

- توضيح مفهوم وأنواع الكفاءة؛
- تبيان مقومات ومتطلبات الكفاءة؛
- بيان العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والسيولة؛
- بيان العلاقة بين المعلومات المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية.

1- مفهوم وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

1-1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة. أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وب نفس النوعية والكمية وبتكلفة منخفضة، وهذه العلاقة يجب أن تؤدي إلى تحقيق السعر العادل⁽¹⁾ للورقة المالية محل التداول. والسوق الكفؤ هو الذي يجعل تخصيص الموارد المالية المتاحة في المجالات الأكثر ربحية.⁽²⁾

⁽¹⁾ السعر العادل هو ذلك السعر الذي تتساوى عنده القيمة الحقيقية للورقة المالية مع القيمة السوقية لها.

⁽²⁾ دريد كامل آل شبيب، (2012): الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 70-71.

تعددت التعاريف التي وضعها الباحثون لكفاءة سوق الأوراق المالية إلا أنها تحمل جميعها نفس المعنى تقريبا، حيث يعرفه Fama بأنه: " السوق الذي يعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة ".⁽¹⁾

ويعرف أيضا سوق الأوراق المالية الكفاء أنه " السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، قرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية وليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها ".⁽²⁾

كما يعرف سوق الأوراق المالية الكفاء بأنه " السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الإدعاء بأنه في ظل سوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر ".⁽³⁾

بالتالي ومما سبق يمكن القول أن السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار كافة المعلومات حول أداء المنشآت المصدرة للأوراق المالية المتداولة، وذلك بتوفر مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة هي:

- توفر المنافسة التامة بين مختلف المتعاملين؛

- توفر البيانات والمعلومات؛

(1) Fama Eugene, (1970): Efficient capital Market: A review of theory and Empirical Work, Journal of finance, Volume 25, No 2, USA, p 383.

(2) صالح مفتاح، فريدة معارفي، (2009-2010): متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، العدد 7، ورقلة، الجزائر، ص 182.

(3) منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع سبق ذكره، ص ص 489-490.

- وصول هذه المعلومات إلى المتعاملين بأقل تكلفة وفي أقصى سرعة وفي وقت واحد.

1-2-1- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

1-2-1-1- الكفاءة الكاملة

تتحقق هذه الكفاءة عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:⁽¹⁾

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم، مهما صغر حجمها، بسهولة ويسر نسبياً، مما يعني قابلية الأوراق المالية للتجزئة؛
- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة؛
- وجود عدد كبير جداً من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛
- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

وهذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف المعاملات...إلخ، وهذه تؤدي إلى حدوث اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها، وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور سوق الأوراق المالية.

1-2-2-1- الكفاءة الاقتصادية

تقوم الكفاءة الاقتصادية على مبدأ سعي الغالبية من المستثمرين المتعاملين فيها إلى زيادة أرباحهم، في ظلها يتوقع أن يستغرق وصول المعلومات وانعكاسها على الأوراق المالية بعض الوقت، وهذا يعني أن القيمة الاسمية يمكن أن تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض من الوقت.⁽²⁾

(1) صلاح الدين حسن السبسي، (1998): بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الوسام للنشر والطباعة: بيروت، لبنان، ص 26.

(2) ضياء مجيد، (2003): البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها - الأسهم والسندات-، مؤسسة شباب الجامعة: الإسكندرية، مصر، ص 9.

بالنسبة لحركة الأسعار في ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق:⁽¹⁾
✚ في حالة وصول معلومات سارة حول الشركة المعنية وفي حالة ما إذا كان السوق يتمتع
بالكفاءة الكاملة فإن ذلك السوق يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، وبالتالي تحقيق التعادل بين القيمة
السوقية والقيمة الحقيقية للسهم.

✚ أما في ظل الكفاءة الاقتصادية، وفي حالة وصول معلومات غير سارة بشأن الشركة المعنية
فإن ذلك سينعكس سلبا في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية.

2- مقومات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يتسم سوق الأوراق المالية بالكفاءة يجب توفر مجموعة من الشروط نذكر منها:⁽²⁾

➤ **دقة وسرعة وصول المعلومات:** يعمل سوق الأوراق المالية على تزويد المتعاملين
بالمعلومات الدقيقة، سواء تعلقت بالمستوى الجزئي أو بالمستوى الكلي. إن الهدف من توفير هذه
المعلومات هو إعطاء فرصة لكل المتعاملين لتقييم الأصول المالية التي تهمهم، وبالتالي التوصل إلى
المؤسسات التي تتمتع بالكفاءة ولديها فرص استثمارية هامة في المستقبل، والأخرى التي تفتقد للكفاءة
والفرص الاستثمارية المستقبلية.

➤ **السيولة:** تلعب السيولة دورا هاما في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث أن المعلومات
المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتصف بالسيولة، من خلال كثرة
التعاملات عليها، إضافة إلى انخفاض درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها. كما تساهم السيولة
بدرجة كبيرة في زيادة الكفاءة التخصيصية للموارد.

➤ **عدالة السوق:** تعني عدالة السوق توفير فرص متساوية لكافة المتعاملين للتعامل في
الأوراق المالية، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات. حيث تقوم اللجنة المعنية بمراقبة عمليات
البورصة على نشر كافة المعلومات وإتاحتها للمتعاملين بالتساوي. أيضا، في حالة وجود اختلال بين
العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة تعمل على إيقاف التعامل على هذه الورقة المالية
لفترة زمنية مؤقتة، بهدف إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع سبق ذكره، ص 498.

⁽²⁾ شوقي بورقية، (2010): دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10،
سطيف، الجزائر، ص ص 140-142.

➤ **عمق السوق واتساعه:**⁽¹⁾ يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر شراء وبيع مستمرة للورقة المالية، بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في السوق والبعض الآخر يحمل أسعار أقل، وكذلك وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق المحلي للورقة المالية. بالتالي إذا حدث أي تغيير أو عدم توازن ما بين العرض والطلب، يدخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فوراً لتداول الأمر الذي يعمل على إزالة تغيير كبير في أسعار الورقة المالية.

بالإضافة إلى ذلك شرط اتساع السوق، حيث يتميز سوق الأوراق المالية بالاتساع من خلال كبر حجم التداول، حيث أنه إذا كان عدد المتعاملين والمشتريين في السوق متغير وكان حجم التداول الناتج صغير فإن السوق يكون ضيق، والفرق بين عمق السوق واتساعه هو أن السوق العميق يكون فيه أوامر البيع والشراء مستمرة عند مستويات أعلى أو أدنى من سعر السوق في حين أنه في السوق المتسع لا تكون الأوامر مستمرة لكن كبيرة.

3- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كافياً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وحتى يتحقق التخصيص الكفاء لهذه الموارد، يجب أن تتوفر سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

3-1- كفاءة التسعير

وتعرف أيضاً بالكفاءة الخارجية، كما يطلق عليها بعض المفكرين الكفاءة المعلوماتية، ويكون السوق المالي كفاء عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق منعكسة في الأسعار، وفي اللحظة ذاتها التي تصل فيها، وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو معلومات حاضرة (تتوفر في وقت التقييم)، أو تعلق بتوقعات الأحداث في المستقبل، وبالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمه الحقيقية. انطلاقاً من هنا يطلق بعض المفكرين في مجال الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقاً من القيمة الحقيقية يتمكن سوق الأوراق المالية من

(1) منير إبراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص 412.

توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية، باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة المؤسسة المصدرة لها.⁽¹⁾

3-2- كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمررة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح⁽²⁾ مغال فيه. وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة. وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.⁽³⁾

وثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها:⁽⁴⁾

➤ السماح للمنشآت والشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظم، الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول ماي 1975 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناعات السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق سوق الأوراق المالية؛

➤ جعل عمولة الشراء للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق؛

➤ من خلال القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح

بين الطلب والعرض.

(1) شوقي بورقية، المرجع سبق ذكره، ص 138.

(2) الهامش أو المدى هو الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة، والسعر الذي يطلبه عند بيعها.

(3) منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع سبق ذكره، ص 502.

(4) عاطف وليم اندراوس، (2006): أسواق الأوراق المالية - بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها -، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر، ص 156.

4- كفاءة سوق الأوراق المالية وتأثير السيولة

4-1- خصائص سيولة سوق الأوراق المالية

كما ذكر سابقا فإن مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية يقصد به سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وهناك خصائص إذا توفرت فإن السوق يتصف بالسيولة وهي كما يلي:⁽¹⁾

❖ **عمق السوق:** يكون سوق الأوراق المالية عميق إذا كانت حركة التعاملات فيه نشيطة، وذلك يتحقق بوجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية. في حالة السوق العميق، فإن أي خلل في التوازن بين العرض والطلب يؤدي إلى تغير طفيف في الأسعار، وهو يعني ضالة الخسائر الرأسمالية إذا حدثت.

على عكس ذلك فإن السوق غير العميق أو الضحل يتميز بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، أي عدم استمرارية أوامر البيع والشراء، ومن ثم فإن الخلل في العرض والطلب سوف يؤدي إلى حدوث تغييرات كبيرة في الأسعار. ففي حالة زيادة العرض عن الطلب ينخفض سعر الورقة مما يعرض حاملها لخسائر كبيرة، قد تضطره إلى تأجيل قرار البيع. أما في حالة زيادة الطلب عن العرض فقد يرتفع السعر إلى الدرجة التي يضطر معها المستثمر الراغب في الشراء إلى الانتظار حتى يرتفع السعر (حالة زيادة العرض عن الطلب) أو ينخفض (حالة زيادة الطلب عن العرض) مرهونة بتحقيق التوازن بين العرض والطلب.

❖ **اتساع السوق:** يكون السوق متنوع إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، ويحقق هذا الاستقرار النسبي في سعرها، ويقلل من ثم مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية. وفي السوق المتنوع لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات البيع أو الشراء، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير يبرره ارتفاع معدل دوران الورقة.

❖ **سرعة استجابة السوق:** يقصد بخاصية استجابة السوق القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغييرات طفيفة في الأسعار، وذلك يضمن تخفيض الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يقلل من تردده في بيعها، كما يضمن أيضا عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة لفترة

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص ص 164-165.

لاحقة لشرائها بسعر أقل، وهذا يتطلب توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

وهناك العديد من الأساليب التي يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات، من أهمها:⁽¹⁾

- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص لها، إذ يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في رفع سيولة السهم.

- تسجيل الأوراق المالية في السوق، إذ من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول عن معلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغييرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المالية المسجلة مقارنة بغيرها.

- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها، ومؤدى ما تقدم تشجيع صناع السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين. ويفسر ما تقدم قيام العديد من الشركات بتجزئة أسهمها عدة مرات وذلك بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة التداول عليها ومن ثم رفع مستوى سيولتها.

4-2- العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والسيولة

تظهر العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والسيولة، من خلال التغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء، وتلك التي يحدثها أصحاب المعلومات، حيث تعتبر التغيرات التي يحدثها فريق الضوضاء تغيرات مؤقتة ما تلبث أن ترجع إلى حالة التوازن.

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص ص 165-166.

أما التغيرات التي يحدثها أصحاب المعلومات عن وصول معلومات جديدة إلى السوق فإنها لا تحدث تغير فوري في السعر، وإنما يتغير السعر شيئاً فشيئاً حتى يصل إلى المستوى الجديد تبعاً لطبيعة المعلومة.⁽¹⁾

وبالتالي ومن خلال التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية، يمكن بحث العلاقة بين مفهومي الكفاءة والسيولة، ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوما السيولة والكفاءة، حيث تكون التغيرات الناجمة عن تصرفات فريق الضوضاء في أضيق نطاق وقد لا تحدث على الإطلاق، وهو ما يتفق ومفهوم الكفاءة التي تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية يعتد بها إلا بناء على توافر معلومات جديدة، كما ينسجم هذا أيضاً مع متطلبات السيولة حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة وأدنى خسارة ممكنة. وبالتالي من خلال ما ذكر فإن أدوات تحقيق السيولة مثل إجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل بين العرض والطلب هي ذاتها أدوات تحقيق كفاءة السوق خلال الفترات التي لا ترد فيها معلومات.

وعلى عكس ما سبق، فإن التعارض يبدو واضحاً بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة. إذ أن أحد المتطلبات الرئيسية للسيولة هو توافر سمة انتظام الأسعار أو استقرار الأسعار، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجياً في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة الأمر الذي يتيح الفرصة لبعض المتعاملين لتحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر.⁽²⁾

حيث يشير (Fama, 1989) إلى أن البطء في الوصول بالأسعار إلى المستوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية قد يعني ضمناً أن السوق لن يتمكن من تحقيق هدف تخصيص الموارد المتاحة بالكفاءة المطلوبة.

ومن ناحية أخرى يرى (Black, 1986) أنه "إذا كانت تصرفات فريق الضوضاء تخلق سيولة للسوق من حيث أن تعاملاتهم تسهم في توسيع وعميق السوق، فإنها أيضاً قد تؤدي إلى إضعاف كفاءته، إذ لا تعكس أسعار الأوراق المالية في ظل وجود هذا الفريق فقط المعلومات المتاحة التي

⁽¹⁾ سميرة لطرش، (2009): العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 32، قسنطينة، الجزائر، ص 219.

⁽²⁾ عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص ص 167-168.

يتعامل على أساسها فريق المعلومات بل ستعكس أيضا السلوك الذي سيتصرف على أساسه فريق الضوضاء".⁽¹⁾

ولكن هل يمكن الاستغناء عن فريق الضوضاء؟ بالرغم من أن تصرفات فريق الضوضاء من شأنها أن تضعف من كفاءة السوق على النحو المتقدم، إلا أن غيابهم قد يؤثر على نشاط السوق، ذلك أن المتعاملين على أساس المعلومات يتعاملون مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملاتهم فيما بينهم، ومن شأن غياب فريق الضوضاء أن يؤدي إلى هبوط شديد في حركة التعامل في السوق بصفة عامة. وتأسيسا على ما تقدم يمكن القول أن السوق الكفاء والذي يتطلب عدم وجود فريق الضوضاء لا يمكن أن يجذب عددا كبيرا من المتعاملين في الوقت الذي يعتبر توافر عدد كبير من المتعاملين أحد أدوات تحقيق الكفاءة للسوق. كما أنه إذا كان السوق غير جذاب للعديد من المستثمرين خاصة المستثمرين من ذوي المعلومات فإن السيولة في مثل هذا السوق سوف تكون عند حدها الأدنى.⁽²⁾

ويشير (Bernstein, 1987) إلى وجود تناقض بين السيولة والكفاءة، حيث أن العديد من المنشآت تسعى جاهدة إلى تحسين السيولة للأسهم التي تصدرها، وذلك بالدخول مشترية تلك الأسهم. ولما كان شراء المنشأة لأسهمها يحمل في طياتها معلومات متفائلة بشأن مستقبل المنشأة، فإن التماهي في إتباع هذه الإستراتيجية من شأنه أن يضعف ثقة المستثمرين فيما تصدره المنشأة من أوراق.⁽³⁾ من هنا يمكن استنتاج أن كفاءة سوق الأوراق المالية هي بمثابة قيد على إستراتيجية تحسين السيولة من خلال إعادة شراء المنشأة لأسهمها.

ورغم التناقض الواضح في كثير من الأحيان بين السيولة والكفاءة إلا أنه يمكن التوفيق بينهما. وقد برزت اتجاهات عديدة في الأسواق الأمريكية لتحسين الكفاءة والسيولة معا باستخدام عدة أساليب أهمها:⁽⁴⁾

- ترك تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار باعتبار أن ذلك يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة المعاملات بشكل يسهم في توسيع

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 168.

(2) منير إبراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع سبق ذكره، ص 413-415.

(3) منير إبراهيم هندي، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع سبق ذكره، ص 562.

(4) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 169-170.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية.....

وتعميق السوق، ومن ثم رفع مستوى السيولة به، ومن ناحية أخرى يؤدي تخفيض تكلفة المعاملات إلى توافر أحد المتطلبات التي تستلزمها الكفاءة الكاملة للسوق.

- استخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في الأسواق، بشكل يساهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على كفاءة وسيولة السوق.

- السعي نحو توحيد كافة أسواق الأوراق المالية في سوق قومي واحد، وذلك من خلال الربط بين كافة الأسواق بشبكة اتصالات الكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة، ويقوم السوق الموحد على أربع ركائز هي:

✓ مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة؛

✓ مركزية المعلومات عن الأسعار التي تمت بها الصفقات؛

✓ تسجيل الأوامر المحددة لكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في حاسب

مركزي؛

✓ تحقيق منافسة حرة مفتوحة بين كافة صناع السوق بحيث لا يقتصر التعامل في الأوراق

المالية على عدد محدود من المتخصصين، حيث سمح للأفراد والمؤسسات طالما توافر لديهم حد أدنى من رأس المال واستوفوا الشروط والمتطلبات التي تقررها القوانين والقرارات المنتظمة أن يمارسوا مهنة صانع السوق لأي ورقة مالية. ويسهم هذا الإجراء في سرعة توصيل المعلومات بما يساهم في تحقيق كفاءة السوق، كما يؤدي إلى تخفيض هامش الربح الذي يطلبه صانع السوق الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على سيولة السوق.

5- علاقة المعلومات المالية بكفاءة سوق الأوراق المالية

5-1- مفاهيم أساسية حول المعلومة

5-1-1- مفهوم المعلومة

تعرف المعلومة على أنها " البيانات المنظمة والمعروضة بشكل يجعلها ذات معنى للشخص الذي يستلمها، لذلك فإن المعلومات لها قيمة حقيقية للمستخدم، وتقدم إضافة للمعرفة الموجودة لديه حول ظاهرة أو حدث أو مجال معين، فالمعلومة تخبر المستخدم بشيء ما لا يعرفه أو لا يمكن توقعه".⁽¹⁾

5-1-2- خصائص المعلومة

حتى تلعب المعلومة دورا هاما في اتخاذ القرارات، يجب أن تتمتع بمجموعة من خصائص، ويمكن ذكرها بإيجاز فيما يلي:⁽²⁾

❖ **الوقت المناسب:** إذ يجب أن يتلقى متخذ القرار المعلومات في الوقت الذي يحتاجها فيه. وهذا يعني عدم وصول المعلومات بعد، أو قبل الحاجة لها بفترة طويلة لاحتمالات تقادمها.

❖ **الدقة:** أي درجة خلو المعلومات من أخطاء النقل، أو الحساب، والناجبة عن التعامل مع كميات كبيرة من البيانات النصية أو الرقمية، ومن الواضح بأن عدم توافر المعلومات هو أفضل بكثير من أن تكون خاطئة أو مضللة، نظرا لما يترتب على ذلك من آثار سلبية على عملية اتخاذ القرار.

❖ **قابلية القياس الكمي:** وهي إمكانية التعبير عن المعلومات المنتجة من نظام المعلومات بالأرقام والنماذج الكمية إذا لزم الأمر.

❖ **إمكانية التحقق:** وهذا يعني درجة الاتفاق فيما بين المستخدمين المختلفين عندما يتفحصون نفس المعلومات.

❖ **إمكانية الحصول عليها:** أي درجة اليسر والسرعة في الحصول على المعلومات اللازمة.

❖ **عدم التحيز:** بمعنى غياب النية في تعديل، أو تحريف المعلومات بقصد التأثير على متخذ القرار، أو لتحقيق أغراض خاصة.

❖ **الشمول:** إن عملية اتخاذ القرار تتطلب حصول المستخدم على كافة المعلومات الضرورية،

وإذا كانت الأجزاء الهامة من مجموعة المعلومات مفقودة فإن ذلك سيخفض حتما من قيمتها.

⁽¹⁾ محمد نور برهان، غازي إبراهيم رحو، (1998): نظم المعلومات المحاسبية، دار المناهل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 24.

⁽²⁾ ثابت عبد الرحمان إدريس، (2005): نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص ص 80-81.

❖ **الملائمة:** إشارة إلى ارتباط المعلومات بمتطلبات متخذ القرار، إذ أن المعلومات غير الملائمة تؤدي إلى ابتعاد التركيز عن القضايا الهامة وتضييع وقت المدراء.

❖ **الوضوح:** أي مدى خلو المعلومات من الغموض، فإذا كانت المعلومات موجودة في كميات ضخمة من التقارير، أو إذا وضعت الإحصاءات الرقمية في جداول وكان من الأفضل إظهارها في شكل بياني، فإن متخذ القرار لن يحصل على المساعدة الضرورية في فهمه للمعلومات.

❖ **فعالية الكلفة:** غالباً ما يكون من الصعوبة بمكان مقارنة الفوائد الفعلية من استخدام المعلومات مع تكلفة إنتاجها. لأن التكاليف تدفع مباشرة من أجل الحصول على المعلومات التي تستخدم في اتخاذ القرار، والتي لا تظهر نتائجه إلا بعد فترة من الزمن لذلك تصعب المقارنة.

3-1-5- مصادر المعلومة

يمكن تقسيم مصادر المعلومة إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية، وبشكل عام تقسم مصادر المعلومة كما يلي:⁽¹⁾

➤ **المصادر الأولية:** وهي البيانات التي يتم تجميعها وتجهيزها عند الطلب واختبارها وتعميمها من قبل الجهات التي تحتاج لهذه المعلومات أو مكلفة بإعدادها، وتكون هذه المعلومات حول موضوع يخص الجهة الطالبة ويمكن أن تستفيد جهات أخرى من هذه المعلومات بعد تجهيزها، ومن هذه المصادر الميدانية لجمع المعلومات نجد الملاحظة الشخصية والاستقصاء والتجربة والاختبار.

➤ **المصادر الثانوية:** وهي المعلومات التي تم تجميعها وتجهيزها في أوقات سابقة من قبل جهات أخرى وتم تعميمها لتكون جاهزة للاستخدام من قبل الأفراد والمؤسسات في أي وقت، ومن هذه المصادر المعلومات الموجودة في المراجع والكتب والدوريات والنشرات والمجلات في المكتبات العامة والخاصة ودور النشر ومراكز البحث.

(1) إيمان فاضل المرائي، هيثم محمد الزعبي، (2002): نظم المعلومات الإدارية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 26.

✚ **بنوك المعلومات:** وهذا النوع ظهر حديثاً والذي يتم من خلاله تجميع أكبر قدر ممكن من المعلومات المرتبطة مع بعضها البعض وتجزئتها حسب كل فئة بحيث يمكن استرجاعها بسرعة لتسهيل الاستفادة منها.

✚ **الانترنت:** تعرف الانترنت على أنها شبكة ضخمة من شبكات الحاسوب الممتدة عبر الكرة الأرضية بكافة دولها، وهي اتفاقية عملاقة بين ملايين الحواسيب للارتباط مع بعضها البعض ولهذا يطلق عليها (شبكة الشبكات)، وهي شبكة عالمية مفتوحة تجعل المشترك قادراً على الوصول إلى آلاف المصادر والخدمات المختلفة في مجال المعلومات.

5-2-2- مفهوم المعلومات المالية وخصائصها

5-2-1- مفهوم المعلومات المالية

تعرف المعلومات المالية بأنها: "كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الاقتصادية التي تتم معالجتها والتقرير عنها بواسطة نظم المعلومات المالية في التقارير المالية المقدمة للجهات المحاسبية في خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا".⁽¹⁾

5-2-2- خصائص المعلومات المالية

للمعلومات المالية عدة خصائص نذكر منها:

❖ **القابلية للفهم:** هذا يعني أنه يجب أن تكون المعلومات خالية من الغموض بالتالي يسهل فهمها بيسر لتحقيق الفائدة منها.

❖ **الملائمة:** المعلومات الملائمة هي تلك " المعلومات القادرة على إحداث تغيير في اتجاه القرار، وبالتطبيق على التقارير المالية يكون ذلك عن طريق مساعدة مستخدمي هذه التقارير على تكوين توقعات عن النتائج التي سوف تترتب من الأحداث الماضية أو الحاضرة أو المستقبلية".⁽²⁾

❖ **التوقيت المناسب:** إن عملية اتخاذ قرار الاستثمار مرتبطة دائماً بفترة زمنية محددة وتختلف باختلاف طبيعة القرار، لذا يجب أن تتوفر المعلومات المالية في حينها حيث لا تفقد منفعتها في اتخاذ القرار".

❖ **حيادية المعلومات:** يجب أن لا تتحيز المعلومات المالية لفئة معينة حتى لا تفقد مصداقيتها، حيث أن المعلومات المتحيزة بحكم طبيعتها لا يمكن الثقة بها والاعتماد عليها.

(1) عباس مهدي الشيرازي، (1991): نظرية المحاسبة، مطبعة ذات السلاسل، الكويت، ص 144.

(2) عباس مهدي الشيرازي، المرجع سبق ذكره، ص 199.

❖ **الموثوقية:** الموثوقية للمعلومات تقدر بمقدار المعلومات التي يتم نشرها في التقارير المالية الخالية من الأخطاء والتحيز في عرض الأحداث والعمليات الاقتصادية.⁽¹⁾

❖ **القابلية للمقارنة:** حيث يجب أن يكون المتعاملون قادرين على مقارنة القوائم المالية للمؤسسة عبر الزمن بهدف تحديد الاتجاهات في المركز المالي وفي الأداء وفي نفس الوقت بإمكانهم المقارنة مع باقي المؤسسات.

3-5- دور المعلومات المالية في سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها.

وتلعب المعلومات دورا مهما في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية. وقد تبين لنا مما سبق أن أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وأيضا على قدرة المستثمرين على فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.⁽²⁾

تتصف البيانات والمعلومات التي يجب أن يوفرها سوق الأوراق المالية إلى المتعاملين بالتنوع والدقة والشمولية، مع التأكيد على توفر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث السرعة والعدالة في فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها، ولذلك فإنها تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها، وعلى مستوى الاقتصاد ككل فإن المعلومات تلعب دورا أساسيا في تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر وتخفيض درجة عدم التأكد للاستثمارات، إن ذلك يؤدي إلى زيادة حجم وعدد المتعاملين في السوق وتحقيق أهداف النمو الاقتصادي، لأن سوق الأوراق المالية الذي يتميز بالكفاءة يساعد على رفع كفاءة المشاريع وتنشيط الاقتصاد والنمو.⁽³⁾

⁽¹⁾ دونالد كيسو، جيرى بجاننت، (2005): المحاسبة المتوسطة، ترجمة أحمد حامد حجاج، دار المريخ للنشر والتوزيع: الرياض، السعودية، ص 70.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، المرجع سبق ذكره، ص ص 88-89.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 79-80.

بالتالي يمكن القول أن الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد، حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يُبنى على معلومات تركز على العناصر التالية:⁽¹⁾

✚ إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية، وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

✚ توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.

✚ توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة بينهما يلبي احتياجات المستثمرين.

5-4- أثر عدم تماثل المعلومات المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية

يتضح من خلال أهمية ودور نظام المعلومات المالية أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبيًا على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى. أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية)، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق بسبب تراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما. وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توافر المعلومات أو توافرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره

(1) دريد كامل آل شبيب، المرجع سبق ذكره، ص 90-91.

أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة.⁽¹⁾

المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

من الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة لسوق الأوراق المالية وذلك بناء على طبيعة المعلومات وشموليتها، حيث تنحصر هذه الصنع في ثلاث مستويات.

1- الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغييرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى.⁽²⁾

وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، حيث أنه عندما يصعب ويستحال التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد أن تكون مستقلة عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي. أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار. بمعنى آخر أن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ في الأسعار أي تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها.⁽³⁾

⁽¹⁾ بن امر بن حاسين، لحسين جديدين ومحمد بن بوزيان، (2012): كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب-، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، ورقة، الجزائر، ص 245.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، (بدون سنة الطبع): البورصات - أسهم، سندات، صناديق الاستثمار -، المكتب العربي الحديث: الإسكندرية، مصر، ص 155.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 83-84.

2- الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية

حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأوراق المالية لا تكون انعكاسا لكافة المعلومات التاريخية التي تهتم بكل ما طرأ من تغيرات على أسعار وحجم المعاملات لهذه الأوراق في الزمن الماضي فحسب، بل تمتد كذلك إلى جملة المعلومات المتاحة للمتعاملين أو تلك التنبؤات التي تركز على مثل هذه المعلومات والتي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية مستقبلا، وتتمثل هذه المعلومات في: (1)

- الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي؛

- الظروف الاقتصادية للدولة؛

- ظروف الشركة الداخلية؛

- التقارير والقوائم الخاصة بالشركة والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم، والتي تعدها

بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.

وفي ظل هذه الصيغة يتوقع أن تستجيب أسعار السهم لما يتاح من هذه المعلومات غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات. إلا أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على الأسعار، وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عوائد غير عادية وذلك بسبب أن الوقت متاح للمستثمرين لتحليل المعلومات لا يكون كافيا، حيث قد ترد إلى السوق معلومات جديدة من شأنها أن تحدث تغييرا على سعر الورقة المالية قبل أن يصل المستثمرون إلى نتيجة تحليلهم للمعلومات التي وصلت لهم من قبل.

3- الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية

وفق هذه الصيغة فإن أسعار الأوراق المالية لا تعكس جميع المعلومات المعروفة لدى المتعاملين والمنشورة فقط، بل تعكس كذلك المعلومات التي لم يتم نشرها بعد. إن عملية الحصول على المعلومات غير المعروفة تتم ضمن منافسة قوية بين مختلف المتعاملين، وبالتالي يقوم السوق بتسعير الأسهم المعنية بصفة فعالة. من هنا يمكن القول أن هناك عدد قليل من المستثمرين الذين يقومون باحتكار بعض المعلومات الداخلية لاستعمالها في تحقيق أرباح تفوق أرباح المستثمرين العاديين. يعتبر المديرون الذين يقومون بالمتاجرة بأسهم شركاتهم من أبرز المحتكرين للمعلومات، حيث يتخذون

(1) أمينة محمد دريال، محمد عبد القادر بوزيان، (2012): اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية بطريقة التكامل المتزامن، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد 32، العدد 1، جدة، السعودية، ص ص 320-321.

قراراتهم الاستثمارية انطلاقاً من معلومات لم تتح للمتعاملين العاديين، إضافة إلى مسيري المحافظ المالية، مسيري صناديق الاستثمار وصناع السوق، عادة ما يحصلون على المعلومات قبل وصولها إلى السوق، ويقومون بتحليلها والاستفادة منها في التنبؤ بأسعار الأسهم وبالتالي يحققون أرباح متميزة.⁽¹⁾

وعليه يمكن القول أن فرضية مستوى الكفاءة القوي تعني أن جميع المعلومات في السوق تكون عامة ولا يوجد احتكار لهذه المعلومات من قبل فئة معينة يمكن في حالة استخدامها أن تحقق أرباحاً غير عادية، أي أن هذا السوق لا يفسح المجال إلى نشوء ظاهرة التجارة الداخلية والتي تعني الحصول على بعض المعلومات من موظفي الشركة والتصرف على أساسها مع مالكي الأوراق المالية داخل أو خارج الشركة مما يفسح المجال لاقتناص فرصة لتحقيق أرباح غير عادية أو غير عادلة.⁽²⁾

المطلب الثالث: أثر تطبيق حوكمة الشركات على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

1- مفهوم وخصائص حوكمة الشركات

1-1- مفهوم حوكمة الشركات

تجدر الإشارة أنه لا يوجد تعريف موحد متفق عليه لمفهوم "حوكمة الشركات"، وقد حرصت العديد من المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم بالتحليل والدراسة، ولكن في مجمله يمكن إيجاز أهم التعاريف المتعلقة بحوكمة الشركات فيما يلي:

تعرف حوكمة الشركات على أنها " إطار يتضمن القواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات وخاصة شركات الاكتتاب العام لقراراتها، والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مديري ورؤساء تلك الشركات وموظفيه أو المعلومات التي يفحصون عنها للمستثمرين والحماية التي يقدمونها لصغار المستثمرين، وتضمن أيضاً موضوعات خاصة بقانون الشركات وقوانين الأوراق المالية وقواعد قيد الشركات بالبورصة، والمعايير المحاسبية التي تطبق على

⁽¹⁾ محفوظ جبار، (2007): اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004: دراسة تجريبية، المجلة الأردنية

للعلوم التطبيقية، المجلد 10، العدد 1، عمان، الأردن، ص 87.

⁽²⁾ دريد كامل آل شبيب، المرجع سبق ذكره، ص 86.

الشركات المقيدة بالبورصة وقوانين مكافحة الاحتكار وقوانين الإفلاس، كما تتضمن التشريعات الصادرة عن الحكومة والجهات التشريعية، التي يتعامل معها المساهمون والشركات".⁽¹⁾

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD⁽²⁾ عرفت على أنها " مجموعة من القواعد والعلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والملاك وجميع الأطراف التي لها علاقة مع الشركة، وهو الأسلوب الذي يقدم الهيكل أو الإطار المنظم الذي يتم من خلاله تحديد الأهداف وتحقيقها ومراقبة الأداء والإشراف الدقيق والنتائج والأسلوب الناجح لممارسة السلطة، الذي يجب أن يقدم الحوافز اللازمة لمجلس الإدارة والإدارة العليا في السعي لتحقيق الأهداف الموضوعة لخدمة مصالح الشركة ومساهمتها وتسهيل المراقبة الجيدة لاستخدام موارد وأصول الشركات والمؤسسات بكفاءة وفعالية ".⁽³⁾

2-1- خصائص حوكمة الشركات

تمتاز حوكمة الشركات بمجموعة من الخصائص:⁽⁴⁾

- ✚ الانضباط من خلال إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح؛
- ✚ الشفافية عن طريق تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث؛
- ✚ الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل؛
- ✚ المسؤولية: أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المنشأة؛
- ✚ المساءلة: أي إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلسي الإدارة والإدارة التنفيذية؛
- ✚ العدالة: أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في المنشأة؛
- ✚ المسؤولية الاجتماعية: أي النظر إلى الشركة كعون اقتصادي جيد.

⁽¹⁾ عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، (2007): مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 77.

⁽²⁾ OECD: Organisation for Economic Cooperation and Development.

⁽³⁾ محمد رمزي جودي، (2012): اهتمام لجنة معايير المحاسبة الدولية بالإفصاح المحاسبي كمدخل لحوكمة الشركات، الملتنقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، المنعقد يومي 6-7 ماي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 3.

⁽⁴⁾ طارق عبد العال حماد، (2005): حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 23.

2- أهمية وأهداف حوكمة الشركات

2-1- أهمية حوكمة الشركات

تكمن أهمية حوكمة الشركات في جوانب عديدة أهمها: (1)

✚ تساهم حوكمة الشركات في رفع مستوى كفاءة الاقتصاد لما لها من أهمية في المساعدة على استقرار أسواق الأوراق المالية ورفع مستوى الشفافية وجذب الاستثمارات من الخارج والداخل على حد سواء، زيادة على تقليص حجم المخاطر التي تواجه النظام الاقتصادي؛

✚ حماية أصول الشركة وحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح وتعزيز أثرهم في مراقبة الأداء؛

✚ محاربة الفساد الداخلي في الشركات وعدم السماح بوجوده ولا باستمراره؛

✚ تحقيق و ضمان الاستقامة والنزاهة لكافة العاملين بالشركة؛

✚ محاربة الانحرافات التي تهدد مختلف مصالح الأفراد؛

✚ تحقيق أعلى قدر من الفاعلية من المراجعين الخارجيين الذين هم على أعلى درجة من

الاستقلالية؛

✚ زيادة قدرة الشركات الوطنية على المنافسة العالمية التي تصدرها الشركات وما يترتب على

ذلك من ثقة المستثمرين بها واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات.

2-2- أهداف حوكمة الشركات

إن حوكمة الشركات تلعب دورا مهما في تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن إيجازها في

النقاط التالية: (2)

- **حماية حقوق المساهمين:** وذلك من خلال الاحتفاظ بسجلات لتسجيل وتثبيت ملكيتهم

للأسهم بالشفافية بالمعلومات وتقديمها في الوقت المناسب، فضلا عن ضمان حقوق المساهم بما في

ذلك من حق في انتخاب أعضاء المجلس الإداري والحصول على حصة من الأرباح السنوية.

(1) ارجع إلى:

- محسن أحمد الخضيرى، (2005): حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية: القاهرة، مصر، ص ص 58-59.

- محمد مصطفى سليمان، (2006): حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الطبعة الأولى، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص ص 28-29.

(2) رافد عبيد النواس، (2008): أثر حوكمة الشركات على جودة أداء مراقب الحسابات - نموذج مقترح -، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد 50، بغداد، العراق، ص ص 243-244.

- تحقيق العدالة: وتعني الاعتراف بحقوق جميع الأطراف ذات المصالح بالشركة وبالشكل الذي يضمن تحقيق المساواة والعدالة بين المساهمين سواء كانوا داخل أو خارج الشركة.
- حماية مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالشركة، وهذا ما يتطلب زرع روح الانتماء والولاء للمتعاملين مع الشركة وفي مقدمة ذلك العاملين بها.
- توفير المعلومات ودعم السلامة لقنوات الاتصال: إن توفير المعلومات المفيدة ذات الخصائص المتمثلة بالدقة والملائمة لجميع الأطراف ذات العلاقة بعمل الشركة، كل ذلك يعكس سلامة وصحة التحكم المؤسسي في الشركة فضلا عن سلامة أنظمة الرقابة الداخلية والخارجية وتطبيق القواعد والقوانين، كلها تدعم حوكمة الشركات وبما يعكس في سلامة أداء الشركة وكفايته وفعاليتها.
- إستراتيجية الشركة: تنتهج الشركات مجموعة من الاستراتيجيات التي تستمد من ورائها البقاء ضمن دائرة المنافسة وتحقيق الميزة التنافسية من خلال إضافة قيمة لها في القطاع أو السوق الذي تعمل به، إذ يتم من خلالها تحديد نقاط القوة والضعف في الشركة وفعاليتها مع الفرص والتحديات البيئية وبعتماد منهجية التحليل الاستراتيجي.
- إدارة المخاطر المختلفة: وذلك من خلال وجود إدارة كفأة وفاعلة للمخاطر فضلا عن وجود نظام للرقابة الداخلية يعمل بالتنسيق مع المراقب الخارجي. إن ما ذكر من أهداف للتحكم المؤسسي سيقبل أثره حتما في تحسين الأداء الاقتصادي للشركة فضلا عن الحفاظ ودعم السمعة الاقتصادية للشركة من خلال التمسك بمجموعة من المبادئ والقواعد الخاصة بالسلوك المهني وبجميع الوظائف الخاصة بالشركة. وتجدر الإشارة إلى أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يتوقف على توافر مستوى جودة مجموعتين من المحددات والمتمثلة بالمحددات الخارجية المتعلقة بالمناخ العام للاستثمار في الدولة والذي يشمل القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي وعمل السوق، وكفاءة القطاع المالي بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة بالمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والتدقيق، إذ أن وجود مثل هذه المحددات يتضمن تطبيق تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركات وبالشكل الذي يضع التعارض ما بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص، فضلا على المحددات الداخلية التي تشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتفويض الصلاحيات وتوزيع المسؤوليات بين مختلف أعضاء الشركة.

3- مبادئ حوكمة الشركات

قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عام 1999 بوضع خمسة مبادئ أساسية لحوكمة الشركات، إضافة إلى المبدأ السادس والذي تم وضعه بعد مراجعة هذه المبادئ عام 2004، وهي كالآتي:⁽¹⁾

❖ المبدأ الأول: حقوق المساهمين

حيث ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات حماية حقوق المساهمين.

أ- تشمل الحقوق الأساسية للمساهمين على ما يلي:

➤ تأمين أساليب تسجيل الملكية ونقل أو تحويل ملكية الأسهم؛

➤ الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة؛

➤ المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛

➤ الحصول على حصص من أرباح الشركة.

ب- للمساهمين الحق في المشاركة، وفي الحصول على معلومات كافية عن القرارات المتصلة

بالتغيرات الأساسية في الشركة ومن بينها:

➤ التعديلات في النظام الأساسي أو في مواد تأسيس الشركة أو في غيرها من الوثائق

الأساسية للشركة؛

➤ طرح أسهم إضافية؛

➤ أية تعاملات مالية غير عادية قد تسفر عن بيع الشركة.

ج- ينبغي أن تتاح للمساهمين فرص المشاركة الفعالة والتصويت في الاجتماعات العامة

للمساهمين، كما ينبغي إحاطتهم علماً بالقواعد، التي تحكم اجتماعات المساهمين، ومن بينها قواعد

التصويت:

⁽¹⁾ OCDE, Principles and Annotations on Corporate Governance, Organization for Economic Cooperation and Development Publication Service, Arabic translation, pp 6-11.

Disponible sur le site web: www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/35032070.pdf Consulté le: 10/05/2013.

➤ يتعين تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في التوقيت المناسب، بشأن تواريخ وأماكن وجدول أعمال الاجتماعات العامة، بالإضافة إلى توفير المعلومات الكاملة في التوقيت الملائم بشأن المسائل التي تستهدف اتخاذ قرارات بشأنها خلال الاجتماعات؛

➤ يجب إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه أسئلة إلى مجلس الإدارة ولإضافة موضوعات إلى جداول أعمال الاجتماعات العامة، على أن توضع حدود معقولة لذلك؛

➤ ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت بصفة شخصية أو بالإنابة، كما يجب أن يعطي نفس الوزن للأصوات المختلفة سواء كانت حضوراً أو بالإنابة؛

➤ يتعين الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن أعداد معينة من المساهمين ممارسة درجة من الرقابة لا تتناسب مع حقوق الملكية التي يحوزونها.

د- ينبغي السماح لأسواق الرقابة على الشركات بالعمل على نحو فعال ويتسم بالشفافية:

➤ العمل على ضمان الصياغة الواضحة والإفصاح عن القواعد والإجراءات التي تحكم حيازة حقوق الرقابة على الشركات في أسواق الأوراق المالية، ويصدق ذلك أيضاً على التعديلات غير العادية، مثل عمليات الاندماج وبيع نسب كبيرة من أصول الشركة، بحيث يتسنى للمستثمرين فهم حقوقهم والتعرف على المسارات المتاحة لهم. كما أن التعاملات المالية ينبغي أن تجرى بأسعار مفصح عنها، وأن تتم في ظل ظروف عادلة يكون من شأنها حماية حقوق كافة المساهمين وفقاً لفئاتهم المختلفة؛

➤ يجب ألا تستخدم الآليات المضادة للاستحواد لتحسين الإدارة التنفيذية ضد المساهمة.

هـ- ينبغي أن يأخذ المساهمون في الحسبان التكاليف والمنافع المقترنة بممارستهم لحقوقهم في التصويت.

❖ المبدأ الثاني: المعاملة المتكافئة للمساهمين

يجب أن توفر حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين، ومن بينهم صغار المساهمين الأجانب. كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم.

أ- ينبغي أن يكون للمساهمين - داخل لكل فئة- نفس حقوق التصويت، فكافة المساهمين يجب أن يتمكنوا من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل من فئات

المساهمين وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم، كما يجب أن تمون أية تغييرات مقترحة في حقوق التصويت موضعاً لعملية تصويت من جانب المساهمين.

ب- يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية.

ج- ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.

❖ المبدأ الثالث: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات

يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يرسبها القانون، وأن يعمل أيضاً على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة.

أ- ينبغي أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تأكيد احترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون.

ب- حينما يحمي القانون حقوق أصحاب المصالح فإن أولئك ينبغي أن تتاح لهم فرصة الحصول على تعويضات في حالة انتهاك حقوقهم.

ج- يجب أن يسمح إطار حوكمة الشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح وأن تكفل تلك الآليات بدورها تحسين مستويات الأداء.

د- حينما يشارك أصحاب المصالح في عملية حوكمة الشركة، يجب أن تكفل لهم فرصة الحصول على المعلومات المتصلة بذلك.

❖ المبدأ الرابع: الإفصاح والشفافية

ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق، وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بتأسيس الشركة، ومن بينها الوقف المالي، الأداء، الملكية وأسلوب ممارسة السلطة.

أ- يجب أن يشتمل الإفصاح عن النتائج التالية:

➤ النتائج المالية والتشغيلية للشركة وأهداف الشركة؛

➤ حق الأغلبية من حيث المساهمة وحقوق التصويت؛

- أعضاء مجلس الإدارة، المديرون التنفيذيون الرئيسيون، المرتبات والمزايا الممنوحة لهم؛
- عوامل المخاطر المنظورة بالعاملين وبغيرهم من أصحاب المصالح، هياكل وسياسات حوكمة الشركات.
- ب- ينبغي إعداد ومراجعة المعلومات، وكذا الإفصاح عنها، بأسلوب يتفق ومعايير الجودة المحاسبية والمالية، كما ينبغي أن يعنى ذلك الأسلوب بمتطلبات الإفصاح غير المالية وأيضا بمتطلبات عمليات المراجعة.
- ج- يجب الاضطلاع بعملية المراجعة السنوية عن طريق مراجع مستقلة، بهدف إتاحة التدقيق الخارجي والموضوعي للأسلوب المستخدم في إعداد تقديم القوائم المالية.
- د- ينبغي أن تكفل قنوات توزيع المعلومات إمكانية حصول مستخدمي المعلومات عليها في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة.

❖ المبدأ الخامس: مسؤوليات مجلس الإدارة

- يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وأن تضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين.
- أ- يجب أن يعمل أعضاء مجلس الإدارة على أساس توافر كامل المعلومات، وكذا على أساس النوايا الحسنة، وسلامة القواعد المطبقة، كما يجب أن يعمل لتحقيق مصالح الشركة والمساهمين.
- ب- حينما ينتج عن قرارات مجلس الإدارة تأثيرات متباينة على مختلف فئات المساهمين فإن المجلس ينبغي أن يعمل على تحقيق المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.
- ج- يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الاعتبار اهتمامات كافة أصحاب المصالح.
- د- يتعين أن يضطلع مجلس الإدارة بمجموعة من الوظائف الأساسية، من بينها:

- مراجعة وتوجيه إستراتيجية الشركة، وخطط العمل وسياسة المخاطرة، الموازنات السنوية، خطط النشاط، وسياسة المخاطرة، الموازنات السنوية، كما ينبغي أن يتولى الإشراف على الإنفاق الرأسمالي وعلى عمليات الاستحواذ وبيع الأصول؛
- اختيار المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين وتقرير المرتبات والمزايا الممنوحة لهم ومتابعتهم، وضمان الطابع الرسمي والشفافية لعملية ترشيح أعضاء مجلس الإدارة؛
- متابعة وإدارة صور تعارض المصالح المختلفة بالنسبة للإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة والمساهمين، ومن بين تلك الصور إساءة استخدام أصول الشركة وإجراء تعاملات لأطراف ذوي صلة؛
- ضمان سلامة التقارير المحاسبية والمالية للشركة، ومن متطلبات ذلك وجود مراجع مستقل، إيجاد نظم الرقابة الملائمة وبصفة خاصة نظم متابعة المخاطرة والرقابة المالية والالتزام لأحكام القوانين.

❖ المبدأ السادس: توافر إطار فعال لحوكمة الشركات⁽¹⁾

- يجب أن يعمل هيكل حوكمة الشركات على رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق وأن يتوافق مع دور القانون ويحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات بين الهيئات المختلفة المسؤولة عن الإشراف والرقابة والالتزام بتطبيقه؛
- يجب أن يتم تطوير هيكل حوكمة الشركات مع مراعاة تأثيرها على الأداء الاقتصادي الكلي، نزاهة السوق، الحوافز التي تخلقها للمشاركين والترويج لشفافية وكفاءة الأسواق؛
- يجب أن تنص التشريعات بوضوح على تقسيم المسؤوليات بين الهيئات المختلفة مع ضمان تحقيق مصالح الجمهور؛
- يجب أن تتمتع الهيئات الإشرافية والرقابية المسؤولة عن تنفيذ القانون بالسلطة والنزاهة والموارد اللازمة للقيام بواجباتها بأسلوب مهني وطريقة موضوعية.

⁽¹⁾ مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال تعاون الشركات، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، ص 1، متاحة عبر الموقع الإلكتروني:

4- محددات حوكمة الشركات

يتوقف التطبيق الجيد للحوكمة على مجموعتين من المحددات، وهي:

4-1- المحددات الخارجية⁽¹⁾

تشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، وتمثل البيئة التي تعمل من خلالها الشركات، وتتمثل في:

❖ القوانين واللوائح التي تنظم العمل في الأسواق مثل قوانين الشركات وقوانين سوق المال والقوانين المتعلقة بالإفلاس، وأيضا القوانين التي تنظم المنافسة والتي تعمل على منح الاحتكار؛

❖ وجود نظام مالي جيد بحيث يضمن توفير التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية؛

❖ كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال والبورصات، وذلك عن طريق إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها، وأيضا وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي لها في حالة عدم التزام الشركات؛

❖ دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة، وتتمثل المؤسسات الحكومية في جمعيات المحاسبين والمدققين ونقابات المحامين على سبيل المثال.

4-2- المحددات الداخلية⁽²⁾

تشمل على القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركات، والتي تتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل الشركات، وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم الشركات مثل مجلس الإدارة، الإدارة، المساهمين وأصحاب المصالح.

(1) محمد مصطفى سليمان، المرجع سبق ذكره، ص 20.

(2) عبد السلام زابدي، كمال بوعظم، (2009): حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، المنعقد يومي 18-19 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، ص 42.

5- دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية

5-1- أسباب ارتباط حوكمة الشركات بأداء الأسهم في سوق الأوراق المالية

هناك مجموعة من الأسباب التي تجعل هناك ارتباطا وثيقا بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم، نذكر منها:⁽¹⁾

❖ نوعية المعلومات المتاحة للمستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية الذي يعتبر من أهم مبادئ الشركات، يتضمن ما يلي:

- الإفصاح عن الأهداف المالية ونشر التقارير السنوية في وقت مناسب وفي موعد محدد؛

- نشر القوائم المالية الربع سنوية والنصف سنوية في وقت محدد؛

- الإفصاح الفوري عن النتائج بدون أي تسريب قبل الإعلان؛

- تقديم الحسابات طبقا لمبادئ المحاسبة العامة المقبولة دوليا.

❖ تعتبر حوكمة الشركات انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد من أن ارتفاع مستوى الحوكمة الذي يعتبر المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم.

❖ آليات الرقابة التي توفرها حوكمة الشركات تمنع التلاعب بالمعلومات الداخلية، وهذا يساهم

في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس على أداء سعر السهم.

5-2- دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية⁽²⁾

❖ دور تطبيق مبدأ حفظ حقوق جميع المساهمين في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية:

يعتبر هذا المبدأ ضمان لحقوق المساهمين كحق التصويت في الجمعية العامة وحق الحصول

على جزء من أرباح الشركة، وهذا يساهم في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تعزيز ثقة

المستثمرين في السوق وبالتالي ضخ أموال جديدة. وهذا يؤثر في القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم وقيم

التداول، أي بصفة عامة على مؤشرات السوق التي تعكس مدى كفاءته.

⁽¹⁾ عرابية الحاج، زغودة تير، (2013): حوكمة الشركات كآلية للرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية، المؤتمر الدولي حول دور حوكمة الشركات في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، المنعقد يومي 19-20 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ص 704.

⁽²⁾ أمينة محمد طيفور، ياقوتة بودوشن، (2013): حوكمة الشركات ودورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة)، المؤتمر الدولي حول دور حوكمة الشركات في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، المنعقد يومي 19-20 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ص 337-338.

❖ دور تطبيق مبدأ المساواة بين جميع المساهمين في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية:

تتأثر أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بالمعلومات المالية المتاحة للمساهمين المحليين والأجانب، سواء كانت معلومات تاريخية متمثلة في بيانات تاريخية عن الأسهم أو معلومات حالية عن الأحداث المستجدة للأسهم، وتعتبر هذه المعلومات مؤشرا للحكم على مدى كفاءة السوق من خلال انعكاسها على أسعار الأسهم. ومثل هذه النوعية من المعلومات تكون متاحة في الدرجة الأولى لإدارة الشركة وقد يتسرب بعضها منها إلى بعض المساهمين من ذوي الملائمة المالية الكبيرة، يؤدي إلى الإخلال بمبدأ المساواة بين جميع حملة الأسهم في الحصول على الأرباح. ومن هنا تبرز أهمية قيام الشركة بالإفصاح عن هذه النوعية من المعلومات بمصادقية، مما يقلل من فجوة المعلومات بين مختلف المساهمين وتحقق المساواة بينهم مما ينعكس إيجابا على تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية.

❖ دور تطبيق مبدأ مشاركة أصحاب المصالح في الرقابة الفعالة على الشركة والحصول على

المعلومات في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن تحقيق مبدأ مشاركة أصحاب المصالح في الرقابة على الشركة يتيح لهم الفرصة للحصول على التعويضات في حالة أية إخلال بالتعاقدات، وبالتالي تفادي حصول مشاكل، كما يساهم هذا المبدأ في تحسين كفاءة وفعالية أداء الشركات ومنه في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية بصفة عامة.

❖ دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية:

يساهم تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة في تحسين أداء الشركات وتدعيم قدراتها التنافسية، وبالتالي على تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية، وهذا من منطلق العديد من الأسباب أهمها:

- يقوم مجلس الإدارة بوضع إستراتيجية واضحة تعكس خطط التوسع الرأسي والأفقي لأنشطة الشركة خاصة فيما يتعلق بالاندماج، الموازنات الرأسمالية والتكاليف المعيارية؛
- يتم تعيين عدد من الأعضاء غير التنفيذيين الذين يتميزون بالحياد والاستقلال ويحققون التوازن داخل مجلس الإدارة خاصة فيما يتعلق بالرقابة على حالات تعارض المصالح؛

■ مراعاة عدم المغالاة في الأجور والمزايا النقدية والعينية لأعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين التنفيذيين؛

■ ضمان سلامة التقارير المالية والمحاسبية للشركة.

❖ دور تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في ضمان تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن حوكمة الشركات تعتبر أداة فعالة لزيادة ثقافة الالتزام والتمسك بأداب وأخلاقيات العمل، وأداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والإفصاح ودقة البيانات والمعلومات والإفصاح عنها للجمهور بقدر يسمح لهم بتسييل استثماراتهم عبر سوق الأوراق المالية، وهذا يتم من خلال لجنة المراجعة التي تقوم بتوفير المعلومات التي يحتاج إليها كل طرف من الأطراف الداخلية والخارجية، مما يساهم في التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات وهو الشيء الذي يساهم بدوره في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل

يعتبر سوق الأوراق المالية أوعية ادخارية تعمل على تجميع الأموال وتوظيفها بوسائل محددة ومأمونة في شكل استثمارات سائلة في سوق الأوراق المالية، خاصة وأن المستثمرين يرغبون دائماً في توظيف أموالهم أو توظيف مدخراتهم بشكل لا يعرضها للمخاطر التي تتجم عن امتلاك الأصول العينية، وبشرط تمكن أصحابها من تحويل هذه الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل في مال حاضر في أي وقت، ويتم ذلك من خلال الاستثمارات في مختلف الأوراق المالية من أسهم، سندات، مشتقات مالية، وذلك من أجل تحقيق سيولة للأموال التي تتضمنها هذه الأوراق، فالأوراق المالية لا تمثل ثروة في حد ذاتها وإنما تمثل حقوق على المدخرين أو المؤسسات التي تقوم بتجميع المدخرات بقصد استثمارها. وبالتالي لم يعد من الضروري أن يقوم المستثمر ببيع أصول الملكية وغيرها لتحويلها إلى نقد، بل يكفي ببيع الحقوق التي تملكها هذه الأوراق على الثروة، ومن هنا جاءت أهمية سوق الأوراق المالية التي سوف تباع وتشتري فيها الحقوق على الثروة التي تعطي نتيجة لذلك سيولة للأوراق المالية.

الفصل الثاني:

**الإطار النظري للنمو الاقتصادي
ونماذجه**

تمهيد

اهتم عدد كبير من الاقتصاديين والمفكرين في دراساتهم للاقتصاد الكلي بالنمو الاقتصادي، ومدى فاعلية العوامل المكونة له، بهدف دراسة الاستقرار على المدى الطويل، ناهيك عن كون النمو يعتبر من أهم المؤشرات الاقتصادية وهدف تسعى كل اقتصادات العالم لزيادة معدلاته، هذه الأخيرة التي من شأنها أن تمكن اقتصاد أي دولة من الانتعاش.

وفق هذا السياق، سوف يتم التطرق في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للنمو الاقتصادي، من خلال التعرض إلى مفهومه، وعندما يتم الحديث عن النمو الاقتصادي نجد أنفسنا - تلقائياً- بصدد الحديث عن التنمية الاقتصادية بسبب الارتباط الوثيق بينهما، ثم يتم التطرق إلى أهمية وخصائص النمو الاقتصادي بالإضافة إلى أنواعه، طريقة قياسه ومحدداته.

وفي المبحث الثاني نعرض إلى أهم نماذج النمو الاقتصادي ما قبل سولو والتي تتمثل في النظرية الكلاسيكية، نظرية شومبيتر وكينز وصولاً إلى نموذج هارود-دومار.

أما المبحث الثالث فتم تخصيصه للتعرض إلى النظرية النيوكلاسيكية بدءاً بنموذج سولو ورامسي وكذلك بعض النماذج الخطية، ثم تم تسليط الضوء على النظرية الحديثة للنمو.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للنمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي من أهم الأهداف التي تسعى الحكومات لتحقيقها، حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة ومستمرة هدفا تسعى له معظم الدول خاصة النامية، ذلك لأنه يعتبر الخلاصة المادية لمختلف الجهود المبذولة في المجتمع، وهو شرط ضروري لتحقيق الرفاهية أي تحسين المستوى المعيشي للأفراد. وسيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى :

- مفهوم النمو الاقتصادي؛

- أهمية النمو الاقتصادي وخصائصه؛

- أساسيات حول النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي

يعتبر موضوع التفرقة بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية من القضايا التي تمت مناقشتها من طرف العديد من الاقتصاديين. فكلاهما يعني زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، أي زيادة الاستثمار المنتج في تنمية الإمكانيات المادية والبشرية لإنتاج الدخل الحقيقي في المجتمع. ويميل البعض إلى استخدام مصطلحي النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية كمرادفين، ويميل عدد آخر إلى استخدام مصطلح التنمية الاقتصادية على الدول الأقل تقدما، إلا أن الرأي الأصوب هو قيام اختلاف واضح بين المصطلحين، لذا نجد من المفيد أن نوضح الفرق بين مفهوم النمو الاقتصادي ومفهوم التنمية الاقتصادية.

1- تعريف النمو الاقتصادي

يقترن النمو الاقتصادي عادة بالسؤال عن كيفية زيادة الموارد والطاقات الإنتاجية التي تعظم من طاقة الاقتصاد ككل، وهو بالتالي عملية مستمرة وطويلة الأجل. وقد تعددت التعاريف التي أعطيت للنمو الاقتصادي، نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: " حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل القومي بما يحقق

زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي ".⁽¹⁾

⁽¹⁾ محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، (2003): التنمية الاقتصادية- دراسات نظرية وتطبيقية-، قسم الاقتصاد: الإسكندرية،

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

التعريف الثاني: " الزيادة في الإنتاج المصاحبة لتحسن تدريجي في الاقتصاد بحيث يسير الاقتصاد في نفس مسار الزيادة في الإنتاج ".⁽¹⁾

التعريف الثالث: " معدل زيادة الإنتاج أو الدخل الحقيقي في دولة ما خلال فترة زمنية معينة. ويعكس النمو الاقتصادي التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية المتاحة في جميع القطاعات الاقتصادية، ارتفاع معدلات النمو في الدخل الوطني والعكس صحيح في حال انخفاضها ".⁽²⁾

التعريف الرابع: " الزيادة الحقيقية في الناتج القومي لبلد ما والناجمة عن عوامل رئيسية أهمها التحسين في نوعية الموارد المتاحة لزيادة هذا الناتج في هذا البلد، كالتعليم مثلا، والتحسين في كمية هذه الموارد ومستواها، والتحسين في المستوى التكنولوجي لوسائل الإنتاج. كل هذا سيؤدي بالضرورة إلى زيادة قيمة السلع والخدمات التي يتم إنتاجها في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد في أي بلد ".⁽³⁾

التعريف الخامس: " حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن ".⁽⁴⁾ ومتوسط الدخل الفردي = الدخل الكلي ÷ عدد السكان، أي أنه يشير لنصيب الفرد في المتوسط من الدخل الكلي للمجتمع. وهذا يعني أن النمو الاقتصادي لا يعني مجرد حدوث زيادة في الدخل الكلي أو الناتج الكلي، وإنما يتعدى ذلك ليعني حدوث تحسن في مستوى معيشة الفرد ممثلا في زيادة نصيبه من الدخل الكلي. بالتالي فإن هذا لا يحدث إلا إذا فاق معدل نمو الدخل الكلي (الناتج الكلي) معدل النمو السكاني. فإذا حدث وكان معدل نمو الدخل الكلي مساويا لمعدل النمو السكاني فإن متوسط نصيب الفرد من الدخل الكلي سوف يظل ثابتا، أي أن مستوى معيشة الفرد لن يتغير، وفي هذه الحالة لا يوجد هناك نمو اقتصادي. بل أكثر من هذا إذا زاد الدخل الكلي (الناتج الكلي) بمعدل أقل من معدل النمو السكاني فإن متوسط نصيب الفرد من الدخل الكلي

⁽¹⁾ Jean Rivoire, (1994): L'économie de marché, Que sais-je?, édition Dahleb, Alger, p 79.

⁽²⁾ عريقات حربي محمد موسى، (2006): مبادئ الاقتصاد-التحليل الكلي-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 268.

⁽³⁾ علي جدوع الشرفات، (2010): التنمية الاقتصادية في العالم العربي - الواقع، العوائق، سبل النهوض-، دار جليس الزمان: عمان، الأردن، ص 39.

⁽⁴⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (1999): اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 11.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

سوف ينخفض وبالتالي يتدهور مستوى معيشتهم، وتمثل هذه الحالة نوع من التخلف الاقتصادي.⁽¹⁾

ومما سبق يمكن القول أن معدل النمو الاقتصادي = معدل نمو الدخل الكلي - معدل النمو السكاني. وبالتالي لن يكون هذا المعدل موجبا، إلا إذا كان معدل نمو الدخل الكلي أكبر من معدل النمو السكاني.

ولكن يلاحظ من ناحية أخرى، أن النمو الاقتصادي يعني حدوث زيادة في الدخل الفردي الحقيقي وليس النقدي. فالدخل النقدي يشير إلى عدد الوحدات النقدية التي يتسلمها الفرد خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، مقابل الخدمات الإنتاجية التي يقدمها. أما الدخل الحقيقي فيساوي الدخل النقدي ÷ المستوى العام للأسعار، أي أنه يشير لكمية السلع والخدمات التي يحصل عليها الفرد من إنفاق دخله النقدي خلال فترة زمنية معينة. فإذا زاد الدخل النقدي بنسبة معينة وزاد المستوى العام للأسعار بنفس النسبة فإن الدخل الحقيقي سوف يظل ثابتا ولا يحدث هناك تحسن في مستوى معيشة الفرد في هذه الحالة. بل أكثر من هذا إذا زاد الدخل النقدي بمعدل أقل من معدل الزيادة في الأسعار (معدل التضخم) فإن الدخل الحقيقي للفرد سوف ينخفض ويتدهور مستوى معيشتهم. ومن ثم لن يحدث هناك نمو اقتصادي إلا إذا كان معدل الزيادة في الدخل النقدي أكبر من معدل التضخم، ففي هذه الحالة يزداد الدخل الحقيقي ممثلا في زيادة كمية السلع والخدمات التي يمكن للفرد أن يحصل عليها خلال الفترة محل البحث.⁽²⁾

ويلاحظ مما سبق أن: معدل النمو الاقتصادي الحقيقي = معدل الزيادة في الدخل الفردي النقدي - معدل التضخم، ومن ثم لن يكون هذا المعدل موجبا إلا إذا كان معدل الزيادة في الدخل النقدي الفردي أكبر من معدل التضخم.

بالتالي يمكن القول أن النمو الاقتصادي يعني:

- تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل؛
- أن تكون الزيادة حقيقية وليست نقدية؛
- أن تكون الزيادة على المدى الطويل.

(1) عبد القادر محمد عيد القادر عطية، (1999)، ص ص 11-12.

(2) المرجع نفسه، ص 12.

2- ماهية التنمية الاقتصادية

2-1- تعريف التنمية الاقتصادية

إن تحقيق التنمية الاقتصادية يؤدي إلى الوصول إلى النمو الاقتصادي والعكس ليس صحيحاً، حيث أن النمو الاقتصادي شرطاً ضرورياً للتنمية الاقتصادية ولكنه ليس شرطاً كافياً لهذه التنمية. إن التنمية الاقتصادية تؤدي إلى تغيرات رئيسية في المجالات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية، أي في البنيان الهيكلي للمجتمع في بلد ما بينما النمو لا تصاحبه مثل هذه التغيرات. بالتالي فإن التنمية الاقتصادية أشمل من النمو الاقتصادي وأعمق في تحقيق التغير المنشود في مستويات معيشة الأفراد ونقلها إلى مستويات أفضل. وقد قدمت عدة تعاريف للتنمية الاقتصادية أهمها:

التعريف الأول: " مجموعة التغيرات في المجالات الاجتماعية والهيكلية والتنظيمية بهدف تحقيق مستويات أعلى للدخل الوطني والدخول الفردية، ومستويات أعلى للمعيشة والحياة الاجتماعية في نواحيها المختلفة كالتعليم والصحة ".⁽¹⁾

التعريف الثاني: " العملية التي يتم فيها زيادة الدخل الحقيقي زيادة تراكمية وسريعة ومستمرة عبر فترة من الزمن، بحيث تكون هذه الزيادة أكبر من معدل نمو السكان مع توفير الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وحماية الموارد المتجددة من التلوث والحفاظ على الموارد غير المتجددة من النضوب ".⁽²⁾

التعريف الثالث: " التنمية الاقتصادية تغير شامل ومتواصل مصحوب بزيادة في الدخل الحقيقي وتحسين في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة وتحسين في نوعية الحياة وتغيير هيكلي في الإنتاج ".⁽³⁾

التعريف الرابع: " تلك العملية المتعددة الأبعاد التي تشتمل على إعادة التنظيم وإعادة التوجيه للاقتصاد الداخلي والنظام الاجتماعي، بالإضافة إلى التحسن في الدخل والنتاج، وتشتمل على

⁽¹⁾ مصطفى حسين، محمد شفيق وأمينة بدران، (1995): أبعاد التنمية في الوطن العربي، دار المستقبل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 120.

⁽²⁾ ميشيل تودارو، (2006): التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود، دار المريخ: الرياض، السعودية، ص 230.

⁽³⁾ عادل مختار الهواري، (1998): التنمية الاقتصادية، دار المعرفة الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 75.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

التغيرات الجذرية في الهياكل المؤسسية، الاجتماعية والإدارية، وبالمثل إحداث تحسن في اتجاهات الناس وفي أغلب الأحيان تمتد لتشمل عاداتهم ومعتقداتهم".⁽¹⁾

بالتالي بوجه عام يمكن أن نعرف التنمية الاقتصادية بأنها " العملية التي يحدث من خلالها تغيير شامل ومتواصل مصحوب بزيادة في متوسط الدخل الحقيقي وتحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة وتحسن في نوعية الحياة وتغير هيكل في الإنتاج".⁽²⁾

ووفقا لهذا التعريف فإن التنمية الاقتصادية تحتوي على عدد من العناصر أهمها:⁽³⁾

- الشمولية: فالتنمية تغير شامل ينطوي ليس فقط على الجانب الاقتصادي وإنما أيضا الثقافي والسياسي والاجتماعي والأخلاقي. ومن هذا المنطلق فإن التنمية تتضمن التحديث والذي يشير إلى إضعاف دور العادات والتقاليد غير العملية في اتخاذ القرارات وزيادة دور المعرفة العلمية. ولكن من ناحية أخرى تتضمن التنمية أيضا الالتزام بالجانب الأخلاقي. فهناك من المعرفة الحديثة ما هو مخرب ومثمر، وحتى يكون للمعرفة الحديثة دور تنموي يتعين أن يتم الاستعانة بها في إطار أخلاقي محدد. فالعلم الحديث قدم الطاقة النووية والهندسة الوراثية ولكل منهما جوانب إيجابية وجوانب لا أخلاقية. ولا شك أن التنمية تعني الاستفادة بهما في الإطار الأخلاقي المتعارف عليه داخل المجتمع؛

- حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الحقيقي لفترة طويلة من الزمن، وهذا يوحي بأن التنمية عملية طويلة الأجل.

بالتالي أصبح من المألوف التمييز بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، فالنمو الاقتصادي يشير إلى مجرد الزيادة الكمية في متوسط الدخل الفردي الحقيقي الذي لا يرتبط بالضرورة بحدوث تغيرات هيكلية اقتصادية أو اجتماعية، والمفهوم العكسي للنمو الاقتصادي هو الركود. أما التنمية الاقتصادية فهي ظاهرة مركبة تتضمن النمو الاقتصادي كأحد عناصرها الهامة، ولكنها تتضمنه مقرونا بحدوث تغيير في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والعلاقات الخارجية. بل يمكن القول أن التنمية إنما تتمثل في تلك التغيرات العميقة في الهياكل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للدولة، وفي العلاقات التي تربطها بالنظام الاقتصادي الدولي

(1) إسماعيل شعباني، (1997): مقدمة في اقتصاد التنمية، الطبعة الثانية، دار هومه للنشر والتوزيع، الجزائر، ص 53 .

(2) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (1999)، المرجع سبق ذكره، ص 17.

(3) المرجع نفسه، ص 17.

التي يكون من شأنها تحقيق زيادات تراكمية قابلة للاستمرار في الدخل الفردي الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن، إلى جانب عدد من النتائج الأخرى غير الاقتصادية.⁽¹⁾

2-2- قياس التنمية الاقتصادية

من الصعوبة البالغة قياس المستويات المقارنة للتنمية، إن الطرق الإحصائية المتاحة ربما ينظر لها أنها يمكن الاعتماد عليها للحصول على مقاييس مقبولة لمعدلات النمو في مستوى المعيشة وفي ترتيب الدول حسب معدلات النمو الاقتصادي. إن السبب الأساسي في صعوبة قياس التنمية يكمن في تعريف التنمية. هناك أهداف تنموية يمكن قياس التنمية من خلالها، ولكن بعض هذه الأهداف هي متغيرات نوعية ولذلك فإن هذه الأهداف يجب أن تقاس على نحو غير مباشر باستعمال مؤشرات قابلة للقياس الكمي.⁽²⁾

أ- المؤشرات الاقتصادية⁽³⁾

من الطبيعي أن المحللين يرغبون في استخدام أو استعمال مؤشرا وحيدا للتنمية وليس مجموعة من المؤشرات، وهذا الاتجاه جذاب ليس لأنه بسيط واجب إعداد نماذج رياضية للتنمية، ولكن أيضا لأنه يسهل الاتصال والفكر لأخذ سلاسل من الأرقام وليس أرقاما عدة أنيا. في التطبيق العملي فإن مؤشرا واحدا كان قد هيمن على المؤشرات الأخرى، وذلك المؤشر هو الدخل القومي أو الناتج القومي الإجمالي الفردي، وهذا الاسم قد أعطى للسلاسل التي يمكن أن تحسب لأي بلد باستعمال مجموعة أساسية من قواعد القياس التي تم ابتداعها في الأقطار الصناعية الغربية لقياس المستوى الكلي للدخل أو الإنتاج، فهناك من كان مع هذا المؤشر وهناك من كان ضده.

• المبررات لصالح استعمال مؤشر الناتج القومي الفردي بوصفه مؤشر للتنمية:

- إن (GNP) هو مؤشر لمجموعة من النشاطات الأساسية، ولتوفير السلع والخدمات، وهو يعبر عن زيادة تعدد شرطاً ضرورياً للتنمية تقريبا؛

⁽¹⁾ إبراهيم العيسوي، (2000): التنمية في عالم متغير - دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها-، دار الشروق: الإسكندرية، مصر، ص ص 17-18.

⁽²⁾ محمد صالح تركي الفريشي، (2010): علم اقتصاد التنمية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 44-45.

⁽³⁾ المرجع نفسه، ص ص 45-46.

- إن قواعد قياسه معقدة وقد تطورت عبر الزمن وهي معروفة جيدا ومفهومة؛
- إن معظم الدول الأعضاء في الأمم المتحدة تنتج تقديرات للنتائج القومي الإجمالي حتى تكون ضمن الإحصائيات الرسمية للأمم المتحدة.

• المبررات ضد استعمال الناتج القومي الإجمالي الفردي بوصفه مؤشر للتنمية:

- إنه مؤشر لبعض الخصائص الاقتصادية للتنمية، فقط أنه لا يأخذ في الحساب توزيع الدخل القومي المتغير، كما أن الـ (GNP) ليس له مضامين مباشرة للمعايير غير الاقتصادية الأخرى؛
- إنه مؤشر محمل بالقيمة على نحو ثقيل، وإن العنصر الذاتي أكبر في أقطار مع إحصاءات فقيرة وقطاع حد الكفاف كبير مما عليه في دول أخرى لديها نسبة أصغر من المعاملات التي تتجاوز السوق؛
- بغض النظر عن أي عيوب في (GNP)، فهو ربما يكون فيه إمكانية أن يكون مقياسا للنشاط الاقتصادي القومي، فإن هناك مشكلات إضافية في استعمال (GNP) لأغراض المقارنات الدولية؛
- من أحدث الانتقادات لاستعمال الـ (GNP) بوصفه مؤشرا للتنمية هو أن هذا المؤشر يركز على كمية السلع والخدمات ويتجاهل كلية نوعية الحياة.

ب- المعايير الاجتماعية⁽¹⁾

يقصد بالمعايير الاجتماعية مجموعة المؤشرات الاجتماعية التي تعتبر مقاييس مختارة لأحوال وظروف واتجاهات الرفاهية في المجتمع، يتم استخلاصها من الكم الكبير المتاح عادة من الإحصاءات الاجتماعية، وذلك بعد تنظيمها في إطار متكامل. وتتمثل نقطة الانطلاق في تحديد هذا الإطار المتكامل هي تعيين مجموعة من المشاكل الاجتماعية التي تمس حياة الأفراد أو الأسر، والتي يهتم أو يجب أن يهتم بها صناعات السياسات. وهذه المؤشرات تستخدم لأغراض الاستطلاع والمتابعة، أي وصف أوضاع الناس الاجتماعية، والفهم لهذه الأوضاع وتحليلها، واتخاذ القرارات بشأن تحسينها.

(1) إبراهيم العيسوي، المرجع سبق ذكره، ص ص 127-129.

وبرغم تنوع تقسيمات المشاكل الاقتصادية واختلاف الجوانب محل الاهتمام منها، ومستوى تفضيلها من قائمة إلى أخرى من قوائم المؤشرات الاجتماعية العديدة التي أعدتها هيئات دولية وإقليمية عديدة، فإن ثمة موضوعات مشتركة تغطيها هذه القوائم جميعا. وهذه الموضوعات قريبة جدا من مجموعة مجالات القضايا والمشاكل الاجتماعية التي تتضمنها السلسلة المثال التي أعدها المكتب الإحصائي للأمم المتحدة وهي: السكان، العائلة، الأسرة، المعيشة، التعليم والخدمات التعليمية، أنشطة التكسب وغير النشيطين اقتصاديا، الدخل وتوزيعه، الاستهلاك والتراكم، الضمان الاجتماعي وخدمات الرفاهة الاجتماعية، الصحة والخدمات الصحية والتغذية، الإسكان والبيئة السكنية، النظام العام والأمان، وقت الفراغ والثقافة، التمايز والحراك الاجتماعيين.

والى جانب القوائم العامة للمؤشرات الاجتماعية، قامت بعض الهيئات المتخصصة بإعداد قوائم بمؤشرات اجتماعية لغرض محدد مثل متابعة مدى التقدم نحو أهداف معينة في مجال الصحة، أو في مجال التغذية، أو في مجال الإصلاح الزراعي والتنمية الريفية، أو بالنسبة لوضع المرأة.

وسوف نتناول فيما يلي أهم المؤشرات الاجتماعية: (1)

➤ **معايير صحية:** لعل من بين المعايير التي تستخدم لقياس مدى التقدم الصحي:

- عدد الوفيات لكل ألف من السكان، عدد الوفيات لكل ألف طفل من السكان (معدل الوفيات للأطفال دون الخامسة، معدل الوفيات من الأطفال الرضع، أقل من سنة)، فارتفاع معدل الوفيات يعني عدم كفاية الخدمات الصحية وعدم كفاية الغذاء وسوء التغذية؛
- معدل توقع الحياة عند الميلاد، أي متوسط عمر الفرد، فكلما زاد دل ذلك على درجة من التقدم الاقتصادي وكلما انخفض دل ذلك على درجة من التخلف الاقتصادي؛
- كذلك توجد مؤشرات عديدة أخرى نذكر من بينها عدد الأفراد لكل طبيب، وعدد الأفراد لكل سرير من المستشفيات.

➤ **معايير تعليمية:** إن التعليم له أهمية كبرى وأثر واضح على جانبي الإنتاج والاستهلاك، وهناك إجماع أن الإنفاق على التعليم يمثل استثمارا وليس استهلاكاً، وإن هذا الضرب من الاستثمار - الاستثمار البشري - يحقق عائدا مرتفعا سواء للأفراد أو للمجتمع ككل.

(1) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص ص 98-105.

ومن بين المعايير التي تستخدم في التعرف على المستوى التعليمي والثقافي:

- نسبة الذين يعرفون القراءة والكتابة من أفراد المجتمع؛
- نسبة المسجلين في مراحل التعليم الأساسي وكذلك المسجلين في التعليم الثانوي من أفراد المجتمع؛
- نسبة المنفق على التعليم بجميع مراحله إلى إجمالي الناتج المحلي وكذلك إلى إجمالي الإنفاق الحكومي.

➤ **معايير التغذية:** من بين المؤشرات التي تستخدم للتعرف على سوء التغذية أو نقصها نذكر ما يلي:

- متوسط نصيب الفرد اليومي على السرعات الحرارية؛
 - نسبة النصيب الفعلي من السرعات الحرارية إلى متوسط المقررات الضرورية للفرد.
- **معيير نوعية الحياة المادية:** رأينا سابقا أن معيار الصحة ومعيار التعليم ومعيار التغذية جميعها معايير فردية تعتمد على ناحية اجتماعية بذاتها، أما معيار نوعية الحياة المادية الذي وضعه مجلس أعالي البحار بواشنطن عام 1977 فهو معيار مركب، أي يعتمد على أكثر من جانب من جوانب الحياة، ولذلك فإنه أكثر شمولية عن المعايير الفردية السابقة. ويتكون هذا المعيار من:

- توقع الحياة عند الميلاد - مؤشر صحي للكبار؛
 - معدل الوفيات بين الأطفال - مؤشر صحي للصغار؛
 - المعرفة بالقراءة والكتابة - مؤشر تعليمي للكبار.
- ويلاحظ أن هذا المعيار يعتمد على بعض جوانب الحياة ويهمل البعض الآخر، كما أنه مهتم بالنتائج دون أن يتعرض للجهود المبذولة لتحقيق هذه النتائج، كذلك فإنه يعطي أوزانا متساوية للجوانب الثلاثة التي يتكون منها وكذلك فإنه لا يأخذ في اعتباره مستويات الدخل والقدرة على الشراء.

➤ دليل التنمية البشرية: نجح برنامج الأمم المتحدة عام 1990 إلى الوصول إلى مقياس جديد عرف بالتنمية البشرية أو معيار التقدم البشري، وهو من المعايير المركبة شأنه شأن معيار نوعية الحياة المادية، ويعتبر هذا المعيار محاولة الربط بين مفردات معيار نوعية الحياة المادية والنتائج القومي المعدل بالقوة الشرائية، ويركز هذا المعيار على ثلاث متغيرات:

- توقع الحياة عند الميلاد؛

- معيار التحصيل العلمي ويتكون من جزئين: معرفة القراءة والكتابة، متوسط عدد سنوات الدراسة في المؤسسات التعليمية؛

- متوسط نصيب الفرد من الدخل المعدل بالقدرة على الشراء.

ج- مؤشر الحاجات الأساسية⁽¹⁾

إن هذا المؤشر يتطلب أن تقيم التنمية بصيغ المدى الذي تشبع فيه حاجات السكان في بلد نامي أو فقير. ويتضمن هذا الأسلوب إشباع المستويات الدنيا من الحاجات المادية، وهي تشمل فئات مثل: استهلاك الغذاء وتوفير الملجأ أو السكن ومنفذ على الخدمات العامة الأساسية مثل الماء الصافي للشرب وصيانة الصحة العامة والصحة والتعليم. والرقم القياسي التقريبي الذي يعبر عن هذا الأسلوب يمكن أن يكون توقع الحياة عند الولادة، يركز أسلوب الحاجات الأساسية على نحو أكثر حدة على فقراء الدول الأقل تقدماً. وهذا الأسلوب لا يهمل ضرورة ارتفاع الدخل في هذه الدول، وكذلك فإن هذا الأسلوب لا يهمل الأرقام القياسية للإنتاج الكلي أو لتوزيع الدخل، وشعاره الرئيسي هو تركيبة الإنتاج والمستفيدين منها. فبالنسبة للإنتاج فإن هذا الأسلوب يؤكد على خليط من السلع النهائية والخدمات التي تخدم الحاجات الأساسية للفقراء، ويتضمن هذا الخليط من الإنتاج أيضاً خليطاً من عناصر الإنتاج كثيفة العمل طالما أن معظم سلع الاستهلاك الواسع أو الشعبي يمكن أن تنتج بهذا الأسلوب من الإنتاج كثيف العمل. وهذه العملية تنتج فرص عمل أكبر، ولأن الاستخدام المتولد كبيراً ومنتشراً فإنه يدعم أن يكون توزيع الدخل أكثر تساويًا وعدالة والذي بدوره يرفع أو يزيد الطلب على هذه المنتجات. أما بالنسبة إلى المستفيدين وما يتعلق بهم فإن التأكيد أو التركيز هو على الناس الفقراء على نحو مطلق للذين تحاشتهم أية عملية تنمية بدون تدخل نشيط من الحكومة.

(1) محمد صالح تركي القرشي، المرجع سبق ذكره، ص 50.

وهناك اعتقاد آخر أن مثل هذا الأسلوب ضروري بوصفه حاجات أساسية يدخل ضمنها أيضا الخدمات العامة، مثل الماء والصيانة الصحية والصحة والتعليم والتي يمكن أن يعرضها أو يجهزها الأفراد أنفسهم. ومرة أخرى نقول أن الزيادة في الدخل النقدي ربما لا تساعد الفقراء لأنه ربما لا يقومون بالإنفاق بأنفسهم.

إذا إن أوضاع هذه الشرائح من المجتمع تتطلب الدعم النشيط من قبل حكومة البلد بكل الوسائل الممكنة ويعد ذلك أمرا ضروريا. ومن ناحية أخرى فإن هذا المؤشر مفيد جدا في تقييم الأداء النسبي لمختلف الدول، والأكثر من هذا فإن مؤشر الحاجات الأساسية هذا يمكن أن يكون دليلا جيدا لمراقبة اتجاه التنمية ومنطقية سياسات الدول الأقل تطورا، وكذلك سياسات الوكالات أو المنظمات الدولية التي تنظم المساعدات إلى الدول الفقيرة.

2-3- استراتيجيات التنمية الاقتصادية

هناك العديد من الاستراتيجيات للتنمية الاقتصادية، وسوف نقوم بالتطرق إلى إستراتيجية النمو المتوازن وغير المتوازن.

2-3-1- إستراتيجية النمو المتوازن

صاغ الأستاذ "نيركسه"⁽¹⁾ جوهر فكرة الدفعة القوية التي قدمها "روزنشتين رودان"⁽²⁾ في صيغة حديثة متكاملة أخذت تسمية "إستراتيجية النمو المتوازن".

يعتمد تحليل نيركسه في النمو المتوازن على تفسير الدائرة الخبيثة في الاقتصادات المتخلفة في علاقتها بمعدل تكوين رأس المال. فهو يذكر أن عرض رأس المال تحكمه المقدرة والرغبة في الادخار، بينما يتوقف الطلب على رأس المال على الحافز على الاستثمار، وهنا توجد علاقة دائرية في كل من جانبي تكوين رأس المال في الاقتصاد المتخلف.⁽³⁾

ففي جانب العرض: هناك المقدرة الضعيفة على الادخار الناشئة عن انخفاض مستوى الدخل الحقيقي، الذي ما هو بدوره إلا انعكاس للإنتاجية المنخفضة التي ترجع بدورها إلى حد كبير - إلى نقص رأس المال-، ونقص رأس المال هو نتيجة لضعف المقدرة على الادخار، وهكذا تقفل الدائرة المفرغة.

(1) اقتصادي أمريكي، ولد عام 1907، من أشهر المنظرين في النمو الاقتصادي، توفي عام 1959.

(2) اقتصادي بولوني، ولد عام 1902، قام بتطوير نظرية النمو المتوازن، توفي عام 1985.

(3) كامل البكري، (1986): التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية: بيروت، لبنان، ص 82.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

وفي جانب الطلب: نجد أن الحافز على الاستثمار ضعيف بسبب صغر حجم القوة الشرائية للسكان (أي ضيق السوق) التي ترجع إلى ضآلة دخولهم الحقيقية، والتي ترجع بدورها مرة أخرى إلى الإنتاجية المنخفضة. وانخفاض مستوى الإنتاجية هو نتيجة لصغر كمية رأس المال المستخدمة في الإنتاج والتي قد يسببها -جزئيا على الأقل- ضعف الحافز على الاستثمار، وهكذا تكتمل دائرة مفرغة أخرى.

وهكذا يبدو أن انخفاض مستوى الدخل الحقيقي، الذي يعكس في نظره الإنتاجية المنخفضة، يعتبر عاملا مشتركا في كلا الدائرتين. ولكسر هذه الدائرة المفرغة، يرى نيركسه ضرورة القيام بدفعة كبيرة من الاستثمار في عدد مختلف من الصناعات حتى يتسع نطاق السوق، ويزيد بالتالي الطلب على منتجاتها.⁽¹⁾

ففي رأيه إن القيام بمجموعة كبيرة من الاستثمارات في عدد مختلف من الصناعات قد ينجح لأن المشروعات المقام بها ستعين بعضها البعض، بمعنى أن الأفراد الذين يعملون الآن برأس مال حقيقي أكبر لكل فرد، وبكفاية إنتاجية أعلى في شكل معدل إنتاج الفرد في الساعة، سيجدون سوقا متسعة لمنتجات المشروعات الجديدة في الصناعات الأخرى. وبهذه الطريقة تختفي الصعوبة الخاصة بضيق السوق، وبالحدود الضيقة التي تفرضها على الحافز على الاستثمار، أو على الأقل ستخف حدتها عن طريق التوسع الديناميكي للسوق الناشئ عن الاستثمار الذي ينفذ في عدد مختلف من الصناعات.⁽²⁾

وبالتالي، فعن طريق استخدام رأس المال على نطاق واسع في عدد واسع ومختلف من الأنشطة سيرتفع المستوى العام للكفاية الاقتصادية، ويتسع بالتالي نطاق السوق. ويعتقد نيركسيه هو الآخر أن التجارة الخارجية لن تؤدي إلى التخلص من عقبة ضيق السوق في الاقتصادات المتخلفة نظرا لصعوبة تصدير المنتجات الأولية بسبب قلة مرونة الطلب العالمي عليها، وثبات حجمه.

ولهذا فهو يرى أملا ضعيفا في تشجيع الصادرات الزراعية، وينصح بضرورة إنشاء صناعات تنتج سلعا تحل محل الواردات الأجنبية، وأن تفرض عليها الحماية الجمركية، وإن كان يعتقد أن

(1) كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص ص 82-83.

(2) المرجع نفسه، ص 83.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

هذا الإجراء لن يؤدي في النهاية إلى نقص حجم الواردات في مجموعها إذ أن زيادة الدخل نتيجة التنمية ستؤدي إلى زيادة الاستهلاك لكل من السلع المنتجة محليا والمستوردة.⁽¹⁾

ولقد وجهت عدة انتقادات إلى إستراتيجية النمو المتوازن، أهمها:⁽²⁾

❖ يرى "ألبرت هرشمان" مقدم استراتيجية النمو غير المتوازن والتي سنتعرض لها في العنصر اللاحق، أن تنفيذ إستراتيجية النمو المتوازن ستنتهي إلى فرض اقتصاد صناعي متكامل حديث على قمة اقتصاد تقليدي راكد لا يرتبط أحدهما بالآخر إلا بأوهى الصلات، وتكون النتيجة إحياء ظاهرة الاقتصاد الثنائي التي أورتها الاستعمار الأجنبي في الماضي للدول المتخلفة، وما ترتب على ذلك من آثار وخيمة على اقتصادات هذه الدول، ولكن يرد مؤيدو إستراتيجية النمو المتوازن على أن نيركسه ومن قبله رودان أدركوا أهمية تنمية القطاع الزراعي بصورة متوازنة مع القطاع الصناعي.

❖ يؤيد انتقاد آخر لإستراتيجية النمو المتوازن يقوم على أساس عدم واقعيته لضرورة توافر موارد ضخمة لازمة لتنفيذ برامجها. فيقول "سنجر" أن مشكلة الدول المتخلفة تتمثل في وجود نسبة عالية من القوة العاملة في القطاع الزراعي الذي تتخفف إنتاجيتها بشدة، وأن مجهودات التنمية يتعين أن تنصب على إحداث تغيير جذري في هيكل العمالة، وذلك بتخفيض نسبة القوة العاملة في الزراعة تخفيضا كبيرا ورفع إنتاجيتها، وهذا يقتضي تنمية زراعية ضخمة حتى لا يقف عدم تنمية القطاع الصناعي. كذلك يقتضي توافر موارد استثمارية ضخمة دون طاقة الدول المتخلفة، وإلا في ظل الموارد الاستثمارية المحدودة سينتهي الأمر بتطبيق إستراتيجية النمو المتوازن إلى مجرد الكفاية الإنتاجية للقطاعات المختلفة دون إحداث التغيير الهيكلي المطلوب في الاقتصاد المتخلف.

❖ انتقد بعض الاقتصاديين إستراتيجية النمو المتوازن على أنها سوف تؤدي إلى عزل الدول النامية عن الاقتصاد الدولي بتركيزها على التنمية لأجل السوق المحلي. ولكن هذا الانتقاد ضئيل الأهمية لأن نيركسيه يحرص على المحافظة على النظام الدولي وعلى تقسيمه للعمل، ولأنه رودان من قبله ينصح في إستراتيجيته تركيز الدول المتخلفة على إقامة الصناعات الخفيفة دون الصناعات الثقيلة وصناعات سلع الإنتاج التي تتفوق فيها الدول الصناعية. واعتماد الدول المتخلفة

(1) كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص ص 83-84.

(2) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص ص 160-162.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

على استيراد السلع الإنتاجية من البلاد المتقدمة وتقديره الواقعي للظروف المعاصرة التي تحكم حركة رؤوس الأموال الأجنبية، هو الذي دعاه إلى دعوة الدول المتقدمة للاعتماد على تعبئة مواردها المحلية دون توقع الكثير من الاستثمارات الأجنبية.

❖ انتقد كذلك بعض الاقتصاديين تأجيل إنماء صناعات السلع الإنتاجية لحساب دفعة قوية في إنشاء الصناعات الاستهلاكية الخفيفة. ويقول النقاد أن بعض الدراسات الاقتصادية تشير إلى أن هذا ليس الأسلوب الأمثل في الأجل الطويل، لأن هذا الأسلوب سوف يظهر قصوره في تنمية المدخرات الحقيقية في الأجل الطويل وذلك لزيادة الاستهلاك على حساب الادخار، وصحيح أن التوسع في تنمية الصناعات الاستهلاكية سوف يسرع بمعدل نمو الدخل القومي.

❖ يرى البعض أن تطبيق هذه الإستراتيجية يشجع على التضخم لأنها تتطلب موارد أكثر مما هو متاح لأكثرية الدول المتخلفة، وهو انتقاد له وزنه، حيث أثبتت العديد من التجارب أن الدول التي اتبعت سياسة إحلال الواردات والتي يمكن اعتبارها تطبق إستراتيجية الكثير من جوانب الدفعة القوية والنمو غير المتوازن، ولكن لم يكن نيركسيه يتوقع أن حكومات هذه الدول سوف تنزلق في الاعتماد على التمويل التضخمي أكثر من قيامها بمجهودات جادة في تعبئة مواردها الحقيقية.

2-3-2- إستراتيجية النمو غير المتوازن

تعرضت نظرية النمو المتوازن لـ رودان ونيركسيه لانتقادات من جانب بعض الاقتصاديين أمثال هانس سنجر وألبرت هيرشمان.

حيث أن هانس سنجر، رغم تأييده للعمل الكبير دون العمل المجزأ، يعترض على نظرية النمو المتوازن على أساس أن فكرة النمو المتوازن تتضمن تأكيداً مساوياً أكثر أو أقل على تنمية الصناعة والزراعة، وتتجاهل حقيقة أساسية وهي أن العامل الجوهري في النمو الاقتصادي إنما هو التحويل التدريجي للقوة العاملة من الأعمال الزراعية ذات الإنتاجية المنخفضة إلى الأنشطة الأخرى ذات الإنتاجية المرتفعة مثل الصناعة.⁽¹⁾

وأيضاً هو يرى أن سياسة النمو المتوازن، بما تتضمنه من استثمارات ضخمة في معظم الأنشطة الرئيسية، هي ببساطة فوق طاقة الدول المتخلفة. وهكذا، فبينما تقترض نظرية النمو المتوازن وجود علاقة تكامل بين صناعات مختلفة، فإن هذه العلاقة في الواقع، في رأي سنجر، تنافسية إلى حد بعيد بسبب نقص الموارد. وكما يذكر سنجر، يجب أن يكون الاستثمار الجديد غير

(1) كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص 84.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

المتوازن بطريقة تكمل عدم التوازن القائم فعلا وحالما يتم مثل هذا الاستثمار، فمن المحتمل أن تظهر احتياجات لمنتجات جديدة في جانب الطلب واختناقات في جانب العرض، وكى نعوض عن عدم التوازن الجديد هذا ينبغي تغيير الأهمية مرة ثانية في الطور الثاني للاستثمار.

وقد أيد ألبرت هيرشمان وجهة النظر هذه بشدة حيث يرى أن نظرية النمو المتوازن قد جاءت عن طريق مقارنة نقطة التوازن الأولية للتخلف بنقطة أخرى للتوازن حيث تكون التنمية قد تحققت بالفعل، بينما تتجاهل المرحلة التي تقع في الوسط، مرحلة التنمية نفسها. ففي رأيه أن أحسن وسيلة لتحقيق النمو الاقتصادي، هي عن طريق خلق اختلال متعمد للاقتصاد طبقا لإستراتيجية مرسومة. فهو يرى أن النموذج المثالي للتنمية هو ذلك الذي يكون في شكل تتابع يبعد عن التوازن، وكل حركة في التتابع تحفز بعدم توازن سابق وتخلق بدورها عدم توازن جديد يحتاج إلى حركة أخرى. وهكذا فإن توسع الصناعة (أ) يؤدي إلى خلق وفورات تعتبر داخلية بالنسبة لـ (أ)، ولكنها تفيد الصناعة (ب)، وهكذا تصبح الأخيرة مريحة فتتوسع بدورها. هذا التوسع بدوره يجلب معه وفورات خارجية تفيد الصناعات (أ)، (ج)، (د). وفي كل خطوة تحصل صناعة من الصناعات على ميزة الوفورات الخارجية التي تم خلقها عن طريق التوسع السابق للصناعات الأخرى في نفس الوقت التي تخلق فيه بدورها وفورات خارجية لمصلحة الآخرين.⁽¹⁾

هذا النموذج الخاص بإنشاء صناعة عن طريق الوفورات الخارجية التي تخلقها صناعات أخرى يعتبر أمثل طريق للنمو الاقتصادي في نظر هيرشمان.

ويرى بعض الاقتصاديين أن أهم انتقاد يوجه إلى إستراتيجية النمو غير المتوازن يتمثل في افتراض أن هذه الإستراتيجية تجري بصفة أساسية عن طريق المبادأة الفردية. ويتضح هذا من كونها تتخذ من اختلال التوازن محركا للنمو عن طريق ما يترتب على الاختلال في التوازن من حظ المنظمين الأفراد على اتخاذ قرارات الاستثمار. ومؤدى هذا أن التنمية الاستثمارية الكلية وتوجيهها إلى مختلف وجوه النشاط الاقتصادي طبقا لما تقرره الخطة الخاصة بالدولة على أساس تعظيم العائد الاجتماعي للاستثمارات.⁽²⁾

(1) كامل البكري، المرجع سبق ذكره، ص ص 84-86.

(2) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص 166.

2-3-3- تقييم عام لإستراتيجية النمو المتوازن وغير المتوازن

انتقد العديد من الاقتصاديين التركيز الشديد على دور رأس المال بوجه عام ورأس المال المادي بشكل خاص. ونشير فيما يلي لآراء بعض الاقتصاديين في هذا الصدد: (1)

■ يشير "هالبرونز" إلى أنه يترتب على التركيز الشديد لأهمية التكوين الرأسمالي إهمال عوامل التغيير الاجتماعية والسياسية البالغة الأهمية.

■ يشير "كيرزكروس" إلى أن الدراسات الإحصائية قدرت مساهمة التراكم الرأسمالي لا تزيد عن 25% من معدلات النمو التي تحققت، وأما الثلاثة أرباع الباقية فتد إلى عوامل أخرى منها: الكفاءة التنظيمية والإدارية والإستفادة من الابتكارات والأساليب الإنتاجية التي لا تتطلب إلا القليل من الاستثمارات.

■ تشير الدراسة التي قام بها "دينسون" عن مصادر النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية المحددة في الفترة 1919-1957 إلى أن 15% فقط من الزيادة التي تحققت في الدخل القومي ترجع إلى الزيادة في حجم رأس المال المادي، على حين نجد أن تحسن نوعية العمل وعدد ساعات العمل والتقدم الفني والتنظيمي مسؤولة عن بقية الزيادة.

■ تشير الدراسة التي قام بها "Redaway" عن نمو الصناعة البريطانية خلال الفترة 1948-1954 أنه يعزى إلى عنصر رأس المال والعمل نصف الزيادة في معدلات النمو، أما النصف الآخر فمرده نوعية المهارات والخبرات.

المطلب الثاني: أهمية وخصائص النمو الاقتصادي

1- أهمية النمو الاقتصادي

النمو الاقتصادي هو المحرك الذي يعمل على زيادة مستوى المعيشة ويوفر لنا الزيادة في السلع والخدمات وفرص العمل الإضافية وعادة ما يرتبط النمو بالأهداف الاقتصادية، حيث الزيادة في إجمالي الناتج عن الزيادة في السكان يعني الزيادة في مستويات المعيشة ودخل الفرد، والزيادة في الناتج الحقيقي تساهم في حل المشاكل الاقتصادية والاجتماعية، والاقتصاد المتنامي هو القادر على مقابلة الاحتياجات الحالية والمستقبلية على المستوى المحلي والعالمي. والنمو الاقتصادي

(1) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص ص 157-158.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

يؤدي إلى زيادة في الأجور الحقيقية أو الدخول النقدية، وبالتالي فرص أفضل من الخدمات والقضاء على الفقر وتلوث البيئة دون تناقص في مستوى الاستهلاك والاستثمار والإنتاج.⁽¹⁾

تتمثل أهمية النمو الاقتصادي في عدة أمور أخرى نذكر منها:

- **رفع المستويات المعيشية للسكان:** إن أحد الأسباب الرئيسية للرغبة في النمو هو العمل على تحسين مستويات معيشة الفقراء وتخفيض الفقر، حيث يعمل النمو الاقتصادي على زيادة الأجور الحقيقية الذي يؤدي إلى القضاء على الفقر.⁽²⁾

- **تحقيق مستوى أكبر في التشغيل:** عادة ما يصطحب النمو الاقتصادي بارتفاع في الطلب على قوة العمل، فالدول التي تحقق معدلات معتبرة في النمو تمتلك فرصا أكبر للتشغيل، كما يؤثر النمو البطيء أيضا على مستوى التشغيل. لذلك نجد العديد من الاقتصاديين وخبراء منظمة العمل الدولية يدعون إلى تبني السياسات الرامية إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي لما ينطوي على ذلك من زيادة في معدلات الادخار والتراكم الذي يعمل بدوره على زيادة الطلب على العمال.⁽³⁾

- **دعم المساواة في الدخل:** يؤدي النمو الاقتصادي إلى التخفيف من حدة الاختلالات في التوزيع وتخفيف وطأة التوترات التي تنشأ على مستوى المجتمع وذلك على أساس أن زيادة الإنتاج تتبعها زيادة في توزيع الدخل، فإذا كان هناك نمو اقتصادي، وأعيد توزيع ما تحقق من زيادة في توزيع الدخل تبعاً لهذا النمو فإنه من الممكن تحجيم التفاوت في دخول الأفراد دون الاضطرار إلى الهبوط بدخل أي فرد في المجتمع، كما أن فرصة إعادة توزيع الدخل بشكل عادل تكون أكثر احتمالاً في دول تعرف نشاطاً كبيراً في إنتاجيتها.⁽⁴⁾

(1) محمد ناجي حسن خليفة، (2001): النمو الاقتصادي- النظرية والمفهوم -، دار القاهرة للنشر: القاهرة، مصر، ص ص 10-11.

(2) ارنستو هيرنانديز كاتا، (ديسمبر 2000): لزيادة النمو والاستثمار في إفريقيا جنوب الصحراء ماذا يمكن عمله؟، مجلة التمويل والتنمية، الصادرة عن صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، ص 30.

(3) الطالب مصطفى ولد حام، (2004): التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، ص 63.

(4) المرجع نفسه، ص 63.

2- خصائص النمو الاقتصادي

إن النمو الاقتصادي هو مفهوم يتعلق بالدرجة الأولى بالبلدان المتقدمة والتنمية الاقتصادية تتعلق عادة بالبلدان النامية أو تلك التي في طور النمو، حيث أن البلدان النامية قد تحقق معدلات مناسبة من النمو الاقتصادي في بعض السنوات ولكنها لا تصل إلى التنمية الاقتصادية. بالتالي فإن النمو الذي تم تحقيقه في البلدان المتقدمة يقودنا إلى معرفة الأسباب التي كانت وراء هذا النمو، والتي ترجع إلى عوامل اقتصادية وغير اقتصادية على أساس النمو طويل الأجل لهذه البلدان.

قام "سيمون كزنتس"⁽¹⁾ بتوضيح خصائص النمو الاقتصادي للدول المتقدمة بعد إعطاء تعريفا واضحا للنمو الاقتصادي للدولة، على أنه الزيادة في قدرة الدولة على عرض توليفة متنوعة من السلع الاقتصادية لسكانها، وتكون هذه الزيادة المتنامية في القدرة الإنتاجية مبنية على التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسية والإيديولوجية التي يحتاج الأمر إليها.⁽²⁾ ومن خلال هذا التعريف يمكن استنتاج ما يلي:⁽³⁾

- إن استمرارية الزيادة في الإنتاج الوطني هي تبيان للنمو الاقتصادي والقدرة على توفير مدى واسع للنضج الاقتصادي؛
- لتحقيق النمو المرتقب المصاحب للتكنولوجيا الجديدة لابد من وجود تعديلات مؤسسية وإيديولوجية، فالابتكارات التكنولوجية بدون ابتكارات ملازمة تكون مثل المصباح بدون كهرباء. وتتمثل الخصائص الخاصة بالنمو الاقتصادي حسب كزنتس فيما يلي:
- المعدلات المرتفعة لكل من نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والنمو السكاني؛
- المعدلات المرتفعة للإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج؛
- المعدلات المرتفعة للتحويل الهيكلي في الاقتصاد؛
- المعدلات المرتفعة للتحويل الإيديولوجي والاجتماعي؛
- ميل اقتصادات الدول المتقدمة للوصول إلى سيطرتها على الأسواق العالمية والمواد الخام؛

(1) عالم اقتصادي متحصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1971.

(2) ميشال تودارو، المرجع سبق ذكره، ص 175.

(3) المرجع نفسه، ص 175.

- يقتصر انتشار النمو الاقتصادي على العالم المتقدم الذي يعادل نحو ثلث سكان العالم.

المطلب الثالث: أساسيات حول النمو الاقتصادي

1- أنواع النمو الاقتصادي

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

1-1- النمو التلقائي

يتحقق النمو التلقائي بطريقة عفوية، وذلك بسبب قوى السوق التلقائية وليس بسبب تخطيط مسبق، ويكون دور الدولة دوراً مساعداً ومكملاً للسوق، ويعتبر النمو التلقائي من النوع البطيء والتدريجي والمتلاحق، بالرغم من مروره ببعض الهزات قصيرة المدى الراجعة إلى الدورات الاقتصادية.

1-2- النمو العابر

النمو العابر هو النمو الذي لا يتصف بالديمومة والثبات، فهو يظهر كنتيجة لظهور عوامل طارئة عادة ما تكون عوامل خارجية، يسود هذا النوع من النمو في الدول النامية بشكل كبير، فهو ينشأ كنتيجة لتوفر مؤشرات إيجابية مفاجئة في تجارتها الخارجية سرعان ما تختفي بنفس الوتيرة التي ظهرت بها.⁽¹⁾

1-3- النمو المخطط

النمو المخطط هو نتيجة لعملية التخطيط الشامل للموارد المختلفة الخاصة بالمجتمع، وترتبط قوة وفعالية هذا النوع من النمو بقدرات المخططين وواقعية الخطط الموضوعية.⁽²⁾

2- قياس النمو الاقتصادي

تعتبر معايير الدخل من بين أهم المعايير التي تستخدم لقياس النمو الاقتصادي، مع الإشارة إلى أن ضعف الأجهزة الإحصائية في الدول النامية وصعوبة تحديد مفهوم الدخل الحقيقي والإنفاق على البنود التي تحسب ضمن إجمالي الناتج القومي واختلاف الدول فيما بينها بالنسبة لمعالجة بنود الدخل، كذلك فإن عدم ثبات أسعار الصرف الخارجية واختلاف الأسعار الرسمية عن الأسعار الحقيقية من الأمور التي يتعين أن تؤخذ في الحسبان عند تقدير وتقييم تلك المؤشرات.

⁽¹⁾ حبيب كميل، البني حازم، (2000): من النمو والتنمية إلى العولمة والغات، المؤسسة الحديثة للكتاب: طرابلس، لبنان، ص 26.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص 27.

2-1- طريقة الدخل

❖ **الدخل القومي الكلي:** يتم قياس النمو الاقتصادي بالتعرف على الدخل القومي الكلي وليس متوسط نصيب الفرد من الدخل، إلا أن هذا المقياس لم يقابل في الأوساط الاقتصادية بالقبول وذلك لأن زيادة الدخل (أو نقصه) قد لا تؤدي إلى بلوغ نتائج إيجابية (أو سلبية)، فزيادة الدخل القومي لا تعني نمو اقتصاديا عند زيادة السكان بمعدل أكبر، ونقص الدخل القومي لا تعني عدم وجود نمو اقتصادي عند انخفاض عدد السكان.⁽¹⁾

❖ **الدخل القومي الكلي المتوقع:** يقترح البعض قياس النمو الاقتصادي على أساس الدخل المتوقع وليس الدخل الفعلي، فقد يكون لدى الدولة موارد كامنة غنية كما يتوافر لها الإمكانيات المختلفة للإفادة من ثرواتها الكامنة إضافة إلى ما بلغته من تقدم تقني، في هذه الحالة يوصي بعض الاقتصاديين أن يؤخذ في الاعتبار تلك المقومات عند احتساب الدخل.⁽²⁾

❖ **معيار متوسط الدخل:** يعتبر متوسط نصيب الفرد من الدخل أكثر المعايير استخداما وأكثرها صدقا عند قياس مستوى التقدم الاقتصادي في معظم دول العالم، إلا أن هناك العديد من المشاكل والصعاب التي تواجه الدول النامية للحصول على أرقام صحيحة تمثل الدخل الحقيقي للفرد، من بين هذه الصعاب أن إحصائيات السكان والدخول غير كاملة وغير دقيقة، كذلك فإن عقد المقارنات بين هذه الدول المتخلفة أمر مشكوك في صحته ودقته نظرا لاختلاف الأسس والطرق.⁽³⁾

بصفة عامة، في العادة يتم اعتماد زيادة الناتج المحلي الإجمالي كأداة لقياس النمو الاقتصادي، حيث يقيس الناتج المحلي الإجمالي الدخل المحصل عليه في الاقتصاد المحلي، هذا يعني أن الناتج المحلي الإجمالي يساوي مجموع الأجور، ريع الأرض، الفوائد، دخول المالكين من غير المساهمات في الشركات، عوائد المستثمرين من استثماراتهم في الشركات، امتلاك رأس المال، الضرائب التجارية غير المباشرة وأرباح الشركات. هذا يعني أن:

$$\text{الناتج المحلي الإجمالي} = \text{الدخل الوطني}$$

(1) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص 88.

(2) المرجع نفسه، ص 88.

(3) المرجع نفسه، ص ص 88-89.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

الناتج المحلي الإجمالي = مجموع الأجور + مجموع ريع الأرض + مجموع الفوائد + دخول المالكين من غير المساهمات في الشركات + عوائد المساهمين من استثماراتهم في الشركات + امتلاك رأس المال + الضرائب التجارية غير المباشرة + أرباح الشركات.

2-2- طريقة الإنفاق⁽¹⁾

في هذه الحالة يتساوى الإنفاق الكلي مع الناتج المحلي الإجمالي، أي أن الناتج المحلي الإجمالي سوف يكون مساوي لمجموع الاستهلاك، الاستثمار وصافي إنفاق القطاع الأجنبي عن طريق الصادرات والواردات.

إن إجمالي الإنفاق يتساوى بالضرورة مع إجمالي الدخل، حيث أن عملية شراء سلع أو خدمات معينة يقوم بها طرف معين، يتولد عنها دخل لطرف آخر هو البائع. حيث يكون هذا الإنفاق هو نفسه دخل. وبما أن الإنفاق يساوي الدخل والدخل يساوي الناتج المحلي الإجمالي فإن:
الناتج المحلي الإجمالي = الإنفاق الكلي

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

ولدينا الإنفاق الكلي:

حيث أن:

Y: الدخل الوطني؛

C: الاستهلاك؛

I: الاستثمار الخاص؛

G: إنفاق القطاع الحكومي؛

(X - M): إنفاق القطاع الخارجي.

يقاس النمو الاقتصادي وفقا لأسلوبين هما:

أ- معدل النمو البسيط: يقيس هذا المعدل معدل التغير في متوسط الدخل الحقيقي من سنة إلى سنة أخرى⁽²⁾، ويتم التوصل إليه عن طريق المعادلة الآتية:

⁽¹⁾ كريم بودخدخ، (2010-2009): أثر سياسة الإنفاق العام على النمو الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم - الجزائر، ص 76.

⁽²⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، (2005): النظرية الاقتصادية، كلية الاقتصاد: جامعة الإسكندرية، مصر، ص 279.

$$100 \times \frac{\text{الدخل الحقيقي في الفترة الحالية} - \text{الدخل الحقيقي في الفترة السابقة}}{\text{الدخل الحقيقي في الفترة السابقة}} = \text{معدل النمو}$$

$$CMS = \frac{y_t - y_{t-1}}{y_{t-1}} \times 100 \dots \dots (2 - 1)$$

حيث:

CMS : معدل النمو البسيط؛

y_t : الدخل الحقيقي في السنة الحالية (t)؛

y_{t-1} : الدخل الحقيقي في السنة ($t - 1$).

ب- **معدل النمو المركب**: يقيس معدل النمو المركب متوسط معدل النمو السنوي في متوسط

دخل الفرد الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة نسبياً، ويتم حسابه وفق المعادلة الآتية: (1)

$$y_N = (1 + CM_C)^N \dots \dots (2 - 2)$$

$$CM_C = \sqrt[N]{\frac{y_N}{y_0}} - 1 \dots \dots (2 - 3)$$

حيث:

CM_C : معدل النمو المركب؛

N : فرق عدد السنوات بين أول وآخر سنة في الفترة؛

y_0 : الدخل الحقيقي لسنة الأساس؛

y_N : الدخل الحقيقي لآخر الفترة (N).

3- محددات النمو الاقتصادي

هناك مجموعة من العوامل المحددة لمعدلات النمو الاقتصادي في الدول على الرغم من

عدم وجود أية مبادئ أو أسس يمكن اعتبارها المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في أي بلد، ومن

أهم هذه العوامل نذكر ما يلي:

3-1- كمية ونوعية الموارد البشرية (2)

يتمثل هذا العامل بشكل رئيسي بعدد السكان في بلد ما. ولهذا العامل أهمية كبرى في تحديد

معدل النمو الاقتصادي لبلد ما، حيث يدخل كمكون رئيسي في معادلة تحديد معدل الدخل الحقيقي

لل فرد كمؤشر للنمو الاقتصادي، والمعادلة التالية توضح ذلك:

(1) عبد القادر محمد عيد القادر عطية، رمضان محمد أحمد مقلد، المرجع سبق ذكره، ص 280.

(2) علي جدوع الشرفات، المرجع سبق ذكره، ص ص 43-44.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

$$\text{معدل الدخل الحقيقي} = \frac{\text{الناتج الوطني الإجمالي الحقيقي}}{\text{عدد السكان}}$$

من المعادلة نلاحظ أن عدد السكان هو المحدد لما يمكن أن يكون عليه معدل الدخل الحقيقي اعتماداً على مقدار الناتج القومي الإجمالي، فإذا ازداد عدد السكان والذي يمثل القوى البشرية بدرجة لا تتناسب مع الزيادة في مقدار الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي قل الطرف الأيسر من المعادلة وبالتالي قل معدل النمو الاقتصادي، أما إذا بقيت الزيادة في عدد السكان بحدود أقل من الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فإن معدل النمو الاقتصادي سيرتفع.

إن الزيادة في عدد السكان تفترض الزيادة في القوى العاملة وبالتالي الإنتاج مع الأخذ بعين الاعتبار شرط عدم زيادة السكان القادرين والراغبين في العمل، وبالتالي الإنتاج وهذا ما يؤثر بدوره على إنتاجية العمل (productivity of labor) والتي يمكن استخدامها لقياس الكفاءة في استغلال وتخصيص الموارد لتحويلها إلى سلع وخدمات. وتتأثر إنتاجية العمل بمجموعة من العوامل يمكن اعتبارها عوامل مؤثرة في النمو الاقتصادي أهمها:

- ✓ معدل ساعات العمل في العدد الواحد؛
- ✓ المستوى الصحي للفرد الذي ينجز العمل؛
- ✓ المستوى التعليمي للفرد الذي ينجز العمل؛
- ✓ المهارة الفنية والخبرة المكتسبة للفرد الذي ينجز العمل؛
- ✓ كمية ونوعية المصادر المتاحة في إنجاز العمل؛
- ✓ كمية ونوعية التكنولوجيا المستخدمة في العمل.

3-2- كمية ونوعية الموارد الطبيعية

هي ما يمكن استغلاله من المعطيات التي زودتنا بها الطبيعة كالتربة وما في باطن الأرض والمياه والغابات... إلخ، مع الأخذ بعين الاعتبار الكمية والنوعية لهذه الموارد. ويشترط في هذا العامل الاستغلال حيث لا قيمة لأي مورد طبيعي لا يمكن استغلاله لتحقيق الأهداف والغايات الاقتصادية للمجتمعات. حيث أن أي بلد لا يمكن له تحقيق أدنى مستويات النمو الاقتصادي ما لم يتم استغلال هذه الموارد لصالح أفراد المجتمع. ولتلبية هذا الشرط أي الاستغلال يجب توفر مستوى معين من الطلب على السلع التي يمكن إنتاجها من هذا المورد كما يجب أن تكون كلفة استغلال

هذا المورد لتحويله إلى سلع أو خدمات قابلة للاستهلاك أقل من الفوائد التي يمكن جنيها من هذا التحويل.⁽¹⁾

ويشمل عامل الموارد الطبيعية نوعية هذه الموارد إضافة إلى كميتها، فالنوعية الرديئة من الموارد أو غير المناسبة لحاجات المجتمع لا يمكن تحويلها إلى حالات اقتصادية يمكن للمجتمع الاستفادة منها لوجودها بنوعية غير مناسبة أو رديئة ناهيك على أن تكون غير كافية. وتمتاز الموارد الطبيعية في كثير من الأحيان بعدم ثباتها وتغير كمياتها ونوعياتها حيث يمكن لبعض الموارد أن لا تتجدد ويمكن لبعضها أن يزداد نتيجة تطورها، وهذا التطوير يحتاج إلى توجيه الجهود في وقت ما إلى البحث والدراسة لتطوير الموارد، وذلك على حساب التضحية ببعض الموارد أو ما ينتج عنها من سلع استهلاكية في المدى القصير في سبيل الوصول لمورد متطور وجديد على المدى البعيد، يتيح الوصول لمستويات أعلى على منحى إمكانات الإنتاج في الدولة أي الانتقال على مستوى أعلى على هذا المنحنى.⁽²⁾

3-3- تراكم رأس المال

يعتبر رأس المال من أهم المحددات الأساسية للنمو الاقتصادي، حيث أن زيادة معدلات تراكم رأس المال تؤثر إيجابيا على مستوى الطاقة الإنتاجية. إن الزيادة في رأس المال تعرف بالاستثمار⁽³⁾، وإن زيادة فرص الاستثمار تساهم في زيادة الطاقة الإنتاجية وهذا يساهم في توفير فرص العمل وبالتالي زيادة الدخل.

يتعلق تراكم رأس المال كعامل مؤثر في معدل النمو الاقتصادي بالدرجة الأولى بحجم الادخار أي بحجم الدخل الذي يمكن للمجتمع توفيره وعدم إنفاقه على السلع الاستهلاكية، بل يتم توجيهه إلى الإنفاق على السلع الرأسمالية كالمعدات والآلات الإنتاجية والبنى التحتية كالطرق، المدارس، المستشفيات والجامعات وغيرها. وهذا يتطلب من المجتمع الامتناع عن استهلاك جزء من الإنتاج في الوقت الحاضر وتحويل الدخل المتوفر نتيجة هذا الامتناع إلى النشاطات

(1) علي جدوع الشرفات، المرجع سبق ذكره، ص ص 41-42.

(2) المرجع نفسه، ص 42.

(3) الاستثمار هو التعامل بالأموال للحصول على الأرباح، وذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة ولفترة زمنية محددة بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض على القيمة الحالية للأموال المستثمرة وتعوض عن كامل المخاطرة المرافقة للمستقبل.

الاستثمارية، أي أن على المجتمع التضحية بجزء من إنفاقه لإحداث التكوين والتراكم الرأسمالي المطلوب.⁽¹⁾

3-4- مستوى التقدم التكنولوجي

إن التقدم التكنولوجي مجموعة من النظم الحديثة والتقنيات المتقدمة التي تهدف إلى زيادة كمية الإنتاج بنفس الكمية من المدخلات أو إنتاج نفس الكمية من المنتج بكميات أقل من المدخلات. بمعنى أن التقدم التكنولوجي يعتبر من أكثر العوامل النوعية أهمية في تحديد معدل النمو الاقتصادي لأي دولة، حيث يعمل على زيادة إنتاجية عوامل الإنتاج بالاستغلال الأمثل لكل عنصر من عناصر الإنتاج، حيث حتى وإن بقيت عناصر الإنتاج على حالها وحدث هناك تقدم تكنولوجي فإن ذلك سوف يؤدي حتما إلى زيادة الإنتاج ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي.⁽²⁾

إن التحسن التكنولوجي يمكنه أن يضيف إلى معدل النمو في مجالات عدة التي تتضمن الحد الأدنى من الإضافات إلى عناصر الإنتاج أو المدخلات، إن هذه التكنولوجيا تدعى تكنولوجيا غير متجسدة قد ساهمت على نحو كبير في الإنتاج الزراعي والصناعي.⁽³⁾

إن التقدم التكنولوجي بغض النظر عن كونه متجسد أو غير متجسد في عناصر الإنتاج قد كان سببا مهما جدا للنمو الاقتصادي. إن النمو المتأتي من العنصر المتبقي يمكن توضيحه من خلال التحسن في أساليب أو تكنولوجيا الإنتاج والإدارة والتنظيم ومن التخصيص الأفضل للموارد ووفورات الحجم.

إن أي أسلوب تكنولوجي تستعمل فيه عناصر إنتاج بوصفها توليفة إذا تحسنت فإنها سوف تجعل الإنتاج أكثر كفاءة. والكفاءة هنا قد تأخذ شكل تحسن في المنتج الذي هو أفضل نوعية، كما أن التقدم التكنولوجي يقلل تكاليف الإنتاج. ومن ناحية أخرى فإن التقدم التكنولوجي يخفف القيود المتأنتية من الندرة التي يواجهها الإنسان.⁽⁴⁾

(1) علي جدوع الشرفات، المرجع سبق ذكره، ص 44.

(2) فليح حسن خلف، (2006): التنمية والتخطيط الاقتصادي، دار جدار للكتاب العالمي: عمان، الأردن، ص 107.

(3) محمد صالح تركي القرشي، المرجع سبق ذكره، ص 57.

(4) المرجع نفسه، ص ص 57-58.

3-5- التخصص وتقسيم العمل والإنتاج الواسع

إن مبدأ التخصص وتقسيم العمل الذي نادى به آدم سميث منذ عام 1776 يعتبر مبدأ مهما في تحقيق النمو الاقتصادي، حيث أن تقسيم العمل والتخصص في هذا العمل يؤدي بالضرورة إلى تحسين كمية ونوعية الإنتاج بنفس الكمية من مدخلات هذا الإنتاج، وهو ما يسمى اقتصاديا بتحسين الكفاءة الإنتاجية للعامل. والحاجة لتقسيم العمل ستكون أقل في حالة اقتصادات الدول النامية كما ذكر سميث وذلك بسبب محدودية حجم الأسواق في هذه الاقتصادات، مما يعني تقليل حجم عمليات الإنتاج ولكن الكفاءة في إنجاز هذه العمليات ستكون عالية. وبتزايد حجم السوق والتوسع فيه وزيادة التقدم التكنولوجي للدولة يزداد التخصص في الإنتاج وتقل التكاليف بزيادة حجم الإنتاج.⁽¹⁾

بالإضافة إلى هذه العوامل هناك عوامل أخرى تؤثر في النمو الاقتصادي نذكر منها:

أ- العوامل البيئية

إن النمو الاقتصادي يتطلب وجود عدة عوامل اقتصادية، سياسية، ثقافية واجتماعية، حيث توفر مناخ استثماري ملائم، نظام مصرفي متطور، نظام ضريبي يدعم الاستثمارات بأشكالها، من العوامل التي تدعم النمو الاقتصادي. كذلك توفر استقرار سياسي لأي دولة له تأثير مباشر وإيجابي على النمو الاقتصادي، حيث أن وجود حالة عدم استقرار سياسي تعيق النمو الاقتصادي من خلال إعاقة عملية الاستثمار، حيث يمتنع بالتالي المستثمرون على استثمار أموالهم، حيث كلما كان البلد أكثر استقرارا وأمانا في الوقت الحاضر والمستقبل كان تكوين رأس المال أكبر، والعكس كلما كان البلد أقل استقرارا وأمانا كان تكوين رأس المال صغيرا.⁽²⁾

كذلك يعتبر المستوى الثقافي من أهم العوامل المتحكمة في النمو الاقتصادي، حيث أن تدني المستوى الثقافي والتعليمي ينعكس سلبا على النمو الاقتصادي، وهذا هو المشكل الذي تعاني منه الدول النامية على عكس الدول المتقدمة.

(1) علي جدوع الشرفات، المرجع سبق ذكره، ص 45.

(2) سالم توفيق النجفي، (2000): أساسيات علم الاقتصاد، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية: القاهرة، مصر، ص 307.

ب- التضخم

يعرف التضخم على أنه " الارتفاع المستمر والمحسوس في المستوى العام للأسعار أو معدل الأسعار " (1). ويمكن حساب معدل التضخم وفق المعادلة الآتية:

$$\text{معدل التضخم} = \frac{\text{المستوى العام للأسعار في السنة الحالية} - \text{المستوى العام للأسعار في السنة السابقة}}{\text{المستوى العام للأسعار في السنة السابقة}}$$

تعود ظاهرة التضخم إلى العديد من الأسباب منها: (2)

- العامل النقدي: تعتبر كمية النقود من أهم العوامل المسببة لزيادة الطلب على العرض، ومن ثم حدوث التضخم؛

- العامل المالي التوسعي: إن من أسباب زيادة الطلب على العرض، ومن ثم حدوث التضخم، زيادة الإنفاق الحكومي من جهة والتخفيضات الضريبية المتعاقبة وبخاصة الضرائب المباشرة من جهة أخرى؛

- تزايد الكلفة: والتي تسبب تخفيض حجم العرض عن الطلب ومن ثم حدوث التضخم. وتزايد الكلفة قد يرجع إلى ارتفاع الأجور، أو إلى ارتفاع الأرباح، أو إلى ارتفاع أثمان المواد المستوردة، أو ارتفاع الفوائد. و كل ذلك يولد بطريق أو بآخر ارتفاع الأسعار.

أما بالنسبة لتأثير التضخم على النمو الاقتصادي فقد اختلفت آراء الاقتصاديين حول هذا الأمر. هناك من يرى أن التضخم يؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي، ذلك باعتبار أن ارتفاع الأسعار يساهم في زيادة الاستثمارات، حيث أن انخفاض الأجور الحقيقية تؤدي إلى زيادة الأرباح، وبالتالي تحفيز المستثمرين على زيادة استثمار أموالهم مما يعمل على توفير فرص عمل أي تخفيض نسبة البطالة، هذا ما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

وهناك من الاقتصاديين من يرى أن التضخم يؤثر سلبا أو بالتحديد عكسيا على النمو الاقتصادي، حيث أن بسبب عدم سيادة حالة الثقة بسبب ارتفاع الأسعار وعدم التحكم في التضخم تولد حالة عدم ثقة لدى المستثمرين بالتالي تتخفف استثماراتهم المستقبلية والحالية، تتخفف نسبة الادخار، هذا ما يؤدي إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي.

(1) ضياء مجيد الموسوي، (بدون سنة طبع): الاقتصاد النقدي - قواعد، نظم، نظريات، سياسات، مؤسسات نقدية -، مطبعة النخلة ودار الفكر، الجزائر، ص 215.

(2) منذر قحف، (2003): ندوة بعنوان قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات، الطبعة الثانية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، ص 35.

المبحث الثاني: نماذج النمو الاقتصادي ما قبل "سولو"

اهتم العديد من الاقتصاديين عبر مختلف مراحل الفكر الاقتصادي بدراسة النمو الاقتصادي، وأدى ذلك إلى ظهور العديد من النظريات التي اختلفت في طريقة تحليله. تعتبر النظريات التي أتت قبل سولو منبع الأفكار التي اعتمد عليها في بناء نموذجه للنمو الاقتصادي، إذ مثل مضمون أفكار هارود ودومار في تفسير النمو الاقتصادي أحد أهم الأسباب التي دفعت سولو لكتابة مقاله الشهير عام 1956 بعنوان: " A contribution to the theory of economic growth " .

بالتالي سيتم التطرق من خلال هذا المبحث إلى أهم تلك الأفكار كما يلي:

- النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي؛

- نظرية النمو الاقتصادي لـ شومبيتر وكينز؛

- نموذج هارود- دومار .

المطلب الأول: النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي

كانت نظريات النمو وتوزيع الدخل بين الأجور والأرباح الشغل الشاغل لكل الاقتصاديين الكلاسيك أمثال (Adam Smith)، (Ricardo)، (Malthus)، (Marx) وغيرهم. وقد استند التحليل الكلاسيكي على فرضيات عديدة أهمها الملكية الخاصة والمنافسة التامة وسيادة حالة الاستخدام الكامل للموارد والحرية الفردية في ممارسة النشاط. واتجه الفكر الكلاسيكي للبحث عن أسباب النمو طويل الأجل في الدخل القومي معتمداً على أسلوب التحليل الاقتصادي الجزئي⁽¹⁾. وسوف نقوم باستعراض أفكار أبرز مفكري المدرسة الكلاسيكية.

1- مفهوم "آدم سميث"

تمثل آراء آدم سميث بداية التفكير الاقتصادي المنظم والمتصل منه بعملية النمو الاقتصادي بصورة خاصة. ويعتبر سميث بأن العمل مصدر لثروة الأمة، وتقسيم العمل هو وسيلة لزيادة إنتاجية العمل وبالتالي ثروة الأمة. وقد اهتم سميث بتحديد العوامل التي تحقق النمو، ومن أكبر

⁽¹⁾ مدحت القرشي، (2007): التنمية الاقتصادية- نظريات، سياسات وموضوعات-، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 55-56.

مساهماته هي فكرة زيادة عوائد الإنتاج المستندة إلى ظاهرة تقسيم العمل والتخصص.⁽¹⁾

وتتحقق مزايا عديدة من جراء تقسيم العمل أهمها:

✓ زيادة إنتاجية العمل الناجمة عن التخصص؛

✓ تناقص وقت العمل اللازم لإتمام العمليات الإنتاجية.

فتقسيم العمل يولد وفورات خارجية ويحسن في مستوى التكنولوجيا والتي ينجم عنها تخفيض

في تكاليف الإنتاج وزيادة الطاقة الإنتاجية، ولهذا فإن التخصص يسهل مهمة تراكم رأس المال.

ويؤكد سميث أن نمو الإنتاج ومستويات المعيشة يعتمدان على الاستثمار وتراكم رأس المال،

وأن الاستثمار بدوره يعتمد على الادخار، الذي ينجم عن الأرباح، المتولدة من النشاط الصناعي

والزراعي ومن تخصص العمل. وأن تقسيم العمل يعتمد على حجم السوق، ومع تحسن وسائل

النقل فإن حجم السوق يزداد ويصبح العمل أكثر تخصصا وتحل النقود محل المقايضة وتتزايد

الإنتاجية. ومن جهة أخرى فإن حجم السوق بدوره يعتمد جزئيا على تقسيم العمل الذي يحدد معدل

دخل الفرد. كما أن التجارة الخارجية تعتبر في نظره أداة مهمة في توسيع السوق، وأن التجارة الحرة

تقود إلى توزيع كفاء في الموارد، وأن الأسواق التي تنظم نفسها بنفسها هي بمثابة اليد الخفية التي

تحول المصالح الخاصة إلى منافع اجتماعية. وفي نظر سميث فإن ثروة الأمة تزداد من خلال

زيادة إنتاجية العمل والمتأتية من زيادة العوائد الناجمة عن تقسيم العمل.⁽²⁾

ويعتبر سميث أن زيادة العوائد تسود في معظم النشاطات الصناعية. بينما أن انخفاض

العوائد يخص النشاطات المعتمدة على الأراضي مثل الزراعة والمناجم، لأن الأرض عامل ثابت

من عوامل الإنتاج.⁽³⁾

ويعتقد سميث بأن التنمية الاقتصادية إذا بدأت تكون تدريجية وتراكمية، لكنه تصور تدهور

الرأسمالية بسبب فناء الموارد وثبات عوائد الإنتاج وأن المنافسة فيما بين الرأسماليين سوف تقلل

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص 56.

(2) المرجع نفسه، ص ص 56-57.

(3) المرجع نفسه، ص 57.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

الأرباح ومن ثم تكوين رأس المال وينتهي تقدم المجتمعات. وبهذا يعتقد سميث بأن هناك حدودا للتنمية الاقتصادية، ولهذا فالركود الاقتصادي أمر حتمي. ذلك لأن إنتاج الأرض والعمل يمكن أن تحدث بشكل كبير إلا نتيجة لرأس المال، ولهذا فإن زيادة رأس المال ضرورة حتمية.

ويؤكد سميث أن الادخار عامل مهم في تراكم رأس المال وأن هذا الأخير عامل مهم في النمو الاقتصادي، ولهذا فإنه يؤكد على أهمية الادخار وتراكم رأس المال، وإن نموذج سميث للتنمية يحركه رأس المال المولد من الأرباح الناجمة عن النشاط الصناعي. وأن الاستثمار يعتمد على معدل الربح فإذا انخفض معدل الربح ينخفض الاستثمار. وافترض سميث أن الادخار يتم استثماره ولهذا لا يمكن حصول تراكم رأسمالي وتنمية دون وجود ادخار.⁽¹⁾

2- مفهوم "ديفيد ريكاردو"

يعتبر ديفيد ريكاردو من أبرز كتاب المدرسة الكلاسيكية، وقد ارتبط اسمه بالعديد من الآراء والأفكار منها الربح والأجور والتجارة الخارجية. بنى ريكاردو أفكاره وتحليله على دعامين أساسيتين هما: نظرية مالتس للسكان وقانون تناقص الغلة.

يعتبر ريكاردو أن الزراعة هي القطاع الرئيسي الهام في النشاط الاقتصادي، والذي يخضع لقانون تناقص الغلة نتيجة التسابق بين الغذاء من ناحية والسكان من ناحية أخرى. وقد جعل ريكاردو رغم تأكيده لأهمية التراكم الرأسمالي من عنصر الأرض عاملا محددًا للنمو الاقتصادي، حيث يرى أن عنصر السكان عندما يكون قليلا بالنسبة للموارد الطبيعية، تتوافر فرص الربحية أمام المستثمرين الرأسماليين فيزيدون من استثماراتهم خاصة في القطاع الزراعي. هذا يؤدي إلى زيادة الأرباح ومعدلات التراكم الرأسمالي، وبالتالي يزيد الإنتاج والربح والطلب على العمل، فترتفع الأجور، فيزيد النمو السكاني، وتشتد المنافسة على الأراضي الأكثر خصوبة. وباستمرار النمو السكاني تستغل جميع الأراضي حتى الأقل خصوبة، هذا ما يؤدي إلى نشأة أو ظهور قانون تناقص الغلة، وارتفاع أسعار الغذاء. هنا يطالب العمال برفع أجورهم، فتنخفض الأرباح والتراكم الرأسمالي ويقل الحافز على الاستثمار، فينخفض الطلب على العمل، وتتجه الأجور إلى الانخفاض

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص ص 57-58.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

حتى تصل إلى حد الكفاف وتظهر هنا حالة من الركود الاقتصادي الذي يصعب معه عملية النمو.⁽¹⁾

ويعتبر توزيع الدخل العامل الحاسم المحدد لطبيعة النمو الاقتصادي عند ريكاردو، والذي يحل عملية النمو من خلال تقسيم المجتمع إلى ثلاث مجموعات هي الرأسماليون، العمال الزراعيون وملاك الأراضي. حيث أن الرأسماليون دورهم مركزي في عملية التنمية والنمو، إذ يوفرون رأس المال الثابت للإنتاج ويدفعون أجور العمال ويوفرون مستلزمات العمل، ومن خلال اندفاعهم لتحقيق أقصى الربح يعملون على تكوين رأس المال والتوسع فيه وهذا يضمن تحقيق النمو. أما العمال الزراعيون فإنهم الأغلبية من السكان ويعتمدون على الأجور، وأن عددهم يتقرر تبعاً لمستوى الأجور (أجر الكفاف). لأن زيادة الأجور تؤدي إلى زيادة السكان وزيادة عرض العمل مما يخفض الأجور إلى مستوى الكفاف. أما ملاك الأراضي فيحصلون على دخولهم عن طريق الريع لقاء استخدام الأراضي المملوكة لهم، فالأراضي الخصبة نادرة وإن زيادة السكان وتكوين رأس المال يؤدي إلى ندرة الأراضي الخصبة مما يدفع لاستخدام الأراضي الأقل خصوبة، وهنا ينشأ الريع (أي يتحول جزء من محصول الأرض إلى الملاكين) لأنهم يطلبون ثمناً مقابل أرضهم الأقل خصوبة.⁽²⁾

إن الريع والربح يشكلان الإيراد الصافي والذي يعتبر مصدر عملية التكوين الرأسمالي. والنمو لا يتحقق إلا إذا استخدم الإيراد الصافي لتوسيع عملية التراكم الرأسمالي. لكن ندرة الأراضي الخصبة تقود إلى تحول في الحصة النسبية للمجموعات الثلاث، الأمر الذي يقلل من حصة الأرباح إلى الحد الذي يؤدي إلى توقف عملية النمو. إضافة إلى أن زيادة السكان تؤدي إلى ارتفاع الأجور النقدية لأن هذه الزيادة في السكان تؤدي إلى ظهور قانون الغلة المتناقصة ونشوء الريع وزيادته، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج الزراعي وارتفاع أسعار المنتجات الزراعية الأمر الذي يشجع المطالبة بزيادة الأجور النقدية، ويتم هذا على حساب الأرباح كحصة نسبية من الدخل. وهكذا فإن حصة الأرباح تتخفض مقابل زيادة حصة الريع والأجور في الدخل، الأمر الذي

⁽¹⁾ عبلة عبد الحميد بخاري، (2009): التنمية والتخطيط الاقتصادي: نظريات النمو والتنمية الاقتصادية، الجزء الثالث، متاحة عبر الموقع الإلكتروني:

faculty.mu.edu.sa/public/uploads/نظريات%20النمو1342618978.7265.pdf Consulté le: 14/11/2013.

⁽²⁾ مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص ص 58-59.

يؤدي إلى انتهاء تراكم رأس المال، وأن أي شيء يخفض تراكم رأس المال يؤدي إلى تخفيض النمو الاقتصادي.

3- مفهوم "توماس روبرت مالتس"

قام توماس روبرت مالتس بتبيان أثر النمو السكاني على النمو الاقتصادي، وقد كان ذو نظرة تشاؤمية حيث يعتبر أن سبب البؤس لا يرجع إلى سوء توزيع الثروات وإنما إلى عدم وجود توازن ما بين حجم السكان والنتائج في الاقتصاد المحلي.

ويعتبر مالتس الاقتصادي الكلاسيكي الوحيد الذي يؤكد على أهمية الطلب في تحديد حجم الإنتاج، فيما يؤكد الآخرون على العرض استناداً إلى قانون "جون باتيست ساي" الذي يقول أن العرض يخلق الطلب.

ويرى مالتس بأنه يجب على الطلب الفعال أن ينمو بالتناسب مع إمكانية الإنتاج بهدف الحفاظ على مستوى الربحية، لكن ليس هناك ما يضمن ذلك. وقد ركز على نقطة عدم وجود توازن بين عرض المدخرات التي تم ادخارها من طرف ملاك الأراضي وبين الاستثمار المخطط للرأسماليين، والذي يمكن أن يقلل من الطلب على السلع. أما في حالة زيادة حجم المدخرات الخاصة بملاك الأراضي عن حاجة الرأسماليين للاقتراض يقترح مالتس في هذه الحالة فرض ضرائب على ملاك الأراضي.⁽¹⁾

ولقد قام مالتس بتقسيم المجتمعات إلى قطاعين المتمثلان في القطاع الزراعي والقطاع الصناعي، وهو يرى أنه يجب إعطاء أهمية للقطاع الصناعي، ذلك لأنه يتميز بتزايد الغلة ويظهر فيه التقدم التكنولوجي الذي يجنب الركود.

4- مفهوم "ألفريد مارشال" و "كوستاف كاسل"

تعتبر فكرة نظام اقتصادي ينمو حصرياً بسبب بعض العناصر الخارجية التي تجعله ينمو كانت قد وضعت في وضع متقدم في تاريخ الفكر الاقتصادي بوصفها مقارنة معيارية. على سبيل المثال في عام 1980 أدخل ألفريد مارشال فكرته المشهورة التي تدعى "حالة مستقرة أو ساكنة" للكشف عن النتائج التي سوف تظهر بتغاير مع تلك النتائج في العالم الحديث. ومن خلال إرداء

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص ص 59-60.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

الافتراضات الشديدة واحدا بعد الآخر تلك الافتراضات التي تعرف الحالة المستقرة أو الساكنة. لقد كان مارشال يسعى على نحو تدريجي ليكون قريبا من الحالات أو الشروط الفعلية في الحياة.⁽¹⁾ يعتبر النظام الاقتصادي الناتج ينمو بمعدل ثابت والذي يساوي المعدل الخارجي لنمو السكان كما أن توزيع الدخل والأسعار النسبية هي نفسها في حالة الاستقرار التي يتصف بها الاقتصاد الوطني. وبلغة حديثة فإن النظام يتوسع مع خط النمو المستقر.

وهنا نواجه الفكرة نفسها على نحو أساسي في كتاب "نظرية الاقتصاد الاجتماعي" لـ كوستاف كاسل في عام 1918، إن النموذج الذي خطه كاسل (نموذج النمو الخارجي) يمكن أن يعد نقطة بداية تقريبية لتطور النظرية الكلاسيكية الحديثة. لقد عرض نموذجين كان الأول للاقتصاد الوطني والآخر نموذج لاقتصاد ينمو على خط حالة الاستقرار.

افترض كاسل في نموذجه الأول أن هناك عناصر أولية للإنتاج، إن كميات هذه الموارد وكذلك كميات الخدمات التي توفرها تلك الموارد أخذت بوصفها عرض. يتصف التوازن العام بالتساوي بين العرض والطلب على الخدمة التي يقدمها كل عنصر ولكل سلعة منتجة وتساوي سعر السلعة مع كلفة إنتاجها. إن المنظومة الناتجة من المعدلات تُولف ما يعرف بوصفه نموذج "الراس-كاسل". وهذه تحقق عندئذ تطبيق معيار التمامية وهذا يعني أن عدد المعادلات يساوي عدد المجاهيل. وحسب رؤية كاسل فإن تعميم قضية أو حالة الاقتصاد الذي ينمو بمعدل خارجي ثابت ومعطى لا تسبب مشكلات مهمة في القطاع الزراعي التي يقوم بإتباع أساليب بسيطة لزيادة الإنتاجية.⁽²⁾

أما بخصوص نظرية مالتس في السكان، يقول بأن حجم السكان ينمو بمتتالية هندسية فيما ينمو مستوى الإنتاج بمتتالية عددية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم السكان عن حجم الإنتاج مما ينتج عنه مجاعات، وتتناقص عوائد الزراعة مما يجعل دخل الفرد يتراوح عند مستوى الكفاف. ويؤكد مالتس أن نمو السكان يحبط مساعي النمو الاقتصادي، وإن نمو الموارد في هذه الحالة يساهم في زيادة السكان وليس في زيادة رأس المال، ذلك راجع إلى أن الزيادة في دخل الفرد الناتجة عن التقدم التكنولوجي تساهم في زيادة المواليد التي تقلل من معدل دخل الفرد وترجعه إلى مستوى الكفاف.

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص ص 81-82.

(2) المرجع نفسه، ص ص 82-83.

5- نظرية النمو الكلاسيكية

رغم الاختلاف في بعض الآراء فيما بين الاقتصاديين الكلاسيك إلا أن هناك العديد من الآراء والنقاط التي يشتركون فيها بخصوص نظرية النمو الاقتصادي. حاول الاقتصاديون الكلاسيك اكتشاف أسباب النمو طويل الأجل في الدخل القومي والعملية التي تمكن النمو من أن يتحقق. ومن أهم أفكار النظرية الكلاسيكية في مجال النمو الاقتصادي ما يلي:⁽¹⁾

❖ اعتقد الكلاسيك أن الإنتاج هو دالة لعدد من العوامل وهي العمل، رأس المال، الموارد الطبيعية والتقدم التكنولوجي. والتغير في الإنتاج (النمو) يتحقق عندما يحصل تغير في أحد هذه العوامل أو جميعها. واعتبر الكلاسيك أن الموارد الطبيعية ثابتة وأن بقية العوامل متغيرة. ولهذا فإن عملية الإنتاج للأراضي الزراعية تخضع لقانون الغلة. لكن صحة التحليل المذكور هي رهن بافتراض ثبات الفن الإنتاجي ورأس المال المستخدم.

وتبعاً لذلك اعتقد الكلاسيك بأن القوى الدافعة للنمو الاقتصادي تتمثل بتقدم الفن الإنتاجي وعملية تكوين رأس المال (الاستثمار). وأن تكوين رأس المال يعتمد على الأرباح، وأن التقدم التكنولوجي لا يتم إلا من خلال تكوين رأس المال، وعليه فإن الأرباح هي مصدر للتراكم الرأسمالي.

❖ اعتقد الكلاسيك بوجود علاقة بين النمو السكاني والتراكم الرأسمالي، حيث أكدوا بأن تزايد التراكم الرأسمالي يؤدي إلى تزايد حجم السكان، وفي نفس الوقت فإن تزايد حجم السكان من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكوين رأس المال وكما يأتي:

أ- تأثير التراكم الرأسمالي على نمو السكان: إذ يرى الكلاسيك أن النمو السكاني يعتمد على عملية تكوين رأس المال عن طريق تأثير هذه العملية على الرصيد الكلي للأجور وذلك باتجاه الزيادة، وبالتالي زيادة معدل الأجر مما يزيد من حجم السكان.

ب- تأثير النمو السكاني على عملية تكوين رأس المال: إذ أن النمو السكاني يقود إلى ظاهرة تناقص الغلة في الزراعة (بافتراض ثبات الفن الإنتاجي وثبات الأرض)، وهذا يعني ارتفاع تكلفة المنتجات الزراعية ومن ثم الأجور، وانخفاض الأرباح والادخار، وبالتالي انخفاض تكوين رأس المال.

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص ص 62-63.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

ولا شك أن مدى تحقق ما جاءت به النظرية الكلاسيكية هو رهن بتحقق افتراضاتها، وهي افتراضات غير واقعية حالياً، كافتراض وجود المنافسة التامة والاستخدام الكامل.

❖ اتجاه الأرباح نحو الانخفاض: إذ يقولون أن الأرباح لا تزداد بشكل مستمر بل تتجه إلى الانخفاض عندما تشتد المنافسة لزيادة التراكم الرأسمالي، والسبب طبقاً إلى آدم سميث هو زيادة الأجور الناجمة عن المنافسة فيما بين الرأسماليين.

❖ يعتقد الكلاسيك بأنه عند وجود السوق الحرة فإن اليد الخفية من شأنها أن تعظم الدخل القومي.

❖ حالة الثبات: إذ أن مفكري النظرية الكلاسيكية يتصورون ظهور حالة الركود والثبات كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي، وذلك بسبب ندرة الموارد الطبيعية والمنافسة فيما بين الرأسماليين.

❖ الحاجة إلى العوامل الاجتماعية والمؤسسية المواتية للنمو: أكد الكلاسيك على الأهمية الكبيرة للبيئة الاجتماعية والمؤسسية المواتية للنمو، وهذه تشمل نظام اجتماعي إداري، حكومة مستقرة، مؤسسات تمويلية منظمة، نظام شرعي قانوني، نظام كفؤ للإنتاج وأوضاع اجتماعية مناسبة، وهناك حاجة لتحرير الناس من التقاليد القديمة.

وخلاصة لذلك فإن الاقتصاديين الكلاسيك اعتبروا أن التراكم الرأسمالي هو السبب الرئيسي للنمو، وأن الأرباح هي المصدر الوحيد للدخار، وأن توسيع السوق هو عامل مساعد في توسيع الاقتصاد، كما أن وجود المؤسسات وكذلك الأوضاع الاجتماعية هما شرطان ضروريان للنمو الاقتصادي على المدى الطويل. واعتقدوا بأن النظام الرأسمالي محكوم عليه بالركود، ومن أجل أن تحصل عملية النمو الاقتصادي أيدوا سياسة عدم التدخل في النشاط الاقتصادي من قبل الحكومة.

6- نقد النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي

من الانتقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية، عدم قدرتها على توقع انتشار الثورة التكنولوجية، حيث رغم اعتراف الكلاسيك بالتقدم التقني وأثره على الإنتاجية، فإن هذا التقدم حسب رأيهم لا يمكن أن يلغي أثر تناقص الغلة. حيث أن هذا القطاع الفني لا يمكن تطبيقه إلا في القطاع الصناعي، ولا يمكن الاستفادة منه في القطاع الزراعي الذي يتميز بتناقص الغلة. ولكن الزيادة

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

التي وقعت في الدول المتقدمة أظهرت زيادة الإنتاج الزراعي، مما أحدث فائضا كبيرا في الدول مما أدى بها إلى تصدير هذا الفائض إلى الخارج.⁽¹⁾

بالإضافة إلى ذلك وجهت الانتقادات التالية للنظرية الكلاسيكية:⁽²⁾

- تجاهل الطبقة الوسطى: تفترض النظرية وجود تقسيم طبقي بين الرأسماليين (بما فيهم ملاك الأراضي) والعمال وتتجاهل بالتالي دور الطبقة الوسطى التي تقدم إسهامات أساسية في عملية النمو الاقتصادي؛

- إهمال القطاع العام؛

- إعطاء أهمية أقل للتكنولوجيا، ويرجع ذلك إلى الافتراض الكلاسيكي بأن المعارف الفنية من المعطيات وأنها لا تتغير مع الزمن؛

- القوانين غير الحقيقية: تقوم النظرة التشاركية للاقتصاديين الكلاسيك أمثال ريكاردو ومالتوس على أن النتيجة الحتمية لتطور رأس المال هي الكساد؛

- خطأ النظرة للأجور والأرباح، في الواقع لم يحدث أن آلت الأجور نحو مستوى الكفاف كما أن الدول المتقدمة لم تصل إلى مستوى الكساد الدائم؛

- عدم واقعية مفهوم عملية النمو الاقتصادي حيث افترضت النظرية الكلاسيكية حالة من السكون مع وجود تغير يدور حول نقطة التوازن الساكنة، أي أن الكلاسيك افترضوا حدوث بعض النمو في شكل ثابت ومستمر كما في حالة نمو الأشجار، والواقع أن هذا التفسير لا يعد تفسيراً مقنعاً لعملية النمو الاقتصادي كما هو عليه اليوم.

المطلب الثاني: النمو الاقتصادي عند "شومبيتر" و "كينز"

1- نظرية "شومبيتر" في النمو الاقتصادي

وضع الاقتصادي جوزيف شومبيتر⁽³⁾ نظريته في بداية القرن العشرين وتحديدا في عام 1911، ولكنها ترجمت إلى اللغة الانجليزية عام 1934. من خلال هذه النظرية بين شومبيتر أن

(1) فايز إبراهيم الحبيب، (1985): نظريات التنمية والنمو الاقتصادي، جامعة الملك سعود: الرياض، السعودية، ص 34-35.

(2) أشواق بن قدور، (2013): تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الريادة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 73.

(3) عالم اقتصاد واجتماع أمريكي، اشتهر بنظرياته حول التنمية والدورات الاقتصادية، يعتبر مؤسس التحليل الاقتصادي الحركي أو الديناميكي. نشر كتابه الشهير "نظرية التنمية الاقتصادية"، وفي عام 1932، حين كان أستاذا في جامعة بون، قبل شومبيتر كرسي الأستاذية في جامعة هارفرد في الولايات المتحدة الأمريكية وبقي فيها حتى وفاته.

النمو الاقتصادي عبارة عن ظاهرة تحدث بواسطة قفزات غير متناسقة في الناتج القومي الإجمالي للدول، تأخذ هذه القفزات شكل دورات اقتصادية قصيرة مزدهرة تتبعها دورات كساد قصيرة أيضا. وقد ركز شومبيتر في نظريته على تأثير التقدم التكنولوجي وعلى دور الإدارة أو المنظم والابتكارات في تطوير النشاط الاقتصادي وزيادة الناتج وبالتالي زيادة فرص الادخار ومن ثم الاستثمار. إن اتجاه النمو الاقتصادي عند شومبيتر ليس مستمرا بل يصل سريعا إلى حدوده، وإن هذه الحدود توجد عندما تكون بيئة الاستثمار الابتكاري غير مناسبة وذلك لسببين: الأول توسع الائتمان حتى يصل إلى حدوده، والثاني هو مع توسع الإنتاج يحدث فائض في السوق مما يخفض الأسعار والدخول النقدية مما يزيد من مخاطر الابتكار.⁽¹⁾

ما يميز نظرية شومبيتر عن غيرها هو اهتمامه الخاص بالمنظم والدور الذي يقوم به من خلال الابتكارات حيث تنطلق هذه النظرية من فرض وجود اقتصاد تميزه المنافسة التامة في حالة توازن راكد. حيث في هذه الحالة يتم إنتاج نفس المنتجات كل سنة وبنفس الطريقة، أي أنه تيار يتم تغذيته من تيارات مستمرة من القوة العاملة والأرض⁽²⁾، ويفترض أيضا أنه ثمة فرص جديدة دوما تظهر للمنظمين لإدخال تعديلات في الطرق التي يتم بها مزج عوامل الإنتاج.

1-1- دور الابتكارات التكنولوجية

يلعب الابتكار دورا أساسيا في تحليل شومبيتر للنمو الاقتصادي، حيث تتمثل هذه الابتكارات في التقدم الفني أو اكتشاف موارد جديدة أو كليهما، مما يسمح لهذه الأخيرة من تمكن تغيير في دالة الإنتاج والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الناتج الكلي، ويميز شومبيتر بين خمسة أصناف من الابتكارات:

- إنتاج سلعة جديدة؛
- إدخال وسيلة جديدة في الإنتاج؛
- التوسع عن طريق إدراج أسواق جديدة؛
- الحصول على مواد أولية جديدة؛
- إقامة تنظيم جديد في الصناعة.

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص 70.

(2) فايز إبراهيم الحبيب، المرجع سبق ذكره، ص 46.

وتتمثل الابتكارات حسب شومبيتر في إدخال منتج جديد أو تحسينات مستمرة فيما هو موجود بما يقود إلى التطور.

1-2- العملية الدائرية (1)

إن تمويل الاستثمارات من الائتمان المصرفي، يؤدي إلى زيادة الدخل كما يؤدي إلى زيادة القدرة الشرائية. ومع ظهور المنتجات الجديدة ينقص الطلب على المعروضات من السلع القديمة وهذا يؤدي إلى تقلص تلك المشروعات وخروجها تدريجياً. وعندما يشرع المبتكرون في تسديد القروض من الأرباح فإن العرض النقدي سوف ينكمش وتميل الأرباح نحو الانخفاض.

ويرى شومبيتر بوجود موجات طويلة من المد والجزر فكل موجة من الرواج تأتي مصحوبة بالاكتشافات، وعندما تنتهي موجة الرواج يعود الاقتصاد إلى حالة السكون وعندئذ يبدأ بعض المنظمين في تقديم ابتكارات جديدة ويعود الازدهار مرة أخرى.

1-3- تقييم نظرية "شومبيتر"

من الانتقادات الموجهة إلى شومبيتر زوال النظام الرأسمالي، وهذا نظراً إلى زوال مهمة المنظمين، حيث بفضل هذا الأخير يتم الوقوف أمام العقبات التي تعيق التطور الاقتصادي، ولكن كون أن عمل المنظم يصبح روتينياً فإنه يؤدي إلى زوال الرأسمالية ويحل محلها النظام الاشتراكي، وهذا ما يشبه توقع "كارل ماركس" ولكن الأسباب التي تؤدي إلى زوال الرأسمالية تختلف، حيث عند هذا الأخير الظلم الاجتماعي المصاحب للنظام الرأسمالي هو الذي سيؤدي إلى الزوال.⁽²⁾

رغم الخطأ في التوقع الذي وقع فيه شومبيتر، فإن التطورات التي قدمها هذا الأخير فيما يخص النمو تبقى صالحة في يومنا الحاضر، حيث حسب هذا الأخير فإن النمو يأتي عن طريق الدافع الذي يقدمه الابتكار، وليس عدد السكان ورأس المال، وهذا الدافع يأتي كذلك عن طريق تطورات دورية، وبفضل هذا التحليل تم فتح المجال لنظريات النمو في القرن العشرين.⁽³⁾

(1) أشواق بن قدور، المرجع سبق ذكره، ص ص 74-75.

(2) فايز إبراهيم الحبيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 51-53.

(3) Jean Arrons, (1999): Les théories de la croissance, édition du seuil: Paris, France, p 32.

2- النمو الاقتصادي لدى الكينزيين

وضع "جون كينز"⁽¹⁾ مجموعة من الأفكار والمبادئ الخاصة بالنمو الاقتصادي شكلت فيما بعد العناصر الرئيسية لنظريات النمو الاقتصادي. لقد عايش كينز فترة الكساد الاقتصادي الكبير (1929-1933) التي مرت بها الدول الصناعية، لذا فإن معظم أفكاره جاءت من محاولات وضع الحلول المناسبة للخروج من أزمة الكساد.⁽²⁾

وأول مبدأ نادى به كينز في هذا المجال هو سيادة السوق لتحقيق التوازن الاقتصادي، كما قام بالتركيز على الدور الذي يمكن للقطاع الخاص أن يلعبه في تحقيق النمو الاقتصادي مع تدخل الدولة لتعويض ما يمكن أن ينقص في الطلب الفعال، الذي اعتبره كينز بناء على نظرية مالتس المحرك الرئيسي لزيادة الدخل القومي مع التركيز على توازن الاستهلاك مع الادخار والاستثمار بناء على مفهومي الميل الحدي للاستهلاك والميل الحدي للاستثمار. ونادى كينز بضرورة إعادة التوزيع العادل للدخل على أفراد المجتمع وذلك بسبب ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك عند هذه الطبقات مما يعني زيادة الاستهلاك، وبالتالي زيادة الطلب الفعال الذي اعتبره كينز المحرك الرئيسي لارتفاع الدخل القومي، وذلك عكس ما نادى به النظرية الكلاسيكية بتوزيع الدخل لصالح الطبقات الرأسمالية الغنية في المجتمع. ومن الأمور المهمة في نظرية كينز مناداته بتطبيق نظم تصاعدية للضرائب وتطبيق نظم للتأمينات الاجتماعية وتوفير الخدمات العامة لأفراد المجتمع.⁽³⁾

المطلب الثالث: نموذج "هارود - دومار"

لقد اهتم كل من "روي هارود"⁽⁴⁾ و"إيفيسي دومار"⁽⁵⁾ بدراسة معدلات النمو الاقتصادي ومحاولة التعرف على دور الاستثمارات في تحقيق معدلات نمو الدخل القومي. وتنطلق الفكرة الأساسية في النموذج من التأثير المزدوج للإنفاق الاستثماري والمتمثل في زيادة الطاقة الإنتاجية

(1) اقتصادي إنجليزي، ولد عام 1883، مؤسس النظرية الكينزية من خلال كتابه "النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود"، توفي عام 1946.

(2) علي جدوع الشرفات، المرجع سبق ذكره، ص 48.

(3) المرجع نفسه، ص ص 48-49.

(4) اقتصادي إنجليزي (1900-1978)، اشتهر بعد نشره لمقالته بعنوان: "An essay on Dynamique Theory" الذي اعتمد في كتابتها على أفكار النظرية العامة للعمل لـ كينز.

(5) اقتصادي أمريكي (1914-1997)، اشتهر بالنموذج الذي صاغه رفقة هارود.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

للمجتمع (والتي تعني جانب العرض) والدخل (وتعني جانب الطلب) مع استيعاب العمالة المتوفرة في المجتمع، وقد وضع كل منهما نموذجه بناء على مجموعة افتراضات.

1- نموذج "هارود"

يعتبر الاقتصادي هارود من الأوائل الذين طوروا الفكر الكينزي، حيث بدأ أبحاثه في محاولات إيجاد نموذج للنمو سنوات الثلاثينات من القرن الماضي. في المقالة التي كتبها هارود سنة 1939 في المجلة الاقتصادية بعنوان " بحث في النظرية الحركية " قدم نموذجا جديدا للتنمية الاقتصادية، بين فيه أنه إذا كان الاستثمار الإضافي وزيادة إنتاجية رأس المال الإضافي هما المصدران الوحيدان لزيادة الإنتاج، فإنه من الواضح عندئذ أن معدل زيادة الناتج القومي إنما يعتمد بصورة كلية على معدل الادخار وعلى إنتاجية رأس المال.⁽¹⁾

ولقد اقترح هارود مجموعة من الافتراضات لوضع نموذجه الذي يهدف إلى إثبات النمو المتوازن، يمكن سردها فيما يلي:⁽²⁾

➤ الادخار الصافي يمثل نسبة ثانية من الدخل، وأن هذا الادخار الذي يطلق عليه الادخار الفعلي يعادل الاستثمار الفعلي عند وضع التوازن، وعلى ذلك إذا زاد الادخار الفعلي يزيد الاستثمار الفعلي في صورة تراكم مخزون رأس المال؛

➤ أن نسبة الدخل المستثمر تتأثر بمعدل الزيادة في الدخل، أو السرعة التي ينمو بها الناتج؛

➤ على ذلك تكون المدخرات دالة للدخل، ويكون الطلب على المدخرات دالة لمعدل الزيادة

في الدخل، وأن الطلب يساوي العرض.

يقوم هارود بتصوير معدل النمو من خلال ثلاث نقاط:⁽³⁾

(1) إسماعيل محمد بن قانة، (2012): اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتيجيات)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 95.

(2) فليح حسن خلف، (2006): التنمية والتخطيط الاقتصادي، المرجع سبق ذكره، ص 132.

(3) أشواق بن قدور، المرجع سبق ذكره، ص ص 78-84.

أولاً: معدل النمو الفعلي

يتمثل هذا الأخير في النمو الفعلي في كل من الناتج أو الدخل الوطني، والذي يتحدد عن طريق كل من نسبة الادخار ومعامل متوسط رأس المال أي نسبة (رأس المال المنتج/الناتج)، بافتراض ما يلي:

$$S = sy \text{ - الادخار الإجمالي } s \text{ كدالة للدخل الوطني}$$

$$k = k/Y = \Delta K / \Delta Y \text{ - المعامل المتوسط لرأس المال } k \text{ ثابت}$$

وباعتبار المساواة التالية: $I = S$ و $I = \Delta K$ نحصل على:

$$I = \Delta K = K \Delta Y = sY = S$$

وانطلاقاً من العلاقة $K \Delta Y = sY$ يصبح لدينا:

$$g = \Delta Y / Y = s/k$$

ومنه فإن معدل النمو الفعلي يساوي نسبة كل من الادخار المتوسط على معامل رأس المال.

ثانياً: معدل النمو المضمون

هو المعدل الذي يسمح للاقتصاد أن يتبع مسار نحو التوازن، وتقوم المؤسسات في هذا المسار بتخصيص مبلغ معين من الاستثمارات بصفة مستمرة والذي يتناسب مع نسبة الدخل، التي ادخرته، ومن أجل تحديد هذا المعدل؛ نستعين بنظرية المضاعف ومبدأ المعجل المعامل الحدي c نسبة الادخار في حالة التشغيل الكامل والتي تدخل المضاعف، ولرأس المال اللازم للمقاول والذي يدخل في المعجل.

مع الأخذ بعين الاعتبار المساواة أو التوازن بين الاستثمار والادخار نحصل على:

$$s Y_0 = c(Y_1 - Y_0) \quad \dots \dots (2 - 4)$$

يمثل الاستثمار المرغوب فيه والذي يعتبر نسبة ثابتة $c(Y_1 - Y_0)$ والادخار المحقق $s Y_0$.

ومن العلاقة السابقة نتحصل على:

$$gw = (Y_1 - Y_0) / Y_0 = s/c \quad \dots \dots (2 - 5)$$

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

ومن هذه المعادلة فإنه يمكن تفسير معدل نمو المضمون، بمعدل النمو المرغوب فيه والمستخدم لكامل مخزون رأس المال، والذي يحقق توفير الاستثمارات اللازمة لضمان معدل يمثل c الذي يمثل السلوك الاستهلاكي، و s النمو المستهدف أو المرغوب فيه.

ثالثاً: معدل النمو الطبيعي⁽¹⁾

هو أقصى معدل نمو تسمح به التطورات الفنية، حجم السكان والتراكم الرأسمالي، ودرجة التفصيل بين العمل ووقت الفراغ. مع افتراض وجود عمالة كاملة، يكون لدينا:

$$G_N . G_R \quad \dots \dots (2 - 6)$$

2- نموذج "دومار" ⁽²⁾

نشر دومار نموذجه في بحث أسماه " التوسع والعمالة " سنة 1947، ثم قام بكتابة عدة مواضيع حول نفس الفكرة نشرها جميعاً في كتاب عنوانه بـ " مقالات في نظرية النمو الاقتصادي " سنة 1957، وكان قد بنى نموذجه حول النمو وفقاً للإشكالية التالية:

بما أن الاستثمار يزيد الطاقة الإنتاجية ويزيد الدخل في الوقت نفسه، فما هو معدل الزيادة في الاستثمار المطلوب لجعل الزيادة في الدخل مساوية للزيادة في الطاقة الإنتاجية بحيث يستمر الاستخدام الكامل في المجتمع؟.

وحسب دومار كإجابة على السؤال فإن ذلك سيعتمد على حجم المضاعف الاستثماري وإنتاجية الاستثمارات الجديدة التي تظهر في معامل رأس المال. اعتمد دومار في نموذجه على الفرضيات التالية:

- جميع مفاهيم الدخل والاستثمار والادخار المستخدمة في النموذج لا تمثل إلا قيماً صافية أي بعد خصم الاستقطاعات الخاصة بكل منهم؛
- جميع القرارات الاقتصادية تتم آنياً وبدون فواصل زمنية مما يعطي إحصاءاً باستمراريته؛
- ثبات المستوى العام للأسعار خلال فترة التحليل.

طرح دومار في نموذجه فكرة التوازن بين الزيادة في جانب العرض من جهة ومن جانب الطلب من جهة أخرى، واستخلص أن التوازن يحصل وفقاً للمعادلة التالية:

(1) إسماعيل محمد بن قانة، المرجع سبق ذكره، ص ص 96-97.

(2) المرجع نفسه، ص ص 97-98.

$$\Delta Y = I \cdot \sigma \quad \dots \dots (2 - 7)$$

والتي تعني أنه للمحافظة على استمرارية التوظيف الكامل لا بد من أن ينمو الاستثمار والدخل بمعدل سنوي ثابت يساوي حاصل ضرب الميل الحدي للادخار في الإنتاجية المتوسطة. علما أن:

ΔY تعني التغير في الدخل، I تعني حجم الاستثمارات، σ تعني الإجمالي الصافي لزيادة الطاقة الكامنة في المخرجات.

3- نموذج "هارود-دومار"

إن نموذج هارود-دومار يعتبر توسع ديناميكي لتحليلات التوازن الكينزية الستاتيكية، ويستند هذا النموذج على تجارب الدول المتقدمة، ويبحث في متطلبات النمو المستقر في هذه الدول. وقد توصل النموذج إلى نتيجة مفادها أن الاستثمار يلعب دور رئيسي في عملية النمو. وقد قام هارود بالبحث فيما إذا كان التغير في الدخل يحفز الاستثمار، ومعرفة معدل نمو الدخل الذي يمكن من تساوي الاستثمار والادخار لكي يتم تأمين التوازن المتحرك في اقتصاد ينمو مع الزمن. أي بعبارة أخرى ما إذا كان يمكن للاقتصاد أن ينمو بمعدل مستقر إلى الأبد. ومن ناحية ثانية، بحث دومار الظروف التي يمكن أن تجعل الاقتصاد الذي ينمو أن يحافظ على حالة الاستخدام الكامل.⁽¹⁾

ويستند النموذج على مجموعة من الافتراضات أهمها:⁽²⁾

- ✓ توازن الاستخدام الكامل؛
- ✓ الاقتصاد مغلق مع ثبات الميل الحدي للادخار وتساويه مع الميل المتوسط للادخار؛
- ✓ معدل رأس المال الناتج (K/Y) يبقى ثابتا؛
- ✓ المستوى العام للأسعار يبقى ثابتا؛
- ✓ أن الأسعار تبقى ثابتة وكذلك أسعار الفائدة.

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص 74.

(2) محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد، (1999): النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية، مطبعة الإشعاع الفنية: الإسكندرية، مصر، ص 131.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

والافتراض الأساسي للنموذج هو أن الإنتاج يعتمد على كمية رأس المال (K) المستثمر في الوحدة الإنتاجية، وأن معدل النمو في الناتج ($\Delta Y/Y$) يعتمد على الميل الحدي للاادخار ($\Delta S/\Delta Y$) وكذلك معامل رأس المال / الناتج (K/Y).

وعليه يكون النموذج كما يلي: ⁽¹⁾

- بافتراض تساوي الميل الحدي للاادخار مع الميل المتوسط للاادخار، يمثل الادخار نسبة معينة من الدخل القومي، أي:

$$\frac{\Delta S}{\Delta Y} = S/Y = s \quad \dots \dots (2 - 8)$$

- في حالة التوازن، الادخار يساوي الاستثمار أي:

$$S = I \quad \dots \dots (2 - 9)$$

$$i = I/Y \quad \dots \dots (2 - 10) \quad \text{وبذلك فإن:}$$

حيث: i معدل الاستثمار.

- الاستثمار (I) هو التغير في مخزون رأس المال، أي:

$$I = \Delta K \quad \dots \dots (2 - 11)$$

والمعامل الحدي لرأس المال/الناتج يساوي (K) أي أن:

$$\Delta K/\Delta Y = K \equiv I/\Delta Y \quad \dots \dots (2 - 12)$$

ومن المعادلة الأخيرة نحصل على:

$$\Delta Y/Y = \frac{I/Y}{K} \quad \dots \dots (2 - 13)$$

ومنه فإن معدل النمو في الناتج يساوي معدل الاستثمار (أو معدل الادخار) مقسوماً على

المعامل الحدي لرأس المال/الناتج.

ويمكن إعادة صياغة المعادلة بالشكل التالي:

$$g = S/K \quad \dots \dots (2 - 14)$$

حيث:

g : معدل نمو الناتج؛

S : معدل الادخار؛

K : المعامل الحدي لرأس المال/الناتج.

⁽¹⁾ مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص ص 75-76.

مع الإشارة إلى هذه المعادلة رقم (14-2) هي ترجمة مبسطة لنموذج هارود-دومار في النمو الاقتصادي.

4- الانتقادات الموجهة للنموذج

هناك العديد من الانتقادات التي وجهت إلى نموذج هارود-دومار وذلك بسبب الفرضيات التي جاء بها النموذج والتي تجعله غير واقعي:

- يفترض النموذج ثبات العديد من المتغيرات والعوامل التي يصعب تصور ثباتها بالرغم من تسمية النموذج بالنموذج الحركي، مثل أنه لم يهتم باحتمال تغير مستوى الأسعار أو أسعار الفائدة.⁽¹⁾

- إن فرضية ثبات الميل الحدي للادخار $(\Delta S/\Delta Y)$ ومعدل رأس المال الناتج (K/Y) غير واقعية، حيث يمكن أن يكون صحيح على المدى القصير ولكن يتغيران في الأمد الطويل الأمر الذي يؤدي إلى تغير متطلبات النمو المستقر.

- فرضية ثبات نسب استخدام كل من رأس المال والعمل غير مقبولة، بسبب إمكانية الإحلال فيما بينهما وتأثيرات التقدم التكنولوجي.

- إن فرضية المساواة بين معامل رأس المال الناتج (K/Y) والمعامل الحدي لرأس المال الناتج $(\Delta K/\Delta Y)$ غير واقعية، خاصة إذا دخل رأس المال مرحلة تناقص العوائد.

المبحث الثالث: النظرية النيوكلاسيكية والحديثة للنمو الاقتصادي

ظهرت المدرسة النيوكلاسيكية في فترة السبعينات من القرن التاسع عشر، وقد قامت على أساس نقد لنظريات المدرسة الكلاسيكية. حيث خلال هذه الفترة تغير الموضوع المركزي للاقتصاد من نمو الثروة في الأجل الطويل إلى دور التغير الحدي في التوزيع الكفاء للموارد. وأصبح مفهوم المنفعة الحدية هو المفهوم الرئيسي للاقتصاد الكلاسيكي المحدث والذي طوره كل من "Jevons"، "Menger" و "Walras" وقد عرفت هذه الأفكار بالمدرسة الحدية.

وقد ركز هؤلاء الاقتصاديين على دور الطلب المستند إلى المنفعة الحدية في تحديد قيمة السلع بدلا من دور العرض المستند إلى نفقة الإنتاج، كما زعم الاقتصاديون الكلاسيكي. ثم جاء بعد ذلك "Alfred Marshall" الذي قام بالجمع بين جانب العرض والطلب لتحديد التوازن والقيمة،

(1) محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد، المرجع سبق ذكره، ص 146.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

كما قام بوضع أسلوب التوازن الجزئي كأداة للتحليل الاقتصادي واستخدم أيضا فكرة التوازن في حالتها المنافسة التامة والاحتكار وغيرها من الإضافات المهمة.⁽¹⁾

بعد ذلك خلال فترة منتصف الثمانينات ظهرت النظرية الحديثة للنمو أو التي تعرف بنظرية النمو الداخلي. وهي تبحث في تفسير النمو الاقتصادي عن طريق التراكم، دون اعتبار العوامل الخارجية، ويعود سبب ظهور هذه النظرية إلى النمو المستمر الذي عرفته ولا تزال تعرفه معظم الدول ذات عدد السكان الثابت تقريبا، بالإضافة إلى الاختلاف الكبير في معدلات النمو ما بين البلدان.

المطلب الأول: نموذج "سولو" ونموذج "رامسي" للنمو الاقتصادي

تتمثل أهم أفكار النظرية النيوكلاسيكية فيما يلي:

➤ اعتبر النيوكلاسيك التقدم التكنولوجي عامل مهم في عملية زيادة مستوى تكوين رأس المال، وفي مواجهة قانون الغلة المتناقصة. لم يول النيوكلاسيك أهمية تذكر للبطالة ذلك بافتراضهم حالة التوظيف الكامل، مع علمهم بأن التقدم التكنولوجي سوف يؤدي إلى ظهور بطالة مؤقتة بسبب إحلال الآلات مكان العمال.

➤ اعتبروا النمو الاقتصادي عملية تتصف بالترابط والتكامل والتوافق، لتبرز من هنا فكرة ألفريد مارشال حول الوفورات الخارجية، حيث يرى بأن التوسع في صناعة ما يعمل على زيادة طلبها على المواد الخام من باقي الصناعات، هذا ما يؤدي إلى توسع الصناعات الأخرى، الأمر الذي ينعكس إيجابيا على مستويات النمو الاقتصادي في الاقتصادات الوطنية.

➤ أن النمو الاقتصادي يعتمد على مقدار ما يتوافر في المجتمع من عناصر الإنتاج المتمثلة في: العمل، الموارد الطبيعية، رأس المال، التنظيم + التكنولوجيا:⁽²⁾

أ- بالنسبة لعنصر العمل نجد النظرية النيوكلاسيكية تربط بين التغيرات في حجم السكان وحجم القوى العاملة مع الإشارة إلى أهمية وجود تناسب بين الزيادة في السكان أو في القوى العاملة مع حجم الموارد الطبيعية المتاحة.

ب- فيما يخص رأس المال اعتبر النيوكلاسيك عملية النمو الاقتصادي محصلة للتفاعل بين التراكم الرأسمالي والزيادة السكانية.

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص 66.

(2) عبلة عبد الحميد بخاري، المرجع سبق ذكره، ص 34.

في النظرية الكلاسيكية الحديثة تم افتراض إمكانية الإحلال بين رأس المال والعمل، وهذا يعني إمكانية تكوين رأس المال دون أن تكون هناك ضرورة لزيادة العمل، وبالتالي تحررت نظرية تكوين رأس المال من نظرية السكان.

وترى هذه النظرية أن تكوين رأس المال يعتمد على الادخار، وأن الادخار من خلال سعر الفائدة ومستوى الدخل، في حين يتحدد الاستثمار بسعر الفائدة (بعلاقة عكسية) وبالإنتاجية الحدية لرأس المال.⁽¹⁾

ج- بالنسبة لعنصر التنظيم، فقد أعطوا اهتماما كبيرا لدور المنظم في عملية الابتكار والتجديد، الأمر الذي يجعل عملية التطوير عملية ديناميكية.

إثر الانتقادات التي تعرض لها نموذج هارود-دومار، ظهرت العديد من النماذج التي كانت أكثر تحليلا مقدما من طرف باحثين اقتصاديين، وسوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى نموذج "روبرت سولو"⁽²⁾ ونموذج "رامسي".

1- نموذج "سولو"

1-1- عرض النموذج

يقوم نموذج سولو على توسيع إطار نموذج هارود-دومار وذلك عن طريق إضافة عنصرين إلى معادلة النمو المتمثلين في العمل والمستوى التكنولوجي. ويقوم هذا النموذج على مجموعة من الفرضيات، يمكن حصر أهمها فيما يلي:⁽³⁾

- الاقتصاد مغلق، وسيادة المنافسة الكاملة في جميع الأسواق؛
- الدول تقوم بإنتاج سلع واحدة متجانسة؛
- التكنولوجيا متغير خارجي؛
- التكنولوجيا يمكن أن تكون ممثلة بواسطة دالة إنتاج نيوكلاسيكية معتمدة على عاملي الإحلال، رأس المال والعمل.
- الاستهلاك يأخذ شكل دالة كينز:

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص ص 67-68.

(2) اقتصادي أمريكي، ولد عام 1924، تحصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 1987 م.

(3) Murat yildizoğlu, (2011): Sources de la croissance économique, université Bordeaux, France, p 16. Disponible sur le site web:

Yildisoglu.10.mx/croissance/sources-croissance-économique-Yildisoglu.pdf Consulté le: 12/10/2013.

$$C = cY \Rightarrow S = (1 - c)Y = S.Y \dots \dots (2 - 15)$$

- العمل ينمو بنسبة ثابتة n :

$$\frac{d \log(L)}{dt} = \frac{dL/dt}{L} = \frac{L}{L^*} = n \dots \dots (2 - 16)$$

- الادخار يساوي الاستثمار في اللحظة (t) :

$$S(t) = I(t) \dots \dots (2 - 17)$$

وبوجود الخصائص التالية:⁽¹⁾

➤ الإنتاجية الحدية للعمل ورأس المال متناقصة:

$$\left. \begin{array}{l} \frac{dF}{dK} > 0, \frac{d^2F}{d^2K} < 0 \\ \frac{dF}{dL} > 0, \frac{d^2F}{d^2L} < 0 \end{array} \right\} \forall K > 0, L > 0$$

$$F(\lambda K, \lambda L) = \lambda F(K, L) \forall \lambda > 0 \dots \dots (2 - 18)$$

وفي ظل شروط Inada⁽²⁾ فإن:

$$\lim_{K \rightarrow 0} (F_K) = \lim_{L \rightarrow 0} (F_L) = +\infty$$

$$\lim_{K \rightarrow +\infty} (F_K) = \lim_{L \rightarrow +\infty} (F_L) = 0$$

بالنسبة لدالة الإنتاج فقد أخذ سولو لذلك دالة "كوب دوغلاس" ذات غلة الحجم الثابتة

التالية:⁽³⁾

$$Y = F(K, L) = K^\alpha L^{(1-\alpha)} \dots \dots (2 - 19)$$

حيث:

$$0 < \alpha < 1$$

Y : الناتج المحلي؛

K : رأس المال؛

L : العمل.

$$K \equiv \frac{K}{L}, = \left(\frac{K}{L}, 1 \right) \equiv f(K) \quad \text{لدينا:}$$

⁽¹⁾ Murat yildizoğlu, op.cit, p 16.

⁽²⁾ تتمثل هذه الشروط في أن الإنتاجية للعمل ورأس المال تؤول إلى ما لانهاية عندما تؤول قيمة العمل ورأس المال إلى الصفر، وعندما يؤول رأس المال والعمل إلى ما لانهاية فإن الإنتاجية الحدية لهما تؤول إلى الصفر.

⁽³⁾ Robert Barro, Xavier Sala-I- Martin, (1996): La croissance économique, traduire par Fabrice Magrolle, édition Ediscience internationale: Paris, France, p 17.

$$f(K) = \frac{F(K, L)}{L} = \frac{K^\alpha L^{(1-\alpha)}}{L} = \left(\frac{K}{L}\right)^\alpha = K^\alpha$$

$$y = f(K) = K^\alpha \quad \dots \dots (2 - 20)$$

منه نستنتج أن دخل الفرد y تابع لكمية رأس المال للفرد K .⁽¹⁾

لدينا:

$$K = \frac{dk}{dt} = I - \delta k \quad \dots \dots (2 - 21)$$

أي أن التغير النسبي في رأس المال يساوي الفرق بين الاستثمار وامتلاك رأس المال.

في حالة الاقتصاد المغلق فإن الاستثمار يكون مساوي للادخار، أي أن:

$$I = S = s.Y \quad \dots \dots (2 - 22)$$

$$K^* = sY - \delta K \quad \dots \dots (2 - 23)$$

ولدينا من جهة أخرى:

$$K = \frac{K}{L} \Rightarrow \log(K) = \log(K) - \log(L) \quad \dots \dots (2 - 24)$$

$$\Rightarrow \frac{d\log(K)}{dt} = \frac{K}{K} = \frac{K^*}{K} - \frac{L^*}{L} = \frac{sY - \delta K}{K} - \frac{L^*}{L} \quad \dots \dots (2 - 25)$$

ولدينا عندما ينمو السكان بمعدل n فإن عرض العمل L ينمو بنفس المعدل n .⁽²⁾

$$\frac{L^*}{L} = n \Rightarrow \frac{d\log(L)}{dt} = n \log(L) = \int n dt = n t + C_0 \quad \dots \dots (2 - 26)$$

$$\Rightarrow L(t) = e^{nt + C_0} \quad \dots \dots (2 - 27)$$

$$L(0) = e^{C_0} = L_0 \quad \dots \dots (2 - 28) \quad \text{ولدينا:}$$

$$\Rightarrow L(t) = L_0 e^{nt} \quad \dots \dots (2 - 29)$$

ومنه تصبح المعادلة (2-25) كما يلي:

$$\frac{K^*}{K} = \frac{sY}{K} - \delta - n = \frac{sY}{K} - \delta - n \quad \dots \dots (2 - 30)$$

ومنه:

$$K^* = s.f(k) - (\delta + n).k$$

وتعتبر المعادلة (2-30) المعادلة الأساسية في نموذج "سولو"، فهي تبين أن نصيب الفرد

من رأس المال يتحدد على أساس الادخار (s) ومعدل نمو السكان (n) ونسبة امتلاك رأس المال

(δ).⁽³⁾

⁽¹⁾ Murat yildizoğlu, op.cit, p 17.

⁽²⁾ Ibid, op.cit, p 17.

⁽³⁾ Ibid, p 17.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

وقد وسع سولو نموذجه الأساسي بإضافة التغير التكنولوجي (A) والذي يفترض أنه ينمو بمعدل ثابت. ويتم إدخال متغير التغير التكنولوجي، والعمل في دالة الإنتاج تفاعليا (أو ما يطلق عليه بتفعيل مدخل العمل أو زيادة فعاليته):⁽¹⁾

$$y_t = f(k_t, A_t L_t) \quad \dots \dots (2 - 31)$$

ووفقا لـ سولو فإن النمو بالأجل الطويل، بعد إدخال التغير (التقدم) التكنولوجي، يتحدد بـ:

- معدل النمو السكاني؛

- معدل نمو التغير التكنولوجي.

$$\frac{y_{t+1}}{y_t} = \frac{A_{t+1} L_{t+1}}{A_t L_t} \quad \dots \dots (2 - 32)$$

يتنبأ نموذج سولو بأن التحسينات الطويلة الأجل في مستويات المعيشة تعتمد على المقومات الرئيسية للاقتصاد وهي شاملة: معدل النمو السكاني، معدل الادخار، معدل التقدم التكنولوجي، معدل اندثار رأس المال.

لدراسة النمو على المدى الطويل عادة ما يتم الأخذ بالتقدم التقني الذي يدعم إنتاجية العمل، وبالتالي تكون دالة الإنتاج على النحو الآتي:⁽²⁾

$$Y = f(k, AL) = k^\alpha \cdot (AL)^{1-\alpha} \quad \dots \dots (2 - 33)$$

ويعتبر التقدم التقني في نموذج سولو كمتغير خارجي يوافق زيادة A بمعدل ثابت حيث:

$$g = A^*/A$$

ولحساب معدل النمو في نموذج سولو المدعوم بالتقدم التقني، حيث لدينا التراكم الرأسمالي

لا يتغير بشكل أساسي، ونكتب:

$$K^* = SY - \delta K \rightarrow \frac{K^*}{K} = s \frac{y}{K} - \delta \quad \dots \dots (2 - 34)$$

أما دالة الإنتاج الفردية فتصاغ على النحو الآتي:⁽³⁾

⁽¹⁾ أحمد الكواز، اقتصاديات التنمية والنمو، متاحة عبر الموقع الإلكتروني:

[www.arab-api.org/ar/training-programbists.aspx?training_catid=1#prettyphoto\[iframe\]/17/](http://www.arab-api.org/ar/training-programbists.aspx?training_catid=1#prettyphoto[iframe]/17/)

Consulté le: 06/01/2014.

⁽²⁾ سمير بواعلي دحمان، عبد الكريم البشير، قياس أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي - حالة الاقتصاد الجزائري-، المتاحة

عبر الموقع الإلكتروني:

www.univ-chlef.dz/ar/seminaires2008/com_internationalalbachir/com8.pdf Consulté le: 06/01/2014.

⁽³⁾ المرجع نفسه، ص 11.

$$Y = \frac{Y}{L} = \frac{K^\alpha (AL)^{1-\alpha}}{L} = \frac{K^\alpha}{L^\alpha} \cdot \frac{(AL)^{1-\alpha}}{L^{1-\alpha}} \dots \dots (2 - 35)$$

$$\Rightarrow y = K^\alpha \cdot A^{1-\alpha} \dots \dots (2 - 36)$$

وفي حالة التوازن تعطى نسبة رأس المال المادي للتقدم التقني (\tilde{K}) في المدى الطويل وفق

المعادلة التالية:

$$\tilde{K} = \left(\frac{s}{\delta + n + g} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}} \dots \dots (2 - 37)$$

1-2 - نقد النموذج

على الرغم من الجهود التي تم بذلها في هذه النظرية إلا أن أهم ما وجه لها من نقد يتمثل في كونها فشلت في أمرين: الأول يتمثل في إثبات صحة المراحل التي تم توضيحها تاريخياً، والثاني في إمكانية تطبيقها على دول العالم الثالث في الوقت الراهن. فقد قام "روستو" بوضع نظريته نتيجة استقرائه لما حدث في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر مستنتجا أن الدول كلها تمر بتلك المراحل الخمس، إلا أن الظروف التي سادت من قبل ليس بالضرورة أن تسود في الوقت الحاضر وفي كل دولة، بالإضافة إلى تفاؤل روستو حول حتمية الانتقال من مرحلة إلى أخرى.⁽¹⁾

2- نموذج "رامسي"

بعد تفسير القاعدة الذهبية على أنها وضعية توازنية في المدى الطويل وشبه مستقرة، يكون عندها الاستهلاك الفردي أعظم، ومن ثم بات من الضروري تبيان مسار الاستهلاك الذي يجب أن يسلكه الاقتصاد لبلوغ تلك الوضعية، وجاء نموذج رامسي ليعطي أفضل مسار، حيث يتم تعريف المسار من خلال أفضلية الوكلاء، ومن أجل تفادي المشاكل المتعلقة بجمع الأفضليات، ثم تقليص الوكلاء إلى فرد وحيد هو العامل الإداري (المخطط) تمثل أفضلية هذا الوكيل بدالة المنفعة غير المنتهية زمنياً.⁽²⁾

❖ عرض النموذج:

بافتراض مجموعة معتبرة من المؤسسات المتشابهة، التي لها نفس دالة الإنتاج من الشكل $y = f(K, AL)$ ، والتي لها نفس خصائص دالة إنتاج سولو، وأن تنتج سلعة واحدة، بالإضافة

(1) عبلة عبد الحميد بخاري، المرجع سبق ذكره، ص 41.

(2) Jean Arrons, op.cit, p 80.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

إلى أنه يوجد العديد من العائلات متشابهة فيما بينها أي حجم كل عائلة ينمو بنفس المعدل وليكن h ، ودالة منفعتها غير منتهية زمنيا، وتعطى كالتالي: (1)

$$\int_0^T e^{-pt} u(c_t) dt$$

وبالتالي إذا كان معدل الأفضلية للحاضر مرتفعا كلما تفضل العائلات الاستهلاك الحاضر على الاستهلاك المستقبلي.

وعليه فإنه في الزمن $t + 1$ يتم التقسيم بين الاستهلاك $c + 1$ والاستثمار $Kt + 1$ عن طريق الإنتاج والذي هو دالة للاستثمار في الفترة t ، آخذا بعين الاعتبار اهتلاك رأس المال بمعدل δ والاستثمار الضروري من أجل تخصيص رأس المال للسكان الإضافيين $h \times K$ ، ويمكن كتابة معادلة التغير الزمني للاستثمار كما يلي:

$$DK/dt = K = f(K) - (\delta + h)k - e$$

ومنه فحسب رامسي فإن النمو الأمثل يتم عند تعظيم دالة المنفعة التالية:

$$\text{Max} \int_0^{\infty} e^{pt} u(c_t) dt \text{ s/c}$$

$$K^* = f(K) - (\delta + h)k - c$$

يتم حل النموذج وفقا لتقنية المراقبة المثلى والتي تعطي الحل التالي: (2)

$$\frac{\dot{i}}{c} = \sigma(c)[f(k) - \delta - n - p]$$

حيث $\sigma(c)$ تمثل المرونة الاستبدالية للاستهلاك.

❖ القاعدة الذهبية:

إن استقرار هذا النموذج يتمثل في كون $d/dt = 0$ و $dc/dt = 0$ ، وانطلاقا من المعادلة المتعلقة بمعدل النمو الاستهلاكي للفرد، نستخرج قيمة رأس المال للفرد اللازمة \hat{k} كما يلي:

$$\dot{f}(\hat{k}) = \delta + h + p$$

تسمى النتيجة المعرفة في هذه المعادلة بالقاعدة الذهبية المصححة، ومنه فإن القاعدة

الذهبية لرأس المال واهتلاكه نكتب كما يلي:

$$\dot{f}(k_{or}^*) = \delta + h$$

(1) أشواق بن قدور، المرجع سبق ذكره، ص 91.

(2) Robert Barro, Xavier Sala -I- Martin, op.cit, pp 70-72.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

تسمح القاعدة الذهبية المصححة من إيجاد الطريقة للحصول على الحالة المثلى إذا كانت القيمة \hat{K} لرأس المال أقل من k_{or}^* فإن قيمة التخفيض مرتبطة بقيمة معدل التفضيل للحاضر، وكلما كان هذا المعدل مرتفع، كلما كان اختيار العامل الممثل للاهلاك رأس مال الفرد ضعيف مقارنة بالقاعدة الذهبية.⁽¹⁾

المطلب الثاني: النماذج الخطية للنمو الاقتصادي

يتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى بعض النماذج الخطية للنمو الاقتصادي المتمثلة في نموذج "واسيلي ليونتييف"، نموذج "فون نيومن" ونموذج "نيومان-موريشيما".

1- نموذج "واسيلي ليونتييف"⁽²⁾

عكف ليونتييف من خلال هذا النموذج على دراسة مجالات تفاوت مستوى الرفاهية بين مناطق العالم مقاسا بالدخل النقدي الفردي، الراتب الغذائي اليومي، التلوث ومكافحته، الطاقة والمواد الخام. وينطلق النموذج من اعتبارات إستراتيجية التنمية العالمية، التي تبنتها الأمم المتحدة عام 1970 لعقد التنمية الثاني حيث جرى تقسيم العالم في هذا النموذج إلى 15 منطقة بني لكل منها جدول (مدخلات-مخرجات) يضم 48 قطاعا ويجري ربط كل منطقة ببقية مناطق العالم من خلال تدفقات التجارة الدولية في أكثر من 40 فئة من السلع والخدمات والتدفقات الرأسمالية. ويمكن تقسيم جداول المدخلات-المخرجات إلى نوعين من النماذج ساكنة وديناميكية:⁽³⁾

1-1- النماذج الساكنة (الستاتيكية)

هي النماذج التي يتوازن فيها الإنتاج والاستهلاك خلال دورة إنتاجية واحدة، لا تتجاوز السنة عادة، حيث لا يؤخذ فيها التراكم الرأسمالي اللازم لتكرار العملية الإنتاجية في الدورة التالية بعين الاعتبار، وينقسم هذا النوع من النماذج بدوره إلى قسمين:

(1) David Romer, (1997): Macroéconomie approfondie, traduire par Fabrice Magrolle, édition Ediscience international: Paris, France, pp 53-65.

(2) اقتصادي روسي، ولد عام 1905، يعود له الفضل في وضع أسس المحاسبة الوطنية (جداول المدخلات والمخرجات)، توفي سنة 1999.

(3) إسماعيل محمد بن قانة، المرجع سبق ذكره، ص ص 117-126.

1-1-1-1 - النماذج المغلقة

هي تمثل الصيغة الأساسية التي اعتمدها ليونتييف، حيث عولجت كل السلع والخدمات كسلع وسيطية في الأجل القصير حيث يتميز الإنفاق الحكومي، الاستثمار، الصادرات، التغير في المخزون بنوع من الاستقرار والثبات، وفي هذه النماذج أيضا يعالج العمل كنتاج للاستهلاك العائلي.

حيث تكون في حالة اتزان عندما ينتج كل قطاع ما يكفي فقط لمقابلة احتياجات الطلب الوسيطة لبقية القطاعات. وتعطى المعادلة التوازنية للنموذج المغلق كما يلي:

$$X_i = \sum_{j=1}^n a_{ij} X_j \quad \dots \dots (2 - 38)$$

$$a_{ij} = X_{ij}/X_j \quad \text{ولدينا:}$$

حيث أن: X_i : تمثل إنتاج القطاع 1؛ X_j : تمثل إنتاج القطاع j ؛ a_{ij} : تمثل المعاملات التقنية؛ X_{ij} : تمثل تدفق الإنتاج الوسيط من القطاع i إلى القطاع j .
تتم التدفقات النقدية في النموذج المغلق على أساس أن مستوى الناتج المحلي الإجمالي المحدد مكون من عناصر للطلب وهي: الطلب الاستهلاكي الخاص، الطلب الاستهلاكي العام، التغير في المخزون، تراكم رأس المال الثابت وكلها تمثل الطلب النهائي الذي هو بدوره يمثل الطلب على كل مجموعة من السلع داخل الجدول.

1-1-2-1 - النماذج المفتوحة

أثناء الحرب العالمية وبعدها ظهرت محاولات لفصل عناصر من الطلب النهائي من الطلب الوسيط، كون أن الطلب النهائي لم يعد كمتغير داخلي وإنما أصبح خارجيا، وعليه فإن معادلة التوازن السابقة سيعاد تشكيلها على النحو التالي:

$$X_i = \sum_{j=1}^n a_{ij} X_j + F_i \quad \dots \dots (2 - 39)$$

حيث أن: X_i : تمثل إنتاج القطاع i ؛ X_j : تمثل إنتاج القطاع j ؛ a_{ij} : تمثل المعاملات التقنية؛ X_{ij} : تمثل تدفق الإنتاج الوسيط من القطاع i إلى القطاع j ؛ F_i : تمثل الطلب النهائي للقطاع i .

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

تتم التدفقات النقدية في النموذج المفتوح على أساس أنه في البداية يتم عمل تقدير أولي للصادرات حسب السلع، ومثل هذا التقدير يمكن أن يتم إما بالاعتماد على الاتجاهات التاريخية للصادرات أو باستخدام أساليب التنبؤ بالاعتماد على أنماط التجارة الدولية آخذين بعين الاعتبار التغير في الأسعار النسبية المحلية والمنتجة بالخارج، وفي كلا الحالتين فإن مثل هذه التقديرات ستخضع للتعديل لاحقاً. أما الواردات فإنها تدخل في التحليل عندما يتم تقدير مجموع الطلب على السلع.

1-2- النماذج الحركية (الديناميكية)

لعل نقطة الخلاف الرئيسية بين هذه النماذج والسابقة (أي الساكنة)، هي أن الأخيرة تعالج الاستثمار كمتغير خارجي يتحدد كبقية عناصر الطلب النهائي خارج النظام، في حين تعالج النماذج الديناميكية الاستثمار كمتغير داخلي يتحدد داخل النظام. وعليه وبغرض إنتاج وحدة واحدة من القطاع فإن هذا القطاع لا يحتاج فقط إلى مدخلات وسيطية a_{ij} من القطاع i ولكن أيضاً إلى b_{ij} من رأس المال. أما متطلبات رأس المال هذه فتكون على شكل مصفوفة لها نفس أبعاد مصفوفة الطلب الوسيط A ويطلق عليها عادة مصفوفة المعاملات الرأسمالية، فإذا كان لدينا ثلاثة قطاعات اقتصادية فإن هذه المصفوفة يمكن كتابتها كآتي:

$$B = \begin{bmatrix} B_{11} & B_{12} & B_{13} \\ B_{21} & B_{22} & B_{23} \\ B_{31} & B_{32} & B_{33} \end{bmatrix} \dots \dots (2 - 40)$$

وبالتالي فإن معادلة التوازن لنموذج المدخلات-المخرجات الديناميكي يعاد كتابتها كآتي:

$$X^t = AX^t + B(X^{t+1} - X^t) + F^t \text{ بالنسبة للنموذج المفتوح:}$$

$$X^t = AX^t + B(X^{t+1} - X^t) \text{ بالنسبة للنموذج المغلق:}$$

وإذا كان معدل النمو قد تم تحديده مسبقاً لمختلف القطاعات، فإنه يمكن الحصول على ما

يطلق عليه نموذج ليونتيف الديناميكي:

$$X = (I - A - rB)^{-1}F \dots \dots (2 - 41)$$

حيث أن: r تمثل عناصر المصفوفة القطرية التي تبين معدلات النمو القطاعية، ويمكن

ملاحظة الآن الفرق بين النماذج الساكنة والحركية بوضوح، حيث يحدد متغير (الاستثمار = التكوين الرأسمالي + التغير في المخزون) داخل النموذج، بعدما كان يتحدد كمعطى من خارج

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

النموذج، ويمكن أن يلاحظ أيضا أنه كلما أدخلنا متغير الاستثمار كمتغير داخلي فإن هذا يعني إدخال عنصر الزمن ضمنياً.

2- نموذج "فون نيومان"

يفترض نموذج نيومان⁽¹⁾ الذي نشره سنة 1938 وجود سلعتين منتجتين، حيث أن العمل الذي يدخل في إنتاجها أجره ثابت وآلية الإنتاج تتميز بـ:⁽²⁾

▪ إن إدخال وحدة L_i تستخدم لإنتاج السلعة 1 و a_{i2} لإنتاج السلعة 2 بالمقادير b_{i1} و b_{i2} على التوالي في الفترة اللاحقة.

▪ وإذا استعملنا λ_i وحدة من اليد لإنتاج L_i فإن المدخلات الضرورية تتضاعف وفق λ_i ومن ثم يتضاعف إنتاج كل سلعة.

▪ كل إجراء أو آلية تحتاج إلى مدخلات a_{i1} و/ أو a_{i2} موجبة.

▪ كل سلعة يمكن أن تنتج على الأقل بقيمة b_{i1} و/ أو b_{i2} موجبة.

ووفقاً لهذه الفرضيات حاول نيومان التطرق لحل المشكل التالي:

إذا كان $\lambda_i(t)$ المستوى المتطلع إليه في الفترة t و $\lambda_i(t+1)$ في الفترة $(t+1)$ حيث أن كليهما موجبتان.

ليكن $\sum b_{i2} \lambda_i(t)$ في نظيره من السلعة في الزمن $(t+1)$ وهو مجموع $\sum b_{i2} \lambda_i(t)$ حيث أن الطلب عليهما على التوالي هو:

$$\sum a_{i2} \lambda_i(t) \text{ و } \sum a_{i1} \lambda_i(t)$$

$$\lambda_i(t+1) = \alpha \lambda_i(t) \quad \forall i, \forall t \quad \text{علما أن:}$$

إن إنتاج كل سلعة سيتغير بنفس النسبة $\alpha - 1$ لأن: $\frac{\lambda_i(t+1)}{\lambda_i(t)}$ ومنه:

$$\frac{\lambda_{it+1} - \lambda_{it}}{\lambda_i(t)} = \alpha - 1$$

ليكن λ_{it} المبلغ المتاح في الزمن t للسلعة i و X_{it+1} مبلغها في الزمن $t+1$ ومنه:

$$X_j = \sum b_{ij} \lambda_i(t)$$

- المشكل هنا هو إيجاد القيمة α بأعظم قيمة ممكنة.

(1) اقتصادي أمريكي وعالم رياضيات بارز، أكثر كتبه شهرة نظرية الألعاب والسلوك الاقتصادي، توفي عام 1957.

(2) إسماعيل محمد بن قانة، المرجع سبق ذكره، ص ص 132-134.

- الطلب على السلعتين 1 و 2 في الزمن $t + 1$ يمكن حسابها وفقا للشروط التالية:

أ- القيود التقنية للمتاحات في الزمن $t + 1$ هي:

$$\sum a_{i1} \lambda_i (t + 1) \leq \sum b_{i1} \lambda_i (t)$$

$$\sum a_{i2} \lambda_i (t + 1) \leq \sum b_{i2} \lambda_i (t)$$

ب- قيود التحكيم في الزمن $t + 1$ هي:

$$\alpha \sum a_{i1} \lambda_i (t + 1) \leq \sum b_{i1} \lambda_i (t + 1)$$

$$\alpha \sum a_{i2} \lambda_i (t + 1) \leq \sum b_{i2} \lambda_i (t + 1)$$

حيث: $\lambda_i (t) \geq 0$ و $\alpha = 1 + r$ حيث r هو معدل الفائدة.

لحل هذه المشكلة لا يكفي فقط إيجاد القيمة الحدية العظمى لـ λ^* ولكن أيضا حاصل قسمة

استعمال النشاطات من أجل كل α ، حيث الشعاع $\lambda = (\lambda_1, \dots, \lambda_m)$ يحقق القيود $k\lambda$ ($k > 0$) أيضا.

إذا فسرنا α^* على أنها $1 + r$ نفترض أنه هناك وقت للإنتاج وبأنه يجب دفع الفوائد على

المدخلات مع r^* معطى، ومن ثم فإنه يوجد حل للاقتصاد المتميز بالمنافسة التامة والذي يوافق

اختيار الآلية التي تسمح لمعدل النمو بأن يصبح أعظمي حيث: $r^* = \alpha^* - 1$.⁽¹⁾

3- نموذج "تيومان - موريشيما"⁽²⁾

يستعمل هذا النموذج الذي ظهر عام 1960 النموذج السابق لفون نيومن، إلا أنه يضيف

إليه عنصر الاستهلاك. وقد أثبت هذا النموذج أن معدل النمو الأقصى هو تابع أو دالة متناقصة

بالنسبة للأجر الحقيقي، كما يراهن بسهولة على أن القيمة الواجب أخذها هي معدل الأجر الحقيقي

للحصول على نمو متوازن في ظل الاستخدام الكامل.

كما يفترض أن أصحاب رؤوس الأموال لا يدخرون إلا جزءا من دخولهم، أما العمال

أصحاب الرواتب فإنهم يستهلكون مجمل دخلهم.

❖ محتوى النموذج:

ينطلق من اعتبار أن معدل النمو الديموغرافي معطى ونرمز له بـ m حيث حتى يكون

التوازن ممكنا لا بد من أن: $m = s r$ حيث r معدل الفائدة، s معدل الأجر الحقيقي، وهنا

(1) إسماعيل محمد بن قانة، المرجع سبق ذكره، ص ص 132-134.

(2) المرجع نفسه، ص ص 134-135.

نقوم بتعيين قيمة r التي يجب أخذها، لكن هذا لا يكفي إذ لا بد أيضا من معرفة معدل الأجر الحقيقي S ومجموعة الأسعار. وبما أن هنا لا يوجد آلية يمكن العمل بها تحقق لنا ربح عالي، هذا يعني أنه يجب معرفة مجموعة سعر للآلية المختارة يكون فيها معدل الفائدة، يقيس فيها كذلك المردود المالي الحدي $\sum a_{rj} p_j$ فلا يجب أن يكون شديد الكبر أو متاهيا في الصغر بالنسبة للمردود المحصل عليه من توظيف مبلغ من المال لشراء a_{r1} وحدة من السلعة 1 و a_{r2} وحدة من السلعة 2 بالأسعار الجارية.

المطلب الثالث: النظرية الحديثة للنمو الاقتصادي

إن الأداء الضعيف للنظريات النيوكلاسيكية في إلقاء الضوء على مصادر النمو طويل الأمد قد أدى إلى عدم الرضا على تلك النظريات، والتي تؤكد على أنه هناك خاصية في الاقتصادات المختلفة تجعلها تنمو لفترات طويلة. وفي غياب الصدمات الخارجية أو التغير التكنولوجي فإن كل هذه الاقتصادات سوف تصل إلى توقف النمو، وعليه فليس هناك غرابة بأن هذه النظرية فشلت في إعطاء تفسير مقنع للنمو الاقتصادي التاريخي المستمر في الاقتصادات المختلفة في العالم.⁽¹⁾

إن أي زيادة في الناتج القومي الإجمالي التي لا يمكن إرجاعها إلى التكاليف قصيرة الأمد في مخزون رأس المال أو العمل إنما تعود إلى مجموعة ثالثة من العوامل تعرف بمتبقي سولو. والنظرية النيوكلاسيكية ترجع معظم النمو الاقتصادي إلى عمليات خارجية مستقلة للتقدم التكنولوجي. وقد ازدادت المعارضة للنماذج النيوكلاسيكية في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات، ولم تفلح هذه النظرية في تفسير التباعد أو الاختلافات الكبيرة في الأداء الاقتصادي فيما بين البلدان المختلفة، الأمر الذي دفع إلى ظهور نظرية جديدة هي نظرية النمو الجديدة (الداخلية).⁽²⁾

إن الدوافع الأساسية لنظرية النمو الجديدة هي تفسير الاختلافات الحاصلة في معدلات النمو فيما بين البلدان المختلفة. وباختصار فإن منظري النمو الداخلي يحاولون تفسير العوامل المحددة لمعدل نمو الناتج المحلي والذي لم يتم تفسيره والذي يتحدد خارجيا في معدل النمو لدى سولو والذي يعرف بمتبقي سولو، وبافتراضهم بأن الاستثمارات الخاصة والعامة في رأس المال البشري والتي تولد وفورات خارجية وتحسن في الإنتاجية، تعوض التوجه الطبيعي لتناقص العوائد. وسوف نتطرق فيما يلي إلى بعض نماذج النمو الداخلي.

(1) مدحت القرشي، المرجع سبق ذكره، ص 78.

(2) المرجع نفسه، ص 78.

1- نماذج النمو من الداخل ذات الوفورات الخارجية

1-1- نموذج "بول رومر"⁽¹⁾ ورأس المال المادي عام 1986

يعتبر نموذج رومر الذي تم عرضه عام 1986 من أول الإسهامات النظرية في النمو الداخلي، حيث أعطى نفساً جديداً للنظرية النيوكلاسيكية، وهذا عن طريق الفرضية المتمثلة في إدخال عامل التعلم عن طريق التمرن، بحيث أن المؤسسة التي ترفع من رأسمالها المادي تتعلم في نفس الوقت من الإنتاج بأكثر فعالية، وهذا الأثر الإيجابي للخبرة على الإنتاجية يوصف بالتمرن عن طريق الاستثمار، بالإضافة إلى ذلك فإن الفرضية الثانية المتمثلة في أن المعرفة المكتشفة تنتشر أينما في كل الاقتصاد، وعليه إذا اعتبرنا أنه يمكن تمثيل المعرفة المتوفرة في المؤسسة I بالمؤشر AI ، هذا يعني أن التغير dAI/dt يمثل التعلم الكلي للاقتصاد.⁽²⁾ والذي بدوره يتناسب مع التغير في K_i لمخزون رأس المال، ومنه دالة الإنتاج هي:

$$y_i = F(K_i, kL_i) \quad \dots \dots (2 - 42)$$

بحيث F تحقق الخصائص النيوكلاسيكية، المتمثلة في أن الإنتاج الحدي لكل عامل متناقص، ووفورات الحجم ثابتة، بالإضافة إلى أن الإنتاجية الحدية لرأس المال أو العمل تؤول إلى مالا نهاية لما كل من رأس المال والعمل يؤولان إلى الصفر، وتؤول إلى الصفر لما يؤولان إلى مالا نهاية.

حسب رومر يعبر عن دالة الإنتاج الفردية كما يلي:⁽³⁾

$$y_{it} = (K_{it})^{1-\alpha} (A_t L_{it})^\alpha \quad \dots \dots (2 - 43)$$

حيث:

y_{it} : مخرجات المؤسسة i في الزمن t ؛

A_t : رأس المال البشري؛

K_{it} ، L_{it} : كمية رأس المال، العمل على التوالي.

مع الإشارة إلى أن رومر يفترض في نموذجه سيادة المنافسة الكامل في الاقتصاد، ذلك بين

عدد من المؤسسات n تنتج سلعة متجانسة.

(1) اقتصادي وخبير أمريكي، من أبرز المنظرين فيما يخص نظريات النمو الجديدة.

(2) أشواق بن قدور، المرجع سبق ذكره، ص 95.

(3) Dominique Guellec, Pierre Ralle, (2003): Les nouvelles théories de la croissance, 5^{ème} édition, la découverte: Paris, France, p 51.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

افتراض أيضا رومر أن المعرفة المتوفرة المتراكمة في مؤسسة معينة يمكن أن تستفيد منها باقي المؤسسات الاقتصادية، وعليه يمكن التعبير عن تراكم المعرفة في كل مؤسسة وفق المعادلة الآتية: (1)

$$A_t = A^{1/\alpha} \left(\sum_{i=1}^n K_{it} \right)^B \quad \dots \dots (2 - 44)$$

توضح هذه المعادلة أن مستوى المعرفة التكنولوجية المشتركة A_t يرتفع بزيادة K_t . كما يفترض أن الثابت A يعبر عن قدرة المؤسسة في جذب الوفورات الخارجية الموجبة من خلال استثمارها في رأس المال المادي.

من خلال المعادلتين (2-43) و (2-44) نجد أن:

$$y_{it} = (K_{it})^{1-\alpha} (A_t L_{it})^\alpha$$
$$\Rightarrow y_{it} = (K_{it})^{1-\alpha} (A^{1/\alpha} \left(\sum_{i=1}^n K_{it} \right)^B L_{it})^\alpha$$

وبوجود تماثل بين جميع المؤسسات في رأس المال والعمل ومع امتلاك جميع المؤسسات تكنولوجيا متماثلة، تصبح دالة الإنتاج كما يلي:

$$y_t = A(K_t)^{(1-\alpha+\alpha B)} (L_t)^\alpha \quad \dots \dots (2 - 45)$$

من خلال اشتقاق المعادلة (2-44) بالنسبة لـ K_{it} نجد: (2)

$$r_{it} = \frac{\Delta(y_{it})}{\Delta(K_{it})} = (1 - \alpha)(K_{it})^{-\alpha} \quad \dots \dots (2 - 46)$$

حيث: r_{it} يمثل العائد الحدي الخاص لرأس المال.

لدينا أيضا:

$$r_t = (1 - \alpha + \alpha B) A (L_t)^\alpha (K_t)^{\alpha(B-1)} \quad \dots \dots (2 - 47)$$

حيث: r_t يمثل مجموع العوائد الحدية الخاصة برأس المال.

(1) Dominique Guellec, Pierre Ralle, op.cit, p 51.

(2) Ibid, p 51.

وباشتقاق المعادلة (2-45) بالنسبة لـ K_t نجد: (1)

$$r_t^* = (1 - \alpha + \alpha B)A(L_t)^\alpha (K_t)^{\alpha(B-1)} \quad \dots \dots (2 - 48)$$

حيث: r_t^* تمثل العائد الاجتماعي لرأس المال.

من خلال المعادلة (2-45) وبافتراض أن كمية العمل المتاحة ثابتة، نجد أن الناتج ومن ثم

النمو الاقتصادي يحدد على أساس رأس المال المادي وبقيمة أسية $(1 - \alpha + \alpha B)$ ، حيث: (2)

- إذا كانت $B < 1$: ترتفع قيمة الناتج الفردي مع مقدار رأس المال للفرد؛

- إذا كانت $B > 1$: حدوث انفجار في معدلات النمو؛

- إذا كانت $B = 1$: وجود تناسب دقيق بين رأس المال والمعرفة بهدف تحقيق النمو.

وبتحقيق الفرضية $B = 1$ وبافتراض أن المستهلك عقلاني ولديه دالة منفعة ذات مرونة

ثابتة مع الزمن، نتحصل على معدل النمو في التوازن اللامركزي من خلال المعادلة الآتية: (3)

$$g = (1 - \alpha)AL^\alpha - p \quad \dots \dots (2 - 49)$$

ويعطى معدل النمو الاجتماعي وفق المعادلة التالية: (4)

$$g^* = AL^\alpha - p \quad \dots \dots (2 - 50)$$

حيث أن: p يمثل معدل التفضيل الحالي (المنفعة الحدية).

1-2- نموذج "لوكاس" ورأس المال البشري

من خلال هذا النموذج نلاحظ بأن لوكاس قد ركز على رأس المال البشري في دراسته.

حسب لوكاس فإن الاقتصاد مكون من قطاعين فقط، الأول مخصص لإنتاج السلع والثاني يهتم

بتكوين رأس المال البشري الذي لم يتم استعماله في القطاع الأول. كما افترض إمكانية زيادة رأس

المال البشري، ويكون تراكمه بإنتاجية حدية ثابتة. مع افتراض عدم وجود اختلاف في المستوى

التعليمي للأعوان وعددهم ثابت n . (5)

(1) Dominique Guellec, Pierre Ralle, op.cit, p 51.

(2) Ibid, p 51.

(3) Ibid, p 51.

(4) Ibid, p 51.

(5) سمير بواعلي دحمان، عبد الكريم البشير، المرجع سبق ذكره، ص 16.

تعطى دالة الإنتاج كما يلي: (1)

$$y = AK^\alpha(\mu nL)^{1-\alpha} \quad \dots \dots (2 - 51)$$

حيث:

Y : قيمة الإنتاج؛

A : معامل سلمي؛

K : رأس المال المادي؛

μ : الوقت المخصص في إنتاج السلع؛

h : مخزون رأس المال البشري؛

α : ثابت موجب يمثل نسبة مساهمة رأس المال في الناتج؛

L : العمل.

كما يمكن أن تعطى دالة الإنتاج وفق المعادلة التالية:

$$y = AK^\alpha(\mu h)^{1-\alpha} \quad \dots \dots (2 - 52)$$

وحسب لوكاس يعبر عن تراكم رأس المال البشري وفق المعادلة التالية: (2)

$$h_t^\bullet = \beta(1 - \mu)n_t \quad \dots \dots (2 - 53)$$

حيث:

h_t^\bullet : مقدار التغير في رأس المال البشري،

β : مقدار الفعالية الخاص بتراكم رأس المال البشري؛

$(1 - \mu)$: الزمن المسخر للحصول على المعرفة؛

μ : الزمن المسخر للعمل؛

h_t : مخزون رأس المال البشري.

$$\Rightarrow \frac{h_t^\bullet}{h_t} = \beta(1 - \mu) \quad \dots \dots (2 - 54)$$

ومنه يمكن القول أنه كلما تم تخصيص قسط كبير من الوقت من أجل التعليم وتنمية

القدرات، يمكن للاقتصاد أن يحقق مستويات نمو مرتفعة في رأس المال البشري.

(1) Christopher D. Carroll, The Lucas Growth Model, p 1. Disponible sur le site web:

www.econ2.jhu.edu/people/carroll/public/lecturenotes/growth/lucasgrowth.pdf Consulté le: 19/01/2014.

(2) Robert.R. Lucas, (1988): On the mechanics of economic development, journal of monetary economics, Volume 22, Issue 1, Netherlands, p 19.

2- نموذج "رومر" عام 1990

في إطار هذا النموذج اعتبر رومر الاقتصاد مكون من ثلاث قطاعات رئيسية، متمثلة في قطاع البحث، قطاع إنتاج السلع الوسيطة، قطاع إنتاج السلع النهائية. ويقوم النموذج على عدة فرضيات أهمها:⁽¹⁾

- إن الدافع الرئيسي للنمو الاقتصادي يتمثل في التقدم التقني وتراكم رأس المال؛
- التقدم التقني ناتج عن إنتاج المعارف الخاص بالعملاء الذين يستجيبون كحواجز السوق؛
- المعرفة التكنولوجية (التقنية) هي مدخلات غير متنازعة.

2-1- قطاع البحث

إن الأعوان التابعين للشركات الخاصة بقطاع البحث يعملون في إطار البحث والتطوير، وذلك بهدف الوصول إلى أفكار جديدة وقيمة من الناحية الاقتصادية، تساهم في ابتكار مخططات وتصاميم لإنتاج أنواع جديدة من السلع الرأسمالية. ومن هنا يرى رومر ضرورة وجود تفاعل ما بين رأس المال البشري ومجموعة المعارف المتوفرة حتى يتم ابتكار أفكار جديدة توصل إلى تطور تكنولوجي. وتعطى دالة تراكم المعرفة A في هذا القطاع وفق المعادلة التالية:⁽¹⁾

$$A^* = \delta L_A A \quad \dots \dots (2 - 55)$$

حيث:

A^* : التغير في مخزون المعارف؛

A : مخزون المعارف المتوفرة لكل الباحثين؛

L_A : حجم رأس المال البشري؛

δ : ثابت موجب يعبر عن فعالية نشاط البحث.

ومنه يعبر عن معدل نمو مخزون المعرفة وفق المعادلة التالية:

$$A^*/A = \delta L_A \quad \dots \dots (2 - 56)$$

⁽¹⁾ Paul Romer, Endogenous technological change, Journal of political Economy, Volume 98, Issue 5, USA, p 83.

2-2- قطاع السلع الوسيطة

هو قطاع احتكاري، تقوم شركات هذا القطاع بإنتاج سلع وسيطة عن طريق شراء اختراعات من قطاع البحث. وإذا كان هناك A سلعة وسيطة و A مؤسسة في هذا القطاع، يكون برنامج تعظيم الربح كما يلي: (1)

$$\max: \pi_j = p_j(x_j) - r(x_j) \quad \dots \dots (2 - 57)$$

$$p \frac{x}{p} + p(x) - r = 0 \quad \text{ومنه:}$$

$$\Rightarrow p = \frac{1}{\alpha} r$$

$$\Rightarrow \pi = \alpha(1 - \alpha) \frac{y}{a} \quad \dots \dots (2 - 58)$$

ويعبر على رأس المال الكلي وفق المعادلة التالية: (2)

$$K = \int_0^A x_j dj \Rightarrow x = \frac{K}{a} \quad \dots \dots (2 - 59)$$

ومنه دالة الإنتاج لهذا القطاع تعطى بالصيغة التالية: (3)

$$y = AL_y^{1-\alpha} x^\alpha \quad \dots \dots (2 - 60)$$

وبتعويض المعادلة (2-59) في المعادلة (2-60) يصبح لدينا:

$$Y = A L_y^{1-\alpha} A^{-\alpha} K^\alpha = K^\alpha (AL_y)^{1-\alpha} \quad \dots \dots (2 - 61)$$

2-3- قطاع إنتاج السلع النهائية

تقوم شركات هذا القطاع بإنتاج سلع نهائية متجانسة، التي يمكن استخدامها للاستهلاك أو وصفها إسهاما لسلع رأسمالية متباينة. وتعتمد هذه الشركات في إنتاجها على تكنولوجيا تربط بين رأس المال المادي والبشري.

وتعطى دالة الإنتاج لهذا القطاع وفق المعادلة التالية: (4)

$$y = L_y^{1-\alpha} \sum_{j=1}^A x_j^\alpha \quad \dots \dots (2 - 62)$$

حيث:

A : عدد السلع الوسيطة المتاحة؛

x_j : السلع الرأسمالية.

(1) Murat Yildizoğlu, op.cit, p 43.

(2) Ibid, p 43.

(3) Ibid, p 43.

(4) Ibid, p 43.

$$y = L_Y^{1-\alpha} x_1^\alpha + L_Y^{1-\alpha} x_2^\alpha + \dots + L_Y^{1-\alpha} x_A^\alpha$$

$$\Rightarrow y = L_Y^{1-\alpha} \int_0^A x_j^\alpha dj \quad \dots \dots (2 - 63)$$

3- نموذج النمو الداخلي لقطاع واحد "AK"

من الخصائص الأساسية لنماذج النمو الداخلي عدم تناقص مردودية رأس المال (K). ويعود غياب تناقص هذا إلى الرأس المال البشري. وتعطى صيغة النموذج العام لـ AK كما يلي:⁽¹⁾

$$Y = AK \quad \dots \dots (2 - 64)$$

حيث:

A: معامل ثابت؛

K: مخزون رأس المال.

بالنسبة لتراكم رأس المال يعطى على نفس الشكل المقدم في نموذج "سولو" وفق المعادلة

التالية:

$$K^\bullet = sY - \delta K \quad \dots \dots (2 - 65)$$

بافتراض أن عدد السكان ثابت (n = 0)

$$L^\bullet = nL = 0$$

$$\gamma K = \frac{K^\bullet}{K} = \frac{Y}{K} - \delta = sA - \delta = C_{ste} \quad \forall K \quad \dots \dots (2 - 66)$$

$$\gamma Y = \gamma K = sA - \delta \quad \dots \dots (2 - 67)$$

حيث:

Y: حجم الإنتاج؛

K: رأس المال الموسع؛⁽²⁾

s: معدل الادخار؛

A: متغير ثابت وموجب يعبر عن التكنولوجيا السائدة.

وعليه فإن الاقتصاد ذو نموذج بتكنولوجيا AK يمكن أن يكون لها معدل نمو فردي موجب مستقل عن التقدم التقني، بالإضافة إلى أن معدل النمو مرتبط بمعدل الادخار ومعدل نمو السكان،

⁽¹⁾ Robert Barro, Xavier Sala -I- Martin, op.cit, pp 44-47.

⁽²⁾ يشمل المال الموسع رأس المال العيني، الآلات والمعدات، العمالة.

وعلى عكس النموذج النيوكلاسيكي فإن هذا النموذج لا يتنبأ بتنبؤ شرطي مطلق وهذا من أجل كل مستويات Y .

4- نظرية مراحل النمو لـ "روستو"

تعتبر نظرية "والت ويطمان روستو"⁽¹⁾ من أهم الإسهامات التي ظهرت في مطلع الستينات. ظهرت نظريته في كتابه "مراحل النمو الاقتصادي" عام 1960 والتي لاقت صدى كبير جدا. يشير روستو في نظريته أن الانتقال من التخلف إلى النمو ما هو إلا عملية مرحلية، يجب أن تمر بها كافة المجتمعات، لذلك فهو يرى التخلف الذي تشهده الدول النامية حاليا ما هو إلا عبارة عن مرحلة تاريخية من مراحل النمو الاقتصادي.⁽²⁾ وقد قسم روستو مراحل النمو الاقتصادي إلى خمس مراحل أساسية، تتمثل باختصار فيما يلي:

4-1- مرحلة المجتمع التقليدي: يتميز هذا المجتمع بالبداية، يمتن أغلب أفراد الزراعة بالاعتماد على الطرق التقليدية وعدم استعمال التكنولوجيا. كما يتميز بانخفاض الإنتاجية وانخفاض متوسط الدخل الفردي. أما من الناحية الاجتماعية فقد كان يحكمه النظام القبلي وتميز بسيطرة ملاك الأراضي ذوي النفوذ.

4-2- مرحلة التهيؤ للانطلاق: مثلت هذه المرحلة مرحلة انتقالية، تميزت بحدوث تغييرات على عدة مستويات اقتصادية منها واجتماعية. على المستوى الاقتصادي تم استخدام عدة تقنيات متقدمة ساهمت في زيادة الإنتاجية مع تداخل القطاعين الزراعي والصناعي، مما ساهم في تخفيض نسبة الاستيراد. كما تميزت المرحلة باتساع مجال التجارة الداخلية والخارجية وانتشار البنوك والمؤسسات المالية.

4-3- مرحلة الانطلاق: وتمثل المرحلة الحاسمة في عملية النمو، يتمكن فيها المجتمع من التغلب على كافة المعوقات، وبالتالي يصبح تحقيق النمو المستمر أمرا طبيعيا للمجتمع.⁽³⁾ وحسب روستو فإن هذه المرحلة تتطوي على عدة تغييرات منها:

✓ ارتفاع معدل الاستثمار من 5% إلى 10% من الدخل الوطني؛

(1) اقتصادي أمريكي، ولد عام 1916، تحصل على شهادة الدكتوراه عام 1938، عمل في مجال النمو الاقتصادي، توفي عام 2003.

(2) محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، (2001): التنمية الاقتصادية - مفومها، سياساتها، نظرياتها-، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 157.

(3) محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، المرجع سبق ذكره، ص 158.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

✓ حدوث تغييرات جوهرية في تقنيات الإنتاج، مما يساهم في نمو القطاع الزراعي ومن ثم القطاع الصناعي؛

✓ وجود فئة كبيرة من المسؤولين والعمال الأكفاء ذوي المهارات المميزة.

4-4- مرحلة النضج: تتميز هذه المرحلة بما يلي: (1)

✓ انتشار التقدم التكنولوجي وتطبيقه في مختلف المجالات؛

✓ زيادة نسبة الاستثمار والادخار من 10% إلى 20% من الدخل الوطني؛

✓ وجود نسبة عمالة ذات كفاءة ومهارة عالية، بالإضافة إلى امتلاك قدرات تنظيمية

وتسييرية عالية؛

✓ ارتفاع نسبة الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة؛

✓ زيادة درجة الانفتاح على الخارج وتسجيل فائض في الميزان التجاري.

4-5- مرحلة الاستهلاك الوفير: تعتبر هذه المرحلة من أرقى مراحل النمو الاقتصادي، وتتميز

بالمميزات الآتية: (2)

✓ ارتفاع الأجور إلى حد بلوغ مستويات عالية من الرفاه، وبالتالي ينصرف تركيز المجتمع

إلى إنتاج السلع الكمالية والاستهلاكية والتوسع في تقديم الخدمات والرفع من نوعيتها؛

✓ ارتفاع متوسط الدخل الفردي، مع وجود برامج دعم رفاهية الأفراد من خلال زيادة

الضمان الاجتماعي.

❖ نقد النظرية:

بالرغم من البصمة التي تركتها هذه النظرية في الميدان الاقتصادي، إلا أنه قد تم توجيه

العديد من الانتقادات لها:

- اعتماد هذه النظرية على مجموعة نقاط لا يمكن تطبيقها على الدول النامية؛

(1) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف وعلي عبد الوهاب نجا، (2007): التنمية الاقتصادية: مفهومها، نظرياتها، سياساتها،

الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص ص 154-155.

(2) المرجع نفسه، ص ص 156-157 .

- عدم اعتماد روستو في تقديم نظريته على تحديد دقيق وواضح للمراحل مما يصعب عملية التقدير والتنبؤ.

5- نظرية الدفعة القوية

يتمثل تطبيق مبدأ الدفعة القوية في إغراق حجم ضخم من الاستثمارات وفي بناء مرافق رأس المال الاجتماعي من طرق ومواصلات ووسائل نقل وقوى محركة وتدريب القوى العاملة، وهي مشروعات ضخمة غير قابلة للتجزئة بطبيعتها، والتي سوف تخلق وفورات اقتصادية خارجية تتمثل في توفير خدمات إنتاجية بتكلفة منخفضة ضرورية لقيام مشروعات صناعية ما كانت تنشأ دون توافر هذه الخدمات الإنتاجية بتكلفة منخفضة، وأيضا إغراق حجم ضخم من الاستثمار في إنشاء جبهة عريضة من صناعات متكامل مشروعاتها رأسيا وأفقيا.

فالوفورات الخارجية على جانب الطلب تتبع من حقيقة تكامل دالة الطلب الكلي على إنتاج المشروعات الصناعية في مجموعها أو عدم قابليتها للتجزئة، وذلك التنوع وتعدد وتكامل حاجات المستهلكين مما يؤدي إلى اتساع السوق أمام كل مشروع صناعي، والوفورات الخارجية في جانب عرض الإنتاج تتبع من خاصية تكامل أو عدم قابلية دالة عرض إنتاج المشروعات في مجموعها للتجزئة وذلك للتعادم والتشابك بين مستلزمات وخدمات عناصر الإنتاج لمشروعات صناعية معينة من الصناعات الأخرى أفقيا ورأسيا، الأمر الذي يستدعي إنشاء جبهة عريضة من الصناعات في آن واحد كي تتوافر مستلزمات وخدمات عناصر الإنتاج لكل صناعة مما يخفض من تكاليف إنتاج كل منها. كما أن القيام ببرنامج استثماري ضخم سوف يستفيد من خاصية عدم قابلية دالة الادخار القومي للتجزئة.⁽¹⁾

وحيث أن الاستثمار على نطاق واسع يقتضي النظر إلى الادخار نظرة قومية شاملة وبالتالي العمل على تعبئة أكبر قدر منه، كما أن الاستثمار على نطاق واسع سوف يؤدي إلى زيادة سريعة في الدخل القومي مما يمكن معه الارتفاع بالميل الحدي للادخار، وذلك لارتفاع المرونة الداخلية للادخار، الأمر الذي يمكن البلد المتخلف من الارتفاع بنسبة ما يدخره من دخله القومي مع صعوده في مسار التقدم الاقتصادي وبالتالي زيادة اعتماده على الموارد المحلية.

(1) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص 154.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

وتعود نظرية الدفعة القوية إلى روزنشتين رودان، حيث ينطلق من فرض أساسي أن التصنيع هو السبيل الوحيد لتحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي والمجال الممكن والفعال لاستيعاب فائض القوة العاملة المتعطلة جزئياً وكليا في قطاعها الزراعي، وعلى أن تبدأ عملية التصنيع في شكل دفعة قوية.

إن الأسلوب الذي اقترحه لتصنيع المناطق المتخلفة يتمثل في توجيه حتما كبيرا من الاستثمار في جبهة عريضة من الصناعات الاستهلاكية الخفيفة تدعم بعضها البعض بشكل يكسبها الجدوى الاقتصادية في إقامتها في آن واحد في حين إقامتها على انفراد لم يكن يحقق تلك الجدوى. وفي الدول المتخلفة التي ينقصها مستوى معقول من البنية التحتية ورأس المال الاجتماعي يتعين القيام بها أيضا لضرورتها لقيام الصناعات الاستهلاكية. وعليه يتعين إقامة توازن ليس فقط بين مجموعات الصناعات الاستهلاكية التي يتضمنها برنامجها الاستثماري بل أيضا بينها وبين مشروعات رأس المال الاجتماعي، هذا إلى جانب الاستفادة من تقسيم العمل الدولي متمثلا في اجتذاب رؤوس أموال أجنبية واستيراد السلع الإنتاجية المتاحة من الدول المتقدمة.

ويرى روزنشتين رودان ضرورة أن يكون للدولة دورا بارزا في عملية تخطيط وتنفيذ مشاريع التصنيع التي يتطلبها تطبيق مبدأ الدفعة القوية. فالسوق المحلي الضيق في الدول المتخلفة لا يحفز المستثمر الخاص على القيام بإنشاء مشروعات صناعية تستخدم أساليب تكنولوجية حديثة ذات طاقة إنتاجية كبيرة. فالمستثمر يبني قراره بالاستثمار على أساس الاستفادة الخاصة وليس على أساس الاستفادة الاجتماعية، فقد يكون المشروع له جدوى اقتصادية واجتماعية مرتفعة ولكن لها جدوى اقتصادية خاصة منخفضة.⁽¹⁾

وعليه فقيام الدولة بتخطيط وتنفيذ برنامج استثماري ضخم لإنشاء مرافق رأس المال الاجتماعي ومجموعة متكاملة من الصناعات الاستهلاكية يوفر الخدمات الاجتماعية المطلوبة للمشروعات الصناعية الجديدة التي يتقرر القيام بها لجدواها الاقتصادية والاجتماعية، كما أن تدخل الدولة ضروري لضمان توفير الموارد التمويلية ولاسيما لضمان حركة رؤوس الأموال الأجنبية

(1) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص 156.

الفصل الثاني: الإطار النظري للنمو الاقتصادي ونماذجه.....

وبشكل يكفل لها أداء مهمتها الاقتصادية وفي الدفاع عن مبدأ الدفعة القوية والتغلب على عقبة ضيق السوق أمام الاستثمار الصناعي.⁽¹⁾

إن تكامل دالة الطلب على السلع التي يطلبها المستهلكون ينبع كما ذكرنا من حقيقة تنوع الحاجات الإنسانية وتعددتها وعدم قابليتها للتجزئة، وعليه فإن إنتاج مجموعة السلع الاستهلاكية التي تشبع الحاجات الاستهلاكية المتعددة والمتكاملة تؤدي إلى اتساع السوق. أما إنشاء الصناعات الاستهلاكية واحدة تلو الأخرى على فترات زمنية متلاحقة أي إتباع أسلوب التدرج في التصنيع سيجعل كل واحدة من هذه الصناعات يواجه مشكلة تصريف إنتاجها. ويضيف رودان بأن هناك نوع آخر من الوفورات الخارجية تظهر خلال عملية التصنيع على نطاق واسع، هذا النوع هو الذي يتحقق لصالح كل صناعة نتيجة لإنشاء وتوسع صناعات أخرى، أي كل صناعة تخلق وفورات للصناعات الأخرى المتكاملة معها أفقياً ورأسياً بسبب تكامل وعدم تجزئة دالة الإنتاج على مستوى القطاع الصناعي ككل، وعلى ذلك لكي يتحقق هذا النوع من الوفورات يتعين الاستثمار في عدد من الصناعات مرة واحدة مع تكوين حجم ملائم من الاستثمار الاجتماعي.

ويؤكد رودان عدم تصوره لنجاح صناعة جديدة وحيدة في بيئة غير صناعية، كما يضيف أيضاً الاستفادة من تكامل دالة الادخار القومي في ظل تنفيذ برنامج استثماري ضخم الذي قد يثير مشكلة تمويل حادة، ولكن يؤكد على تكامل دالتي الطلب والعرض ستحقق نمو الدخل القومي بمعدلات مرتفعة يرتفع معه المعدل الحدي للادخار.

(1) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، المرجع سبق ذكره، ص 157.

خلاصة الفصل

تحظى دراسة النمو الاقتصادي بأهمية كبيرة على مستوى تحليل الواقع الاقتصادي لأي اقتصاد في العالم، حيث يعتبر مؤشر مهم يعكس اتجاه تطور النشاط الاقتصادي. أثبتت مختلف النظريات الاقتصادية التي عملت على تفسير النمو الاقتصادي على أن هذا الأخير مرتبط بعامل تراكم رأس المال من جهة وزيادة الإنتاجية من جهة أخرى، وهذا من خلال الابتكارات التي تساهم في دفع النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى التنويع والتحسين في المنتجات التي تسمح بزيادة معدلات النمو الاقتصادي، وبالتالي فإن محددات النمو الاقتصادي تتمثل في كل من تراكم رأس المال، رأس المال البشري، التطوير والابتكار، دون إهمال عنصري التنظيم والتسيير، هذا من جهة ومن جهة أخرى وجود ارتباط بين كل من النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

اختلفت نظريات ونماذج النمو الاقتصادي في تفسيرها ونظرتها للنمو، حيث أن أفكار المدرسة الكلاسيكية تبين أن النمو محدود على المدى البعيد، أما هارود-دومار بين أن استمرار النمو مرتبط بمعامل رأس المال، معدل النمو السكاني ومعدل الادخار. بعد ذلك قام سولو بإدخال عامل التطور التكنولوجي في نمودجه، هذا النموذج الذي ترك بصمة في تاريخ الفكر الاقتصادي التنموي. ثم خلال فترة الثمانينات ظهرت نظريات النمو الحديثة التي اهتمت بتفسير النمو على المدى البعيد.

بعد التطرق إلى مفهوم النمو الاقتصادي ومختلف النظريات التي قامت بتفسيره، يتبادر إلى أذهاننا عدة تساؤلات تتعلق بطبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية الذي يعتبر من أهم أسس النظام المالي، هذا ما سيتم التطرق إليه في الفصل الموالي مع التعرض إلى واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة وواقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

الفصل الثالث:

الخلفية النظرية للعلاقة بين
سوق الأوراق المالية والنمو
الاقتصادي مع عرض أهم
أسس الاقتصاد القياسي

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

تمهيد

ارتبط تطور سوق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي الذي تمر به الدول، خاصة الدول الرأسمالية التي عملت بشكل مستمر على تعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية واستحداث طرق جديدة لتعبئة المدخرات من خلال سوق الأوراق المالية، حيث ساهم هذا الأخير في رفع معدلات النمو الاقتصادي في تلك الدول بنسب عالية.

استحوذ موضوع أهمية النظام المالي ومساهمته في تحريك النمو الاقتصادي على اهتمام عدد كبير من الباحثين الاقتصاديين. بصفة عامة، وبالرغم من اختلاف آراء الاقتصاديين حول دور سوق الأوراق المالية الذي يعتبر أحد أهم مكونات النظام المالي وجزء مهما من التطور المالي، إلا أنه يساهم مساهمة فعالة في تفعيل النمو الاقتصادي، ويستند ذلك إلى الدور الذي يلعبه سوق الأوراق المالية في توفير السيولة، زيادة تجميع الادخارات وتخصيصها للاستثمارات الأكثر إنتاجاً، متابعة أداء الشركات وتوفير المعلومات المالية الضرورية، وهذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث الأول بعنوان دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

كما سيتم من خلال المبحثين الثاني والثالث الإلمام ببعض أساليب وأدوات التحليل الإحصائي المعروفة في قياس العلاقات الكمية، ذلك للتمهيد للدراسة القياسية التي سيتم القيام بها في الفصل الأخير، من خلال التطرق إلى بعض المفاهيم الأساسية حول الاقتصاد القياسي والسلاسل الزمنية، التكامل المشترك، اختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

المبحث الأول: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

يساهم سوق الأوراق المالية من خلال التخصيص الأمثل للاستثمارات وتوفير السيولة اللازمة للمشاريع وتتنوع المخاطر المرتبطة بها، في دفع عجلة النمو الاقتصادي. فقد أكدت العديد من الدراسات النظرية منها والتطبيقية وجود علاقة سببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وأن الزيادة في درجة تطور سوق الأوراق المالية يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي. دون إهمال بعض الدراسات التي بينت أن النمو الاقتصادي بدوره يساهم في تطوير سوق الأوراق المالية. وسوف نحاول من خلال هذا المبحث تبيان الدور الايجابي لسوق الأوراق المالية ومساهمته في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، من خلال التطرق إلى:

- مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية؛

- أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية

لتحديد درجة تطور سوق الأوراق المالية يتم النظر إلى ثلاثة أبعاد هي: (1)

❖ الخصائص الخاصة بحجم السوق وسيولته؛

❖ الخصائص المؤسسية والتي تشير إلى درجة التقدم في تطبيق القواعد القانونية والإدارية

كالإفصاح وتدفق المعلومات والشفافية وتكاليف المعاملات؛

❖ الخصائص المتعلقة بقدرة السوق على تسعير الأصول المالية وقدرته على الحفاظ على

استقرار العوائد على الأصول المالية، وتعكس تلك المجموعة مدى كفاءة السوق في تسعير الخطر.

يمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المصارف،

الشركات، المشروعات، المدخرين... إلخ. الأمر الذي يؤهله لأن يعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار

ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد الوطني،

وتساهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة.

وفي خطوة أكثر تقدما فإن سوق الأوراق المالية وهو يسجل من خلال التعامل دورات النشاط

الاقتصادي من انتعاش أو ركود، يساهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 209.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات المختصة، مما يساعد في استقرار النشاط الاقتصادي.⁽¹⁾

ويحدد سوق الأوراق المالية الاتجاهات العامة للتنبؤ إذ أنه المركز الذي يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشرا لحجم الأموال السائلة المتداولة، وتشير الأرقام القياسية للأسعار إلى مدى نجاح المشروعات من عدمه.

وفي تاريخ الدول المتقدمة تنبأت أسواق الأوراق المالية بكل فترات الكساد والنشاط دون استثناء وذلك قبل حدوثها بمدة تتراوح بين 6-24 شهرا، وإن كان البعض يعترض على هذا الدور باعتبار أن حالات الرواج والكساد أصبحت لا تعتمد على تقديرات خاصة والعرض المحليين، ولكن أصبح للعوامل الخارجية أثرها على النشاط الاقتصادي، ويقول روبرت سالمون: " سوق الأوراق المالية يمكن أن يكون أحد المؤشرات الرئيسية العامة التي تبين أو تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي، إلا أنه ليس مؤشرا كاملا، وذلك لأنه يعكس توقعات المستثمرين التي قد لا تصيب في جميع الأحوال. ومع هذا فإن سوق الأوراق المالية يعتبر مؤشرا مهما لاتجاهات المستثمرين، ومقياسا جيدا - إن لم يكن كاملا- لما يحمله الاقتصاد في المستقبل ".⁽²⁾

ومن هنا يمكن القول أن سوق الأوراق المالية يعتبر مرآة للنشاط الاقتصادي. ولقياس درجة تطور أو نمو سوق الأوراق المالية يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تعتبر مقياسا حقيقيا لأداء سوق الأوراق المالية الإجمالي. ومن أهم هذه المؤشرات نجد مؤشر حجم السوق، سيولة السوق، درجة التمركز، درجة التذبذب، التنمية المؤسسية، اندماج السوق وتسعير الأصول الرأسمالية ومؤشر تطور البنية التنظيمية والتشريعية للسوق.

وقبل أن يتم عرض هذه المؤشرات لابد من الإشارة إلى أن قياس درجة تطور سوق الأوراق المالية لا يمكن أن يتم استنادا إلى معيار واحد أو عدد محدود من المعايير، ذلك أن كل معيار يعاني من بعض أوجه القصور الإحصائي أو المفاهيمي. لذلك قد يكون من الضروري الاستناد إلى معايير مركبة تغطي كافة مظاهر التعدد في مفهوم التنمية لسوق الأوراق المالية. وقد تسهم بعض المعايير

⁽¹⁾ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 64-65.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص 65.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

المركبة - إلى جانب تسهيل المقارنات الدولية بين مختلف الأسواق - في فهم أفضل للعلاقات بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل.

1- مؤشرات حجم السوق

يعتبر مؤشر حجم السوق من أهم مؤشرات قياس درجة تطور سوق الأوراق المالية، وهناك مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية، هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق.

1-1- مؤشر معدل رسملة السوق

يمثل معدل رسملة السوق أو ما يعرف بمعدل الرسملة السوقية، قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. ومن الناحية الاقتصادية هناك فرض يتضمنه استخدام هذا المؤشر، مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر. ومؤدى ذلك أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها.⁽¹⁾

ولكن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تطور السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع معدل رسملة السوق، في حين أن حجم المعاملات بها يكون صغيرا. ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد يكون كبيرا وفقا لمؤشر معدل رسملة السوق ولكنه غير نشط.

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 211.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

الجدول رقم (1): تطور متوسط معدل الرسملة السوقية للشركات المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)

الوحدة: %

السنة	البورصات الأمريكية	بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك	بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط
2007	70,46	168,95	119,00
2008	36,36	77,10	58,26
2009	63,2	135,5	83,28
2010	70,94	152,23	84,83
2011	52,82	113,97	60,54

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, different issues. Disponible sur le site web: www.world-exchanges.org/statistics/annual Consulté le: 14/04/2014.

تبيّن لنا بيانات الجدول رقم (1) التطور الهائل في معدل رسملة السوق لأسواق الأسهم المدرجة في الاتحاد الدولي. فقد بلغ متوسط معدل رسملة السوق لأسواق منطقة جنوب شرق آسيا والباسفيك التي تحتل المرتبة الأولى خلال المدة من 2007 إلى غاية 2011، 168,95، 77,10، 135,5، 152,23، 113,97 بالمائة على التوالي. تليها في المرتبة الثانية بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط، حيث بلغ متوسط معدل الرسملة السوقية من عام 2007 إلى غاية 2011، 119,00، 58,26، 83,28، 84,83، 60,54 بالمائة على التوالي. وفي المرتبة الأخيرة البورصات الأمريكية التي قدرت الرسملة السوقية في المتوسط خلال الفترة نفسها 70,46، 36,36، 63,2، 70,94، 52,82 بالمائة على التوالي.

1-2- مؤشّر عدد الشركات المدرجة في السوق

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشّر إضافي للدلالة على حجم السوق. باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني ويساهم أيضا بالتنوع في الشركات في التقليل من حدة مخاطر الاستثمار.⁽¹⁾ غير أن هذا المؤشّر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشّر معدل رسملة السوق، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيرا ولكن إجمالي

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 212.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرة. ولا يفيد استخدام هذا المؤشر في حالة الاختلافات الهامشية في عدد الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية في عدد من البلدان، ولكنه قد يكون مفيدا في حالة القيم المتطرفة.⁽¹⁾

الجدول رقم (2): تطور عدد الشركات المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)

السنة	البورصات الأمريكية	بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك	بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط	المجموع
2007	11 408	20 627	14 457	46 492
2008	11 790	20 819	14 097	46 706
2009	10 387	20 901	14 070	45 358
2010	10 281	21 398	13 829	45 508
2011	10 531	22 660	13 623	46 814

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, different issues. Disponible sur le site web: www.world-exchanges.org/statistics/annual Consulté le: 14/04/2014.

من خلال الجدول رقم (2) يتبين أن عدد الشركات المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات كان يقدر بـ 46 492 شركة عام 2007، ثم ارتفع إلى 46 706 شركة عام 2008، انخفض بعدها عام 2009 إلى 45 358 شركة، ليرتفع إلى 45 508، 46 814 شركة عامي 2010، 2011 على التوالي. وطيلة هذه الفترة استحوذت بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك على المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات المدرجة كما هو موضح في الجدول، تليها بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط، ثم البورصات الأمريكية.

ويعود ارتفاع عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الدولية إلى توفر الشروط الملائمة فيما يخص عملية الإدراج، بالإضافة إلى تحسن المناخ الاستثماري الذي يساهم في جذب الاستثمارات وكذلك التوسع في عمليات خوصصة الشركات العمومية عن طريق إدراجها في البورصات وهذا فيما يخص الدول النامية.

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 212.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2- مؤشرات سيولة السوق

يعتبر مؤشر سيولة السوق من أهم مؤشرات قياس تطور سوق الأوراق المالية، عادة ما يستعمل مصطلح السيولة للتعبير عن سهولة شراء وبيع الأصول المالية بأقل التكاليف وبسرعة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية.⁽¹⁾

وتزداد سيولة السوق عند توافر ثلاثة شروط هي:

➤ **عمق السوق:** بمعنى وجود أوامر تداول للأوراق المالية بشكل مستمر؛

➤ **اتساع السوق:** بمعنى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية بالسوق؛

➤ **سرعة استجابة السوق:** وتشير إلى قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب.

وبما أن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي أقل خطورة وتسهل من الاستثمار طويل الأجل. وتواجه الأسواق التي تفتقر للسيولة بحذر من المستثمرين لأنهم لن يتمكنوا من الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه. وفي السوق مرتفع السيولة، تزيد فرص الشركات المدرجة به في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكلفة معقولة، سواء عن طريق إصدار سندات أو زيادة رؤوس أموالها من خلال إصدار المزيد من الأسهم. كما أن الاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائل للأوراق المالية، يجعل من الأصول المالية أكثر قبولاً كضمان للقروض المصرفية ويعزز بالتالي الاستثمار.⁽²⁾

ويجب أن يأخذ القياس الشامل لسيولة سوق الأوراق المالية في الاعتبار كل تكاليف المعاملات شاملة تكلفة الوقت ودعم التأكد المرتبطين بإتمام وتسوية المعاملات. غير أن عدم توافر البيانات الخاصة بتلك العناصر يحول دون الوصول إلى ذلك المقياس وهناك مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة الأوراق المالية هما: معدل قيمة التداول ومعدل الدوران.

(1) هالة حلمي السعيد، (1999): الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة: مسح مرجعي، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، بنك الكويت الصناعي، الكويت، ص 27 .

(2) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 213.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2-1- معدل قيمة التداول

معدل قيمة التداول يساوي قيمة الأوراق المالية في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسمة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد يكون كبيرا إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ولذلك فإنه يتعين استخدام هذا المؤشر ومؤشر معدل الدوران معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلي.⁽¹⁾

الجدول رقم (3): تطور قيمة التداول لأسواق الأسهم المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنة	البورصات الأمريكية	بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك	بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط
2007	112 968 380.4	60 360 706.9	21 293 711.6
2008	113 602 642.7	73 267 507.2	16 484 251.4
2009	80 827 344.3	48 750 667.4	18 533 900.1
2010	63 077 776.0	32 896 441.4	18 884 519.5
2011	63 168 825.1	33 439 517.0	17 888 148.1

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, different issues. Disponible sur le site web: www.world-exchanges.org/statistics/annual Consulté le: 14/04/2014.

يتضح لنا من خلال بيانات الجدول رقم (3) ارتفاع قيمة التداول في الأسواق المالية الدولية خلال الفترة (2007-2011). لقد استحوذت البورصات الأمريكية على المرتبة الأولى من حيث إجمالي قيمة التداول طيلة الفترة من 2007 إلى غاية 2011، حيث قدر عام 2007 حوالي 112 968 380.4 مليون دولار أمريكي. ثم ارتفع الإجمالي عام 2008 ليصل إلى 113 602 642.7 مليون دولار أمريكي. بعدها انخفض الإجمالي عام 2009، 2010، 2011 على التوالي حيث قدر

⁽¹⁾ أميرة حسب الله محمد، (2004-2005): محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية (دراسة مقارنة: تركيا- كوريا الجنوبية- مصر)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 66.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

بـ 80 827 344.3، 63 077 776.0، 63 168 825.1 مليون دولار أمريكي على التوالي. وعلى العموم تبين هذه الإحصائيات ارتفاع مستوى السيولة في أسواق الأسهم المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات، بالتالي تحسن دورها في توفير السيولة لمختلف الاستثمارات. وتأتي في المرتبة الثانية بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك، حيث قدر إجمالي قيمة التداول عام 2007 بـ 60360 706.9 مليون دولار أمريكي، ثم ارتفع عام 2008 إلى 73 267 507.2 مليون دولار أمريكي. وقدر عام 2009، 2010، 2011 بـ 48 750 667.4، 32 896 441.4، 33 439 517.0 مليون دولار أمريكي على التوالي. بعدها تأتي في المرتبة الثالثة بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط، حيث قدر إجمالي قيمة التداول عام 2007 بـ 21 293 711.6 مليون دولار أمريكي، ثم انخفض عام 2008 إلى 16 484 251.4 مليون دولار أمريكي. ليرتفع عامي 2009-2010 إلى 18 533 900.1، 18 884 519.5 مليون دولار أمريكي على التوالي. وانخفض عام 2011 إلى 17 888 148.1 مليون دولار أمريكي.

2-2- معدل الدوران

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأسمال السوق. ويكمل معدل الدوران معدل رسملة السوق، فالسوق قد يكون صغيرا ونشطا، فهو صغير لانخفاض معدل رسملة السوق ونشط لارتفاع معدل الدوران. ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران معدل قيمة التداول، فعلى حين يوضح معدل قيمة التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. فالسوق الصغير الذي يتميز بارتفاع درجة السيولة ينخفض به معدل التداول ويرتفع معدل الدوران.⁽¹⁾

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 215.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

الجدول رقم (4): تطور متوسط معدل الدوران لأسهم الشركات المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)

الوحدة: %

السنة	البورصات الأمريكية	بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك	بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط
2007	104,11	106,85	85,79
2008	152,66	91,78	87,55
2009	106,18	91,83	63,24
2010	68,67	83,52	56,54
2011	65,30	94,81	58,83

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, different issues. Disponible sur le site web: www.world-exchanges.org/statistics/annual Consulté le: 14/04/2014.

يتضح لنا من خلال بيانات الجدول رقم (4) أن متوسط معدل الدوران قدر بـ 106,85% في بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك عام 2007، تليها في المرتبة الثانية البورصات الأمريكية حيث قدر متوسط معدل الدوران خلال هذه السنة بـ 104,11% ثم تأتي في المرتبة الثالثة بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط بمتوسط معدل دوران نحو 85,79%. عامي 2008، 2009 احتلت البورصات الأمريكية المرتبة الأولى من حيث متوسط معدل الدوران حيث قدر بـ 152,66%، 106,18% على التوالي، تليها بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك بمتوسط معدل دوران مقدر بـ 91,78%، 91,83% على التوالي، ثم تأتي بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط لنفس الفترة بمتوسط معدل دوران مقدر بنحو 87,55%، 63,24% على التوالي. عامي 2010، 2011 احتلت بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك المرتبة الأولى بمعدل دوران قدر بـ 83,52%، 94,81% على التوالي، تأتي بعدها في المرتبة الثانية البورصات الأمريكية بمعدل دوران مقدر بـ 68,67%، 65,30% على التوالي، وفي المرتبة الثالثة نجد بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط بمعدل دوران قدر بـ 56,54%، 58,83% على التوالي.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

3- مؤشر درجة التمرکز

يشير مؤشر درجة التمرکز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، إذ قد تسيطر في العديد من البلدان بضعة شركات على السوق، الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التمرکز في السوق. وتعد درجة التمرکز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق. وتقاس درجة تمرکز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق.

الجدول رقم (5): تطور متوسط درجة التمرکز لأكثر عشر شركات مدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات موزعة حسب المناطق خلال الفترة (2007-2011)

الوحدة: %

السنة	تطور متوسط درجة التمرکز لأكثر عشر شركات	البورصات الأمريكية	بورصات جنوب شرق آسيا والباسفيك	بورصات أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط
2007	حسب الرسملة السوقية	54,92	39,99	60,56
	حسب معدل الدوران	49,48	35,06	61,21
2008	حسب الرسملة السوقية	55,71	42,24	60,78
	حسب معدل الدوران	55,63	45,02	66,11
2009	حسب الرسملة السوقية	53,75	39,86	67,24
	حسب معدل الدوران	53,92	39,98	70,00
2010	حسب الرسملة السوقية	54,63	30,55	64,47
	حسب معدل الدوران	57,55	26,86	72,39
2011	حسب الرسملة السوقية	56,88	32,09	66,41
	حسب معدل الدوران	50,21	27,82	75,03

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

World Federation of Exchanges, Annual report and statistics, different issues. Disponible sur le site web: www.world-exchanges.org/statistics/annual Consulté le: 14/04/2014.

يتضح لنا من خلال بيانات الجدول رقم (5) الخاص بمتوسط درجة التمرکز لأكثر عشر شركات في أسواق الأسهم المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات خلال الفترة (2007-2011)، أن متوسط درجة التمرکز في أسواق أوروبا، إفريقيا والشرق الأوسط قياسا بنصيب أكبر عشر شركات حسب الرسملة السوقية ومعدل الدوران مرتفع جدا خلال الفترة 2007 إلى غاية 2011 حيث بلغ على سبيل المثال 60,56 %، 61,21 % عام 2007 حسب الرسملة السوقية ومعدل الدوران على التوالي، وهذا يعني أنها أقل كفاءة من باقي الأسواق. وتأتي بعدها البورصات الأمريكية، فقد بلغ متوسط درجة

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

التمركز حسب الرسملة السوقية ومعدل الدوران خلال سنة 2007 نحو 54,92 %، 49,48 % على التوالي. وتليها أسواق منطقة جنوب شرق آسيا والباسفيك التي تتميز بارتفاع درجة الكفاءة، حيث بلغ متوسط درجة التمركز حسب الرسملة السوقية ومعدل الدوران 39,99 %، 35,06 % خلال عام 2007 على التوالي. وبقي نفس الترتيب الخاص بمتوسط درجة التمركز لأكبر عشر شركات في أسواق الأسهم المدرجة في الاتحاد الدولي للبورصات حسب توزيع المناطق خلال الفترة (2008-2011).

4- مؤشر درجة التذبذب (عدم الاستقرار)

تشير درجة التذبذب أو عدم الاستقرار إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في السوق، بمعنى آخر فإنها تشير إلى عدم استقرار السوق، وتقاس درجة عدم الاستقرار للسوق بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي.⁽¹⁾

وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشرا لتطور وتنمية السوق. غير أنه بعض الأحيان قد يؤخذ ارتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلى السوق الجيد فقط.

فقد اختلفت الآراء حول مدلولية هذا المؤشر، ومن أكثر الأسواق التي تتصف بعدم الاستقرار هي الأسواق الناشئة، وذلك راجع إلى عدة عوامل أهمها عدم وجود الأطر المؤسسية الكفيلة بالحد من أنشطة المضاربات العشوائية وكذلك انتشار عمليات التداول الداخلية من طرف بعض المتعاملين في الأسواق. إضافة إلى محدودية الأوراق المالية المتداولة من جهة وضآلة التعاملات من جهة أخرى. واعتماد كذلك اقتصادات هذه الأسواق الناشئة على عدد محدود من القطاعات الصناعية، مما يساهم في تعميق وتوسيع دائرة وحدة التقلبات في أسعار الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية بمجرد انخفاض الطلب على صادراتها عالميا.⁽²⁾

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 216.

(2) هالة حلمي السعيد، المرجع سبق ذكره، ص 31-32.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

5- مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية

تؤثر العوامل المؤسسية والتنظيمية تأثيرا كبيرا في سير أسواق الأوراق المالية. فقواعد الإفصاح الإلزامي توفر معلومات عن الشركات والوسطاء الماليين، ومن شأن ذلك أن يعزز من مشاركة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية. ورغم صعوبة قياس التنمية المؤسسية والتنظيمية التي تتسم بطابعها الكيفي إلا أن هذا الشيء لم يمنع من وجود محاولات جادة لقياسها. وأبرز تلك المحاولات ما قام به كل من Levine & Demirguc-Kunt، حيث قاما بتجميع معلومات من مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، تتعلق بأسواق الأوراق المالية في بعض الدول، وبنيا على أساسها سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية بيانها كما يلي:⁽¹⁾

❖ المؤشر الأول يقوم بتوضيح ما إذا كانت الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تقوم بنشر المعلومات المتعلقة بالأسعار والأرباح. وتعطي قيمة صفر أو واحد، حيث تشير القيمة واحد إلى أن المعلومات دقيقة وشاملة وتنتشر على المستوى الدولي.

❖ المؤشر الثاني يقيس مستوى المعايير المحاسبية المطبقة، حيث تخصص قيم صفر، واحد، اثنان للدول التي تتبنى معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أو حسنة على التوالي.

❖ يقيس المؤشر الثالث نوعية وجودة قوانين حماية المستثمرين - وفقا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية- حيث تعطى قيم صفر، واحد، اثنان للإشارة إلى أن قوانين حماية المستثمرين المطبقة ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي.

❖ يشير المؤشر الرابع إلى وجود لجنة للبورصة والأوراق المالية ونظم المقاصة وتسوية العمليات.

❖ ويقاس كلا من المؤشر الخامس، السادس والسابع القيود على إعادة تحويل التوزيعات والأرباح وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج (المؤشر الخامس والمؤشر السادس)، وإمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية (المؤشر السابع). حيث تعطى قيم صفر أو واحد أو اثنان للإشارة إلى تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل مقيدة بشكل مطلق أو بشكل نسبي أو محررة بالكامل على التوالي.

⁽¹⁾ Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, (1996): Stock market development and Financial intermediaries: Stylized facts, the world bank economic review, Volume 10, Number 2, USA, pp 294-300.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ويتم حساب ما يسمى بالمؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية بأخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة. فإذا كانت S_1, S_2, \dots, S_n هي مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية السالفة الذكر، فإن المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية والتنظيمية (S) يحسب كما يلي:

$$S = \sum_{p=1}^{i=n} S_i / N \quad \dots\dots (3 - 1)$$

6- مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول الرأسمالية

إن الاندماج المالي ما بين مختلف الأسواق المالية في العالم يهدف إلى الوصول إلى سوق واحد يعمل على ضمان حرية حركة رؤوس الأموال. نقول عن السوق المحلي أنه مندمج مع السوق العالمي إذا كانت الأصول التي لها نفس المخاطرة في السوقين لها نفس السعر، أي أن سعر المخاطرة متساوي. في ظل أسواق الأوراق المالية المندمجة ماليا بالكامل في الأسواق الدولية، يتدفق رأس المال عبر الحدود بشكل يضمن تساوي تسعير الخطر عبر الحدود. وإن سعر الخطر يعبر عنه بالعلوّة التي يتلقاها المستثمرون نتيجة تحملهم للخطر. وبالشكل العكسي، فإن انفصال الأسواق المحلية عن الأسواق الدولية بوضع عوائق على رأس المال تقيد من تحركاته عبر الحدود، تجعل تسعير الخطر مختلفاً، حيث تتباين علاوات الخطر بين البلدان حسب القيود المفروضة على تدفقات رأس المال.⁽¹⁾

وقد تؤدي هذه القيود إلى وجود مجموعتين من الأصول المالية:

- الأولى غير مقيدة، يمكن أن يمتلكها كل من المستثمرين الوطنيين والأجانب على حد سواء؛
- الثانية مقيدة وتقتصر حيازتها على المستثمرين الوطنيين.

وإن الفرق سعري ما بين الأصول المقيدة والأصول غير المقيدة بشرط تساوي عوائدها، مقياس مباشر لتأثير القيود على رأس المال ومن ثم درجة اندماج السوق الوطني للأوراق المالية في السوق الدولي.⁽²⁾

عند محاولة إجراء مقارنة بين أسواق الأوراق المالية في مختلف الدول هناك صعوبة في تحديد نوعية ودرجة قوة الضوابط المفروضة على رأس المال الأجنبي. حيث أن آليات تقييد تحركات رأس المال الأجنبي تختلف بين الدول، فإن الدولة التي تمنع كل أنواع الاستثمار المباشر وغير المباشر لن يتوافر لديها أصول مالية غير مقيدة يمكن استخدامها أسعارها في المقارنة.

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص 220.

(2) المرجع نفسه، ص 220.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ومن جهة أخرى، هناك دول أخرى لا يوجد لديها قيود رسمية في مواجهة الاستثمار الأجنبي، وتبعاً لذلك لن يكون لديها أي تعاملات في أسهم مقيدة. وبالرغم من أن الحالة الأولى تبدو ظاهرياً إحدى صور السوق غير المندمج وأن الحالة الثانية تمثل صورة للسوق المندمج دولياً، إلا أن ثمة أساليب تمكن المستثمرين من الالتفاف حول القيود في الحالة الأولى، كما أنه قد توجد قيود غير رسمية تؤدي إلى انفصال السوق في الحالة الثانية وذلك في ظل توافر شروط قاسية لتنظيم السوق (كمعايير محاسبية صارمة أو متطلبات إفصاح مغالي فيها).⁽¹⁾ ومع صعوبة الوصول إلى مقياس مباشر لدرجة اندماج السوق الوطني للأوراق المالية من خلال مقارنة تأثيرات الضوابط المفروضة على رأس المال بين الدول المختلفة، أصبح هناك ضرورة للتوصل إلى مقياس لدرجة الاندماج باعتبارها ملامح من ملامح تنمية السوق.

وقد قدم Robert A. Korajczyk مؤشراً لقياس درجة اندماج أسواق الأوراق المالية من خلال قياس انحراف عوائد الأصول المالية بتلك الأسواق عن عوائد الأصول المالية المحددة وفقاً لنموذج توازني تم تكوينه في ظل افتراض الاندماج التام للسوق. ويشير النموذج إلى أن القدرة على تنويع الخطر من خلال الاستثمار في محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع الدولي، يمكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار، وبالتالي على معدلات النمو في الأجل الطويل، وأن العوائق أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحد من قدرة المستثمرين على تنويع المخاطر. ومن ثم تقلل من درجة اندماج أسواق رأس المال، وتمنع الأفراد العاملين في تلك الأسواق من معادلة ثمن المخاطر على الصعيد الدولي.⁽²⁾

ويتم قياس مقدرة الأفراد على تنويع الخطر دولياً من خلال استخدام أسلوب Korajczyk لتقدير درجة الاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية. وقد استخدم نموذج تسعير المراجعة الدولية المتعدد العوامل لقياس درجة اندماج السوق.

ويقوم نموذج تسعير المراجعة بتسعير المخاطر العامة التي تواجه الاستثمار في جميع الأصول المالية بالسوق حيث يطلب عنها المستثمرون علاوة الخطر، بينما لا تسعر المخاطر غير المنتظمة التي يمكن التخلص منها بالتنويع ومن ثم لا يطلب عنها تعويضاً أو علاوة. في ظل الأسواق المندمجة

(1) عاطف وليم اندراوس، المرجع سبق ذكره، ص ص 220-221.

(2) Robert A. Korajczyk, (1996): A measure of stock market integration for developed and emerging markets, the World Bank Economic Review, Volume 10, Number 2, USA, p 267.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

بالكامل على الصعيد الدولي تتكفل عمليات المراجعة من خلال حركة تدفقات رأس المال الدوليان تضمن لثمن المخاطرة أن تتساوى بالنسبة لجميع الأصول المالية.

المطلب الثاني: أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

تناولت عدة دراسات تفسير العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، وبالتحديد دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي، وسوف نقوم من خلال هذا المطلب بالتعرض إلى أهم هذه الدراسات.

1- العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

من أهم هذه الدراسات التي تناولت هذا الموضوع ما قام به Atje & Jovanovic عام 1993، حيث قام كلا من الباحثين باختبار فرضية أن سوق الأسهم له تأثير إيجابي على الأداء الاقتصادي في 40 دولة صناعية ونامية، ووجدوا أنه كلما كانت نسبة التداول في سوق الأسهم مرتفعة كلما كان نمو دخل الفرد مرتفع.⁽¹⁾

كذلك يرى Spellman أن وجود نظام مالي متطور وكفاء من شأنه أن يساهم إيجابيا على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد. ويتمثل ذلك في انتقال منحنى إمكانيات الإنتاج إلى اليمين بسبب التغير في حجم الموارد الكلية والتحسين في استغلال هذه الموارد.⁽²⁾

توصلت كذلك دراسة Levine عام 1996 إلى أن ارتفاع سيولة الأوراق المالية يدفع بالاقتصاد نحو النمو أو على الأقل يسبق النمو الاقتصادي. حيث قام بدراسة مدى تأثير سيولة السوق في عينة تضم مجموعات من الدول المتقدمة والدول النامية على معدلات النمو فيها مقاسة بمتوسط دخل الفرد. وخلص إلى نتيجة تؤكد بأن أسواق الأوراق المالية ذات السيولة العالية تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي. ومثال على ذلك فإن الدول كالولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، اليابان، فرنسا تتميز بأن لديها أسواق للأوراق المالية ذات سيولة عالية قد حققت معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي، على

(1) Atje Raymond, Boyan Jovanovic, (1993): stock market and development, European economic review, Netherlands, pp 632-640.

(2) Ross Levine, (1996): Financial development and economic growth: views and agenda, journal of economic literature, American economic association, Volume 35, Number 2, USA, pp 712-714.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

عكس نيجيريا، زيمبابوي والأردن تتميز بأن لديها أسواق للأوراق المالية ذات سيولة منخفضة لم تحقق معدلات نمو مرتفعة.⁽¹⁾

وبالتالي إن تنمية سوق الأوراق المالية تفسر النمو الاقتصادي في المستقبل، وتستطيع البلدان تحقيق نموها من خلال زيادة درجة سيولة سوقها، لأن تلك السيولة تعد مؤشر على حدوث نمو اقتصادي، حتى بعد اعتبار مجموعة أخرى من العوامل غير المالية هي التي تؤثر في النمو الاقتصادي، فحتى بعد مراعاة التضخم، السياسة الضريبية، التعليم، أسعار الصرف، وغيرها تظل سيولة سوق الأوراق المالية مؤشر يستند عليه بشأن معدل نمو أسرع في الفترة الطويلة. وهذه حقيقة فالدول التي لديها أسواق وبنوك متطورة حققت نمو أسرع من غيرها التي لا تمتلك أسواق وبنوك غير سائلة.⁽²⁾

وحسب Levine هناك خمس قنوات يمكن للنظام المالي أو سوق الأوراق المالية أن يؤثر من خلالها على النمو الاقتصادي، وتعتبر من أهم وظائف سوق الأوراق المالية، تتمثل في: تعبئة المدخرات، توزيع الموارد، تسهيل إدارة المخاطر، الرقابة والتحكم، تسهيل مبادلة السلع والخدمات والاتفاقيات.

كذلك في دراسة للعلاقة بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي على المدى الطويل، وجد كلا من Levine & Zervos عام 1996 أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية قوية بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. وقد قامت هذه الدراسة على بناء مؤشرات تعبر عن تطور سوق الأوراق المالية جمعت بين حجم السوق، مؤشرات السيولة ودرجة الاندماج في الأسواق العالمية، كما استعملت هذه الدراسة متغيرات مرتبطة بالنمو الاقتصادي. فبعد مراقبة كل من مستوى الناتج المحلي الخام للفرد في بداية الفترة، الاستثمار في رأس المال البشري، الاستقرار السياسي، مستوى تطور المصارف ومقاييس السياسة النقدية والضريبية

⁽¹⁾ Ross Levine, (2003): Finance and growth: theory, evidence and mechanisms, NBER working paper series, Cambridge, Massachusetts, p 1.

⁽²⁾ حسن كريم حمزة، (2011): العولمة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 160.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

وسياسة سعر الصرف تبقى العلاقة بين التطور في سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المدى الطويل موجبة وذات معنوية.⁽¹⁾

وفي دراسة أخرى قامت بها أيضا كل من Levine & Zervos عام 1998، بالاعتماد على بيانات 49 دولة خلال (1976-1993) لاختبار العلاقة بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية، تم استخدام مؤشرات "معدل القيمة السوقية، معدل القيمة الكلية المتبادلة، معدل الدوران، درجة اندماج أسواق رأس المال، درجة التقلب"، للدلالة على درجة نمو أسواق الأوراق المالية. وتم استخدام كل من "معدل نمو الدخل المتوسط، معدل نمو رأس المال المادي، نسبة المدخرات الخاصة إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الإنتاجية" للدلالة على معدل النمو الاقتصادي، وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين معدل القيمة الكلية المتبادلة ومعدلات النمو المستقبلية، تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية.

بعبارة أخرى فإنه يمكننا القول أن هناك علاقة وثيقة تربط معدل النمو الاقتصادي بدرجة السيولة المحققة في سوق رأس المال بينما لا يمثل كل من حجم السوق ودرجة التقلب مؤشرات قوية في تحقيق معدلات أفضل للنمو الاقتصادي، حيث لا يرتبط عائد الأوراق المالية بمعدلات النمو المستقبلية ولا بتحسين الإنتاجية أو بمعدلات الادخار الخاصة، بينما يرتبط إيجابيا بتراكم رأس المال على أية حال فإن هذه الدراسة لم تجد أي دليل على التأثير السلبي لكل من السيولة والاندماج على معدلات الادخار والنمو. وتبدو هذه النتيجة متسقة مع وجهات النظر التي ترى في ارتفاع درجة السيولة وسيلة كفاءة لتخصيص الموارد وتكوين رأس المال، وبالتالي تحقيق معدلات أعلى من النمو الاقتصادي.⁽²⁾

وفي دراسة تطبيقية أخرى قام بها (Choong, et al) عام 2001 والتي أجريت على الاقتصاد الماليزي، تم فيها استخدام نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر تقريبي للنمو الاقتصادي كمتغير تابع، وتم استخدام مؤشري حجم ومستوى سيولة الأوراق المالية كمؤشرين لدرجة تطور هذا الأخير. واستخدمت الدراسة أسلوب الاختبار الارتباطي المبني على نموذج الانحدار التلقائي لتوزيع

⁽¹⁾ Ross Levine, Sara Zervos, (1996): stock market development and long - run growth, the world bank economic review, Volume 10, Number 2, USA, p 333.

⁽²⁾ Ross Levine, Sara Zervos, (1998): Stock market, Banks and Economic Growth, policy research working papers, The American Economic Review, American Economic Association, Volume 88, Number 3, USA, pp 15-24.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

الفترة المؤجلة وذلك بهدف اختبار العلاقة التكاملية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي طويل الأجل.⁽¹⁾ وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن التغيرات قصيرة الأجل في مؤشرات التنمية المالية تدخل في تفسير التغيرات في معدلات النمو الاقتصادي في المستقبل، أي أن هذه النتيجة تؤكد العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية (التنمية المالية) والنمو الاقتصادي.⁽²⁾

أيضا من الدراسات التطبيقية الهامة هي دراسة (Caporale, et al) عام 2004، حيث قاموا بمحاولة اختبار فرضية وجود علاقة سببية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي طويل الأجل، لعينة من سبعة دول معظمها من الدول النامية خلصت إلى أن إقامة سوق للأوراق المالية متطور يمكن أن يحفز معدلات النمو طويلة الأجل.⁽³⁾

إن النظام المالي المتطور بإمكانه إحداث الفرق في معدلات النمو الاقتصادي، وذلك من خلال ثلاث آليات أساسية، هي:⁽⁴⁾

❖ كلما ارتفعت كفاءة النظام المالي في تخصيص الموارد المالية في المشروعات الاستثمارية المتنافسة كلما ارتفعت إنتاجية مخزون رأس المال وارتفعت إنتاجية عوامل الإنتاج أيضا؛

❖ عندما تنخفض تكلفة التمويل، يرتفع حجم الاستثمار الموازي لكمية الادخار، وذلك نظرا لتقاسم المدخرين والمستثمرين لتكاليف التمويل فيما بينهم؛

❖ كلما ارتفعت عوائد الاستثمار وانخفضت تكلفة التمويل في المنظومة المالية، ارتفع صافي العائد على الادخار وبالتالي يحفز الادخار.

ولكن بالرغم من برهنة هذه الدراسات على دور سوق الأوراق المالية المتطورة في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، إلا أن هناك العديد من الاقتصاديين يرون بأن النمو الاقتصادي هو الذي سوف يؤدي إلى التطور المالي. فدراسة قام بها قديما الاقتصادي Robinson عام 1952 بين فيها أنه

(1) Chee K. Choong, ZulkorainYusop, Siong H. Law, Venus L.K. Sen, (2001): Financial development and economic growth in Malaysia: the stock market perspective, investment management and financial innovation, Volume 2, Number 2, Ukraine, pp 179-180.

(2) Ibid, op.cit, pp 182-183.

(3) Guglielmo Maria Caporale, Peter G.A Howells and Alaa M. Soliman, (2004): Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage, Journal of Economic Development, Volume 29, Number 1, Korea, p 12.

(4) بيتر مونتييل، (2003): التمويل والرفاهية والنمو، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي، المنعقد يومي 7-8 ديسمبر، ص 55.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

حتى يتم تحقيق معدلات نمو حقيقي مرتفعة هذا سوف يخلق طلبا على العديد من الخدمات والأدوات والترتيبات المالية التي تتطلب تطويرا للنظام المالي ابتداءا ببنيته الأساسية بما فيها سوق الأوراق المالية.(1)

وفي دراسة أخرى لـ Demirguc-Kunt & Levine عام 1996، تبين أن السيولة لها تأثير على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، فحسب وجهة نظرهم فإن السيولة المرتفعة قد تكون عائقا للنمو، وذلك عن طريق على ثلاث قنوات على الأقل:(2)

❖ سيولة السوق المرتفعة تساهم في رفع معدلات الاستثمار وتخفض معدلات الادخار وذلك بواسطة أثر الدخل وأثر الإحلال، وهذا بالتالي يؤدي إلى كبح وتيرة النمو الاقتصادي؛

❖ ارتفاع سيولة السوق تساهم في تخفيض معدلات الادخار بسبب انخفاض في عدم اليقين المحيط بالاستثمارات، وإن كانت آثار عدم اليقين غير واضحة على الادخار والاستثمار فإن الانخفاض في حالة عدم اليقين يشجع المستثمرين غير الراغبين في تحمل المخاطرة وبالتالي يخفض الطلب على الادخارات الاحتياطية للفئات الأخرى من المدخرين؛

❖ إن سوق الأوراق المالية ذات السيولة العالية يشجع قصر النظر لدى المستثمرين، حيث يسهل على المستثمرين غير الراغبين أن يبيعوا أسهما بسرعة وهذا قد يضعف التزامهم ويقال الحوافز التي تجعلهم يمارسون الرقابة على الشركات المساهمين فيها، وذلك من خلال مراقبة المسيرين ورصد أدائها، الأمر الذي قد يؤثر سلبا على أداء تلك الشركات ومن ثم على النمو الاقتصادي.

كما أشار Stiglitz أيضا في دراسته إلى أن سيولة أسواق الأوراق المالية قد تمثل عاملا محبطا لما قد يترتب عليها ضعف في الرقابة على إدارة الشركات نتيجة لتسهيلها عملية تخلص أي فرد من حصته في الشركة.(3)

وعلى جانب آخر، هناك اقتصاديين يرون أن هناك علاقة تبادلية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي في أي اقتصاد. وأن كل من التنمية المالية والنمو الاقتصادي أحدهما بسبب الآخر. فحسب وجهة نظرهم فإن النمو الاقتصادي يساهم في تنمية نظام الوساطة المالية المربحة. وإن تأسيس

(1) Ross Levine, (1996), op.cit, p 688.

(2) Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, (1996): Stock markets, corporate finance and economic growth: An overview, the world bank economic review, Volume 10, Number 2, p 230.

(3) Joseph Stiglitz, (1985): Credit-Markets and the control of capital, journal of Money, credit and banking, Number 17, USA, pp 133-152.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

نظام مالي كفاء يسمح بنمو اقتصادي أسرع، وذلك من خلال تجميع الموارد المالية، تنويع المخاطر، إدارة السيولة وتقييم المشاريع ومراقبتها. فالنظام المالي يحسن كفاءة توزيع رأس المال وبالتالي ترتفع الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي. وفي نفس الوقت فإن الكفاءة التقنية تزيد من حجم القطاع المالي لأن اقتصاديات الحجم موجودة في نشاطات الوساطة المالية. ومن جهة أخرى فإن القطاع الحقيقي يمكن أن يمارس تأثيراً إيجابياً خارجياً على القطاع المالي من خلال حجم الادخار، ذلك أن التنمية المالية والنمو الاقتصادي يؤثران إيجابياً على بعضهما البعض.⁽¹⁾

ومن هنا يمكن أن نستنتج من أنه وعلى الرغم من وجود العديد من الآراء المشككة في دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، إلا أنه هناك العديد من الآراء المؤيدة لدوره الإيجابي في دفع عجلة النمو الاقتصادي. وبصفة عامة يمكن القول أن النظام المالي الذي يتسم بالكفاءة العالية بإمكانه تحفيز النمو الاقتصادي، فإن النظم المالية غير الكفاءة يمكن أن تؤدي إلى عرقلته، ذلك أنه بسبب تدخل عناصر غير اقتصادية غير كفاءة في عملية الوساطة المالية بين المدخرات والاستثمارات وبالتالي تحد من النمو الاقتصادي. كذلك قد تؤثر على نظام المدفوعات وتزيد من تكاليف المعاملات وتقلل من الإنتاجية الكلية لرأس المال. وفي نفس الوقت، يمكن أن تؤدي السياسات الاقتصادية الكلية غير المناسبة إلى إضعاف كفاءة وأداء النظام المالي، مما يعكس سلباً على التوازن الاقتصادي الكلي من خلال إيجاد عنصر عدم اليقين وتخفيض الناتج.⁽²⁾

وإزاء ميل أغلبية الدراسات النظرية والتطبيقية إلى تأثير اتجاه السببية من التنمية المالية إلى النمو الاقتصادي، فإنه من الضروري تبيان دور سوق الأوراق المالية كأحد أسس النظام المالي في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

⁽¹⁾ مفيد ذنون يونس، مثنى عبد الرزاق الدباغ، (2008): الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة تنمية الرفادين، المجلد 30، العدد 91، الموصل، العراق، ص 287.

⁽²⁾ روبرتو زاهلر، (2003): التطور المالي في الشيلي، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي، المنعقد يومي 7-8 ديسمبر، أبو ظبي، ص 147.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2- دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي

سوف نحاول من خلال ما يلي تبيان الدور الإيجابي لسوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي وذلك من خلال عدة قنوات تختلف فيما بينها على درجة تركيزها.

2-1- دور سوق الأوراق المالية في إتاحة المعلومات حول الفرص الاستثمارية، مواقعها وتكاليفها

تعتبر وظيفة سوق الأوراق المالية في تجميع ونشر المعلومات من أهم وظائف سوق الأوراق المالية، حيث يقوم هذا الأخير بتجميع وتحليل ونشر المعلومات عن الاستثمارات على مستوى واسع مما يساهم في زيادة معدل الادخار، وكذلك من كفاءة توزيع الموارد على مختلف البدائل الاستثمارية. وقد بدأ نقاش وجدل حول قدرة قيام سوق الأوراق المالية بتوفير الباعث للمستثمرين لتجميع المعلومات الخاصة بالمشاريع الاستثمارية. حيث وضع كل من Levine & Zervos بأنه كلما اتسع السوق كلما كان باستطاعة المستثمر الذي يمتلك قدرا من المعلومات بتحقيق أرباح قبل أن تصبح المعلومات متاحة للجميع، وقبل أن تتغير الأسعار لتعكس تلك المعلومات مما ينشئ الحافز لدى المستثمرين لتجميع المعلومات.

وعلى عكس ذلك يرى Stiglitz أن سوق الأوراق المالية يعمل على تخفيض الباعث لدى المستثمرين على الإنفاق لاقتناء المعلومات بسبب انعكاس تلك المعلومات بسرعة من خلال أسعار التداول. ويمكن القول إن تجميع المعلومات وتحليلها ونشرها أصبح من مهام الوسطاء الماليين في سوق الأوراق المالية نظرا لما تتميز به تلك المؤسسات من اقتصاديات الحجم وتوافر الخبرات والقدرة على الحصول على المعلومات من مصادرها المتعددة إضافة إلى تعدد المؤسسات في سوق الأوراق المالية.⁽¹⁾

2-2- دور سوق الأوراق المالية في الرقابة على الاستثمارات⁽²⁾

تعتبر هذه الوظيفة الوجه الآخر المكمل لوظيفة سوق الأوراق المالية في تجميع البيانات والمعلومات حول الفرص الاستثمارية، فإن توافر هذه المعلومات من أجل اتخاذ القرار الاستثماري

⁽¹⁾ سمير شرف، إسماعيل شعبان وهدى اسير، (2009): دور السوق العالمية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، اللاذقية، سوريا، ص ص 189-190.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص 190.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

دون وجود آليات الرقابة على تلك الاستثمارات قد يؤدي إلى إجماع المستثمرين عن الاستثمارات وبالتالي يعيق عملية النمو الاقتصادي.

وحتى يتم تجنب ذلك، يقوم سوق الأوراق المالية من خلال المؤسسات التابعة له بتوفير آلية الرقابة على الاستثمارات وذلك عن طريق متابعة التوظيفات المختلفة لأموال أصحاب الفوائد، واتخاذ الإجراءات اللازمة لحماية أموالهم في حالة تعرض أي من تلك التوظيفات للمخاطر. أيضا يقوم سوق الأوراق المالية بنفس الوظيفة من خلال الإفصاح عن آليات الرقابة ووضع الشروط والالتزامات والتعهدات التي تكفل حماية أموال أصحاب الفوائد إضافة إلى وجود جهات رقابية تتابع تنفيذ تلك الآليات والتعهدات، وتضع معايير الإفصاح عن ذلك مما يساعد أصحاب الفوائد المالية من المتابعة الدورية لاستثماراتهم.

ويتبين من ذلك أن سوق الأوراق المالية من خلال وظيفة الرقابة على الاستثمارات يساهم في تيسير تدفق الأموال إلى مختلف الاستثمارات المختلفة وتحسين توزيع الموارد مما يعمل على زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

2-3- دور سوق الأوراق المالية في تأمين السيولة

يؤمن سوق الأوراق المالية سوقا مستمرا حرا لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية، وهذا يشجع المستثمرين على خلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية تمكنهم من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار.⁽¹⁾ ومن المعروف أن استثمار الأموال في المشروعات الكبيرة دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها. إلا أنه ليس كافيا مجرد وجود سوق لبيع الاستثمارات، بل لابد من تنشيط التعامل بالقدر الذي يحقق رغبات معظم المتعاملين وبالقدر الذي يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في جدول التعامل، ولكن هل من الممكن أن يتيح سوق الأوراق المالية السيولة الكاملة في كل وقت لكل ورقة مالية مدرجة؟.

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، المرجع سبق ذكره، ص ص 55-56.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

بالتالي لا يمكن لأي سوق مالي إتاحة تلك الدرجة من السيولة، ولا ينقص ذلك من دورها ومهامها، إذ أن كل ورقة مالية لا تتمتع بذات الدرجة من السيولة، كما أن السهم الواحد لا يحتفظ بمعدل واحد على مدار العام، ففي أوقات الكساد والأزمات -مثلا- يهبط مستوى الأسعار إلى مستوى لا يغري ملاك الأوراق المالية بالبيع فيقل التداول، وقد يؤدي ذلك إلى إتباع سياسة مصرفية انكماشية، أو تفضيل ملاك الأوراق المالية الاحتفاظ بها لما تحققه من نسب مرتفعة من الأرباح.

إن الذي جعل سوق الأوراق المالية مكانا ملائما لبيع وشراء الأوراق المالية هو ثقة جمهور المتعاملين فيها، وهي ثقة ناتجة عن:

❖ توفر الإفصاح المالي والمعلومات الدقيقة عن الشركات المدرجة أسهمها في السوق؛

❖ تحقيق العدالة في إشهار المعلومات لكافة المتعاملين، إذ أنها تشهر في نفس الوقت بنفس

الدرجة ونفس المستوى من الوضوح؛

❖ إمكانية تدخل إدارة السوق لضبط حركة الأسعار إذا تولدت عن عوامل غير عادية، وإمكانية

وقف تداول أي ورقة مالية، أو عقد صفقة إذا هدفت لتلاعب أو خداع أو نتجت عنهما. وبصفة عامة

فإن هذه الثقة ناتجة عن تصميم إدارة أسواق الأوراق على ترشيد التعامل في الأوراق المالية بما يكفل

استقرار التعامل وسلامة وسير المعاملات.

2-4- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات

تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع

(خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة)، وذلك

بتعبئة المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في المشروعات والاستثمارات

الأكثر إنتاجية. إذ إن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي يجب أن

يوفرها سوق الأوراق المالية تشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية

التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لهذه الشركات رأس المال المطلوب، ويخفض تكاليف

التمويل بالأسهم.⁽¹⁾

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، المرجع سبق ذكره، ص 60.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

فيحقق سوق الأوراق المالية للمدخرين المزايا التي تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية حيث يعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أي لحظة، كما أن العلانية المتوفرة في هذا السوق تساعد المدخر في اتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله،⁽¹⁾ وتحويلها إلى الشركات والحكومات لجمع التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد. كما يمول سوق الأوراق المالية الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك.

إذا فالحاجة إلى الادخار لا هي عاجلة على الدوام، ولا هي آجلة على الإطلاق، وهنا تنثور عدة أسئلة في نفس المدخر، ما إن يتمكن من الحصول على مدخراته عند الحاجة دون خسارة محسوسة، وما هي الفترة الزمنية اللازمة لذلك وهل يمكن أن تتفق مع متطلباته الخاصة. فإذا كانت الإجابات على هذه الأسئلة السابقة سالبة، فإنه يتجه إلى استخدام مدخراته في شكل استخدامات أكبر سيولة مثل الإيداع في المصارف في حساب جاري، أو اكتنازها في المنزل، الأمر الذي يعد تسرباً من تيار الإنفاق الكلي. فالقضية إذا هي قضية عدم الانسجام بين شروط عرض المدخرات وخواص الطلب عليها، فمن ناحية الطلب فإن طبيعة الاستثمار في المشروعات تتطلب تمويلاً طويلاً الأجل، ومن ناحية العرض تواجهها شروط المدخر المتمثلة في سرعة حصوله على أمواله لمقابلة نفقاته الطارئة.⁽²⁾ وأما بالنسبة للمؤسسات والوحدات الاقتصادية ففيها هي الأخرى وحدات فائض تعرض مدخراتها للاستثمار، ووحدات عجز تطلب مدخرات الغير، وتقوم أسواق الأوراق المالية بالتوسط بين وحدات الفائض ووحدات العجز كما في حالة مدخرات الأفراد. وبهذا يعتبر سوق الأوراق المالية آلية مهمة من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية.

ومن خلال أداء سوق الأوراق المالية لهذا الدور فإنه يعتبر مصدر تمويل إنهائي محلي، مما يؤدي نسبياً إلى تناقص احتياجات التنمية للتمويل الخارجي الذي يتصف بأنه تمويل ربوي ذو أعباء باهضة ويجلب معه تدخلات إدارية وسياسية خارجية. وأخيراً من إيجابيات قيام سوق الأوراق المالية

⁽¹⁾ محمد أيمن عزت الميداني، (2002): تطوير أسواق الأوراق المالية في سوريا، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، متاحة عبر الموقع الإلكتروني:

<http://www.mafhoum.com/syr/articles02/midani/midani.htm> Consulté le: 23/04/2014.

⁽²⁾ زكريا سلامة عيسى شطناوي، المرجع سبق ذكره، ص ص 61-62.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

بتمويل المشروعات، الحيلولة دون الآثار التضخمية لقيام المصارف التجارية بالتمويل طويل الأجل والذي يؤدي إلى التوسع في حجم الائتمان، وبشكل ضغوطا تضخمية على الاقتصاد القومي.

2-5- دور سوق الأوراق المالية في تلجيم الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية

إن سوق الأوراق المالية يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وتلجيم معدلاتها وذلك من خلال مساهمة هذا السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل الضروريين لخلق فرص استثمارية جديدة وللتوسع في الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال، الشيء الذي يزيد معدلات النمو في العرض الكلي من السلع والخدمات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب الكلي.⁽¹⁾

كذلك يساهم سوق الأوراق المالية في تحفيز الشركات المدرجة في هذه الأسواق على التزامها بقواعد الإفصاح والحكومة، الأمر الذي يساهم في ترشيد تكلفة الإنتاج ومنه تحقيق معدلات ربحية عالية تعمل على إغراء عدد كبير من الأفراد والمؤسسات على ضخ مزيد من المدخرات في هذه الأسواق. وحتى يقوم المستثمر باتخاذ قراراته لابد أن تكون في وجود حسابات دقيقة للتكلفة التي تعكس الندرة النسبية للموارد والأصول التي تمتلكها تلك الشركات المدرجة ومن ثم تعكس أسعار منتجاتها الأسعار الحقيقية أي بدون وجود تشوهات، فالأسهم المغالى في أسعارها أي التي تعاني من تشوهات في أسعارها لن يكتب لها الاستمرار في التعامل على أسهمها في ظل سوق الأوراق المالية ذو كفاءة عالية تتوافر به المعلومات من خلال التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية.⁽²⁾

بالإضافة إلى ذلك، يساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وعلاج التشوهات السعرية الأمر الذي سوف يؤثر إيجابيا على معدلات النمو الاقتصادي وذلك راجع لسببين، سبب مباشر يتمثل في ارتفاع درجة التأكد وانخفاض المخاطر المحيطة بالنشاط الاستثماري، وهذا يضمن للشركات تحقيق أرباح مناسبة. والسبب الثاني غير مباشر يتعلق باستقرار المعاملة الضريبية وأسعار الفائدة ومن ثم استمرار التأثير على النشاط الاقتصادي.

⁽¹⁾ فخر الدين الفقي، محمد محمود وفا، (2008): أسواق الأوراق المالية العربية بين دورها التنموي والإيمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، ورقة عمل متاحة عبر الموقع الإلكتروني:

<http://www.docsto.com/docs/136704668/> Consulté le: 10/11/2012.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص ص 10-11.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2-6- دور سوق الأوراق المالية في إحكام الرقابة على إدارة الشركات

يساهم سوق الأوراق المالية والذي يكون على درجة من التطور، بما يوفره من معلومات، في إحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها. علاوة على مساهمته في التوجيه الإداري للشركات، والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك. ويتفق عدد من الاقتصاديين على أن سوق الأوراق المالية يتطلب أن يكون القطاع المالي بأسره يعمل بكفاءة، بحيث يترتب على ذلك مجموعة من الآثار الخارجية الايجابية مثل التحسن في عمليات الوساطة المالية واحتمالات نقل الخبرة والتكنولوجيا.⁽¹⁾

ويؤكد Claessens عام 1996 على أن دور سوق الأوراق المالية ودور أجهزة الوساطة متكاملان وليسا بديلان. ومن ثم فإن الدول التي تحظى بأسواق أوراق مالية متطورة تتمتع أيضا ببنوك متطورة وبأجهزة وساطة غير مصرفية متطورة، حيث يساهم سوق الأوراق المالية في تطوير أعمال البنوك، إذ أنه يحفز البنوك على تحسين كفاءتها ومستوى خدماتها، وإعادة صياغة سياساتها. بينما يرى فريق آخر أن العلاقة بين سوق الأوراق المالية وأجهزة الوساطة المالية ليست واضحة تماما.

وبالرغم من أنه لا يوجد اتفاق في الرأي بشأن السرعة التي ينبغي بها تطوير هذه الأسواق ولاسيما بما يتعلق بأن يسبق تطويرها إصلاح النظام المصرفي. غير أنه لا ينبغي أن نبالغ في الخلاف بين الرأيين، حيث أن أسواق الأوراق المالية لن يتسنى لها القيام بدور مهم إلا في المراحل الأخيرة من التطور، عندما تكون الأنظمة القانونية والمؤسسية قد وضعت، وتكون الثقة قد توافرت لدى الجمهور لتداول قطع من الورق لا تحوي غير وعد بالدفع.⁽²⁾

2-7- دور سوق الأوراق المالية في التحوط ضد تقلبات الأسعار والمضاربة

تزداد المخاطر المرتبطة بدرجة السيولة العالية مع تطور تنظيم أسواق الأوراق المالية، وخاصة مخاطر المضاربة، حيث يسمح ارتفاع درجة السيولة للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة قليلة استجابة للتغيرات في الشائعات أو الحالة النفسية وليس نتيجة لأي تغيير في الأساسيات الاقتصادية.

⁽¹⁾ شذا جمال خطيب، (2008): العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 61.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص ص 61-62.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع

عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

الأمر الذي قد يسفر عن حدوث تقلبات مفرطة في العوائد، وبالتالي إضعاف ثقة المتعاملين في السوق، وإثباط حافز مشاركة المستثمرين الذين لا يميلون للمخاطرة. وقد تنشأ الضغوط المضاربية إما عن المعاملات الناجمة عن التفاؤل الزائد بخصوص تحرير المعاملات المالية والتي تتيح الفرصة للمضاربيين للحصول على أرباح في الأجل القصير، أو عن نشاط بعض المؤسسات غير المالية التي تدخل سوق الأوراق المالية لاقتناص أعلى العوائد المتاحة، أي أنها تقوم بتوجيه الموارد المتاحة لديها لأغراض المضاربة بعيدا عن الأنشطة الإنتاجية. وهو الأمر الذي يحدث ضغوطا تصاعدية على أسعار الفائدة الحقيقية بسبب ازدياد المخاطر، ويعوق الاستثمارات ويؤثر سلبا على معدلات النمو الاقتصادي.⁽¹⁾

ويشير Demetriadas في دراسته أن الزيادة الملحوظة في أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية الناشئة قد تكون ناتجة عن الفقاعات المرتبة عن المضاربات. وتوجد الفقاعة إذا كان سعر الأصل مرتفعا بدون سبب غير اعتقاد المستثمرين بأن سعر البيع سيكون أعلى في اليوم الموالي، أي أن المركز المالي للشركة لا يبرر هذا الارتفاع في هذا السعر. ويبقى هذا السعر مرتفعا لفترة طويلة نسبيا من الزمن بالنسبة للمستويات التي تبررها أساسيات الاقتصاد، لكنه لا يلبث أن ينخفض انخفاضا حادا عند حدوث تغييرات مفاجئة في الظروف السائدة في السوق. أما إذا كانت التغييرات لا تقتصر على الظروف السائدة في السوق بل امتدت لتشمل الأساسيات الاقتصادية (بما في ذلك التوقعات بشأن الأرباح، أسعار الفائدة الدولية، تدفقات رؤوس الأموال) فإن أثرها سيكون ضخما وله أهمية تفوق تقلب الأسعار وحده، حيث أنها قد تقضي على انتقال الانخفاضات المتتالية في أسعار الأسهم في أسواق العملات وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.⁽²⁾

2-8- دور سوق الأوراق المالية في خلق رؤوس أموال جديدة

عندما يودع المساهم أوراقه لدى أحد البنوك يمكنه الاقتراض بضمانها مبلغا لشراء أوراق جديدة، وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي توفرها تلك الأوراق، هذا بالإضافة إلى أنه بمجرد أن يشتري المستثمر أوراقا وارتفعت أسعارها زاد رأسماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للأوراق، كما تقوم الشركات الناجحة بإيداع جزءا من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة، وعندما

(1) شذا جمال خطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 63-64.

(2) المرجع نفسه، ص 64.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

تحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال الشركة تزيد رأسمالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الاحتياطات أو بقيمة تقل كثيرا عن القيمة السوقية للسهم وبذلك يزيد رأسمال المساهم.⁽¹⁾

2-9- دور سوق الأوراق المالية في إدارة المخاطر المالية

تقوم مؤسسات الوساطة المالية بتوزيع الأرصدة المتاحة للإقراض والمتاحة للاستثمار بين مختلف المشاريع الاقتصادية وذلك عن طريق تنويع المخاطر الذي يشجع المستثمرين على الاستثمار في المشاريع عالية المخاطر ذات العائد المرتفع، وعن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر وإدارتها تبعا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة بها، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة لما قد تسفر عنه خاطر فشل المشروع الواحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد. علما أن أجهزة الوساطة المالية، في النظم المالية الأكثر تطور، لا تنظر فقط إلى استخدامات جارية أفضل للموارد ولكنها تأخذ باعتبارها أيضا الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيص أحسن للموارد على مرور الزمن وتحفيز التقدم التكنولوجي بهدف تحقيق معدلات النمو الاقتصادي المنشودة وضمان استمراريتها.⁽²⁾

2-10- دور سوق الأوراق المالية في تحقيق استقرار أسعار الصرف

إن أسواق الأوراق المالية النشطة والتي تتمتع بكفاءة عالية تساهم في زيادة المعروض من النقد الأجنبي وبالتالي تخفيف الضغوط المستمرة التي تتعرض لها أسعار صرف عملات الدول مقابل العملات الأجنبية، وهو الشيء الذي يساهم في انتعاش واستقرار التجارة الدولية وبالتالي ضمان زيادة تدفقات النقد الأجنبي إلى الدول. كذلك وجود هذه الأسواق يعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة التي تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، وذلك من خلال قناتين أساسيتين، الأولى تتم بطريقة مباشرة من خلال ضخ مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة للاستثمار في تكوين المحافظ المالية، بالإضافة إلى تشجيع رؤوس الأموال الأجنبية في المساهمة في الاستثمار المباشر في مختلف الأنشطة الاقتصادية وخاصة في مجال البنى التحتية لما تتميز به من

⁽¹⁾ عبد المطلب عبد الحميد، (2010): اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات: القاهرة، مصر،

⁽²⁾ Ross Levine, Sara Zevros, (1996), op.cit, pp 4-5.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

كثافة رأس المال والتكنولوجيا.⁽¹⁾ كما تساهم أسواق الأوراق المالية في إنجاح برامج الخصخصة ومن ثم زيادة مساهمة القطاع الخاص في إعادة الهيكلة وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي. والطريقة الثانية هي طريقة غير مباشرة، من خلال توفير السيولة للشركات الوطنية القائمة للتوسع في حجم أنشطتها وفتح المجال أمام الشركات الأجنبية للدخول في استثمارات مشتركة معها، أو تشجيعها للدخول باستثماراتها الأجنبية منفردة نظرا لتفتتها من إمكانية لجوئها إلى أسواق الأوراق المالية لتوفير مزيد من التمويل الضروري للتوسع في استثمارات في المستقبل أو للتصفية والخروج بأموالها عندما تدعو الحاجة لذلك.⁽²⁾

2-11- دور سوق الأوراق المالية في إيجاد آلية مناسبة لتحديد هيكل أسعار الفائدة

يساهم سوق الأوراق المالية مساهمة فعالة في تحديد أسعار الفائدة، ويتم ذلك باستخدام البنك المركزي لسياسة السوق المفتوح، وهي إحدى أهم الأدوات لإدارة السياسة النقدية، التي يتم بموجبها البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية وذلك بهدف التأثير على السيولة النقدية وهيكل أسعار الفائدة. وفي هذا السياق تشير عدة دراسات إلى وجود علاقة قوية بين مستوى أسعار الأسهم والسياسات النقدية، حيث أكدت وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من جهة وبين كل من أسعار الفائدة ومستوى النشاط الاقتصادي من جهة أخرى. ويرجع ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدي وما يؤدي إليه من انخفاض أسعار الفائدة، سوف يشجع على تعبئة مزيد من الاستثمارات التي تؤدي إلى زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة التي تنعكس دائما على مستوى الطلب على المنتجات وهذه الزيادة تؤدي إلى زيادة الأرباح، وهذا ينعكس بطبيعة الحال على أسعار الأسهم فيؤدي إلى ارتفاعها كمنحصة لزيادة المعروض النقدي، الأمر الذي يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.⁽³⁾

(1) فخر الدين الفقي، محمد محمود وفاء، المرجع سبق ذكره، ص 11.

(2) المرجع نفسه، ص 11.

(3) المرجع نفسه، ص ص 11-12.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

المبحث الثاني: مدخل في الاقتصاد القياسي

لقد استخدم لفظ اقتصاد قياسي لأول مرة عام 1926، ويرجع الفضل في ذلك إلى الاقتصادي "Ranger Frish". وهناك من يؤرخ لمولد الاقتصاد القياسي بفترة الثلاثينات من القرن التاسع عشر حيث استخدم الاقتصادي "Cournout" التحليل الكمي في أبحاثه بطريقة منظمة منذ تلك الفترة، ويعتبر بذلك Cournout أبو الاقتصاد القياسي في نظر البعض. وهناك من يؤرخ لمولد الاقتصاد القياسي بظهور الجدول الاقتصادي عند مدرسة الطبيعيين على يد "Quesnay" عام 1758. ويذكر البعض أن تطبيقات الاقتصاد القياسي بدأت مع دراسات "Engel" في القرن التاسع عشر والذي استخدم فيها بيانات على إنفاق الأمر وتوصل إلى قانون Engel المعروف حتى الآن. وسوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى:

❖ مفاهيم عامة حول الاقتصاد القياسي؛

❖ النماذج الانحدارية الخطية؛

❖ مشاكل النماذج الانحدارية الخطية.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاقتصاد القياسي

سوف نتناول في هذا المطلب تعريف الاقتصاد القياسي، أهداف ومنهج البحث في الاقتصاد القياسي.

1- تعريف الاقتصاد القياسي وأهدافه

يعرف الاقتصاد القياسي على أنه " فرع من فروع الاقتصاد، يستخدم التحليل الكمي للظواهر الاقتصادية الواقعية المبنية على أساس التماسك بين النظرية والمشاهدة ".⁽¹⁾ كما يعرف على أنه " القياس الاقتصادي، حيث يعتبر فرع من فروع المعرفة الذي يهتم بقياس العلاقات الاقتصادية من خلال بيانات واقعية، بغرض اختبار مدى صحة هذه العلاقات كما تقدمها النظرية أو تفسير بعض الظواهر، أو رسم بعض السياسات، أو التنبؤ بسلوك بعض المتغيرات الاقتصادية ".⁽²⁾

(1) عصام عزيز الشريف، (1981): مقدمة في الاقتصاد القياسي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 7.

(2) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005): الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 4.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ويمكن تلخيص أهداف الاقتصاد القياسي في أربعة نقاط رئيسية:⁽¹⁾

❖ اختبار النظرية الاقتصادية

تعتمد النظرية الاقتصادية في جزء كبير منها على طريقة الاستنباط في التوصل لنتائجها. وطريقة الاستنباط تبدأ من افتراضات مبسطة يضعها الباحث بهدف تبسيط الواقع ثم يستنبط منها بالاستدلال المنطقي ما يسمى بالفروض المفسرة، والفروض المفسرة عادة ما تقدم تفسير للظواهر الاقتصادية محل البحث. وهناك نوعان من الافتراضات المبسطة: افتراضات سلوكية⁽²⁾ وافتراضات مقيدة⁽³⁾.

❖ تفسير بعض الظواهر الاقتصادية

يعتقد البعض طالما أن مهمة الاقتصاد القياسي تتخلص في قياس العلاقات الاقتصادية بغرض اختبارها، فإن القياس لا يمكن أن يتم إلا بناء على نظرية، حيث أن الأخيرة هي التي تقدم العلاقات التي يمكن قياسها، ووفقا لهذا الرأي فإنه لا يوجد هناك قياس بدون نظرية. من ثم فإن مهمة النظرية الاقتصادية تأتي قبل مهمة الاقتصاد القياسي، ويعرف مؤيدو هذا الرأي بأصحاب مدخل الاستنباط أو مدخل القياس بالنظرية. ولكن هناك فريقا آخر يرى أن وجود نظرية ليس شرطا ضروريا حتى تتم عملية القياس، فيمكن أن تتم أولا ومنها يمكن التوصل إلى نظرية جديدة تفسر الظواهر الاقتصادية، ويعرف هذا الفريق بأصحاب مدخل الاستقراء أو القياس بدون نظرية. وفي هذه الحالة يقوم الباحث بقياس العلاقة بين المتغير التابع وعدد من المتغيرات المستقلة التي يعتقد أنها تؤثر في المتغير التابع. ثم يسقط المتغيرات المستقلة التي يوضح القياس أثرها على المتغير التابع غير معنوي.

❖ رسم أو تقييم السياسات الاقتصادية

يساعد الاقتصاد القياسي على تحديد القيم الرقمية لمعاملات العلاقات الاقتصادية ولاشك أن معرفة هذه القيم يلزم لرسم سياسة اقتصادية سليمة. فإذا أرادت منشأة أن ترسم سياسة سعرية ملائمة لزيادة إيراداتها الكلية فلا بد من معرفة القيمة الرقمية لمرونة الطلب السعرية لسلعتها. فإذا كانت هذه

(1) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص ص 10-15.

(2) الافتراض السلوكي هو الافتراض الذي يتعلق بهدف الوحدة الاقتصادية ويسمى سلوكي لأن الهدف هو الذي يحكم السلوك.

(3) الافتراض المقيد الهدف منه هو عزل أثر العوامل الأخرى التي ليست محل البحث أو تثبيتها.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

المرونة أقل من الواحد فإن رفع السعر هو الذي يزيد إيراداتها، ومرونة الطلب السعرية تلك يمكن تحديد قيمتها من خلال قياس دالة الطلب من بيانات واقعية.

❖ التنبؤ بقيم المتغيرات الاقتصادية في المستقبل

إذا اعتبرنا أن المستقبل القريب هو امتداد للماضي القريب، فمن الممكن استخدام الطرق القياسية في تحديد القيم المتوقعة لبعض المتغيرات الاقتصادية في فترات مقبلة، وذلك بالاعتماد على بيانات واقعية متاحة عن فترات ماضية. ومثل هذا التنبؤ يساعد على رسم الخطط الاقتصادية الملائمة، كما يمكن صانع القرار من اتخاذ خطوات مبكرة لأزمة لإنجاح الخطط الاقتصادية في المستقبل.

2- منهج البحث في الاقتصاد القياسي

يمر البحث القياسي بأربع مراحل تتمثل في ما يلي:

2-1- تعيين النموذج

يقصد بتعيين النموذج صياغة العلاقات الاقتصادية محل البحث في صورة رياضية حتى يمكن قياس معاملاتها باستخدام ما يسمى بالطرق القياسية وتتطوي هذه المرحلة على عدد من الخطوات، أهمها:

2-1-1- تحديد متغيرات النموذج

يمكن للباحث أن يحدد المتغيرات التي يتضمنها النموذج عند دراسته لظاهرة اقتصادية معينة من خلال مصادر عديدة. ولعل أول هذه المصادر النظرية الاقتصادية وثانيها المعلومات المتاحة من دراسات قياسية سابقة في المجال الذي يبحث فيه بوجه عام، وثالثها المعلومات المتاحة عن الظاهرة بوجه خاص. ولكن بالرغم من ذلك فإنه لا يمكن بوجه عام إدراج جميع المتغيرات التفسيرية التي تؤثر في الظاهرة محل البحث في النموذج الذي يتعين تقدير معالمته، وذلك لصعوبات كثيرة أهمها على الأقل صعوبات القياس، ولذلك يتم عادة الاختصار فقط على عدد منها وهي المتغيرات الأكثر أهمية.⁽¹⁾

(1) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 16.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2-1-2- تحديد الشكل الرياضي للنموذج⁽¹⁾

يقصد بالشكل الرياضي للنموذج عدد المعادلات التي يحتوي عليها (فقد تكون معادلة واحدة أو عدد من المعادلات)، ودرجة خطية النموذج (فقد يكون نموذج خطي أو غير خطي)، ودرجة تجانس كل معادلة (فقد تكون غير متجانسة أو متجانسة من أي درجة). والنظرية الاقتصادية كثيرا ما لا توضح الشكل الرياضي الدقيق للنموذج، ولكنها أحيانا تقدم بعض المعلومات التي تفيد - ولو إلى حد ما- في تحديد بعض ملامح الشكل الرياضي للنموذج. وإن الخطأ في تحديد الشكل الرياضي المناسب للنموذج يؤدي إلى أخطاء كبيرة فيما يتعلق بقياس وتفسير العلاقة محل البحث. ولعل هذا يرجع إلى أن نتائج القياس تعتمد بدرجة كبيرة على صيغة الشكل الرياضي التي يختارها الباحث لتفسير الظاهرة. ونظرا لأن النظرية الاقتصادية لا تقدم في كثير من الحالات ما يوضح الشكل الرياضي الملائم للنموذج، فإن الباحثين يلجؤون لبعض الوسائل التي تعينهم على ذلك. ومن الأساليب التي تتبع في هذا الصدد أن يقوم الباحث بجمع البيانات عن المتغيرات المختلفة التي يحتوي عليها النموذج، ثم يقوم برصد هذه البيانات في شكل انتشار ذو محورين يتضمن المتغير التابع على محور واحد والمتغيرات المستقلة على المحور الآخر. ومن خلال معاينة شكل الانتشار يمكن الحكم مبدئيا على نوع العلاقة بين متغير مستقل هل هي خطية أم غير خطية، وبناء على ذلك يمكن للباحث اختيار الشكل الملائم للنموذج.

2-1-3- تحديد التوقعات القبلية

يتعين تحديد توقعات نظرية مسبقة عن إشارة وحجم معاملات العلاقة الاقتصادية محل القياس بناء على ما تقدمه المصادر السابقة من معلومات، وتعتبر التوقعات القبلية للإشارة وحجم المعلمات هامة بالنسبة لمرحلة ما بعد التقدير، حيث يتم اختبار المدلول الاقتصادي للمعلومات المقدرة من خلال مقارنتها مع التوقعات القبلية من حيث إشارتها وحجمها.⁽²⁾

⁽¹⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص ص 18-19.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص ص 20-21.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2-2- تقدير معالم النموذج

في هذه المرحلة يتم جمع البيانات المتعلقة بالظاهرة الاقتصادية (المشكلة) قيد الدراسة، ومن ثم يتم تقدير معالم العلاقة التي تم وصفها وصياغتها رياضياً في المرحلة الأولى، أي تقدير قيم رقمية للمعالم، كما يجب في هذه المرحلة تقييم المعالم المقدرّة من النواحي الاقتصادية، الإحصائية والقياسية. فمن الناحية الاقتصادية تجري عملية مقارنة بين قيم وإشارات معالم النموذج التي تم تقديرها مع القيم والإشارات المتوقعة لهذه المعالم في ضوء النظرية الاقتصادية. ومن الناحية الإحصائية يتم حساب الانحرافات الكلية والجزئية في المتغيرات التي يتكون منها النموذج واختبار معنوية المعالم من خلال اختبار ستودنت ومعامل التحديد. أما من الناحية القياسية فيتم اختبار مدى انسجام وتحقيق الفروض الخاصة بالمتغير العشوائي على أساس النموذج القياسي المقترح، حيث أن وجود الاختلاف يعني وجود مشاكل منها مشكلة الارتباط الذاتي، التعدد الخطي وعدم ثبات تجانس التباين.

2-3- مرحلة الاختبار

في هذه المرحلة يتم اختبار قوة ومعنوية النموذج المقدر باعتماد طرق إحصائية معينة للتأكد من صلاحية النموذج وقدرته على التنبؤ. وقد يواجه الباحث هنا عدة مشاكل منها مشكلة تغاير حد الخطأ أو الارتباط الذاتي أو الازدواج الخطي وغيرها من المشاكل، وعلى الباحث أن يعالج هذه المشاكل قبل البدء بعملية التقييم.

2-4- مرحلة التنبؤ

لا يوجد من يعترض على ضرورة التنبؤ بالمستقبل والتعرف عليه مسبقاً قبل قدومه وعلى مختلف المستويات - الكلية والجزئية- وفي مختلف المجالات الاقتصادية والاجتماعية ولمختلف المدد القصيرة والمتوسطة والطويلة، عليه يتم في هذه المرحلة اختبار مدى قدرة النموذج القياسي على التنبؤ قبل استخدامه في هذا الغرض، فمن الممكن أن يجتاز النموذج جميع الاختبارات ولكن لا يكون صالحاً للتنبؤ.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

المطلب الثاني: النماذج الانحدارية الخطية

إن أكثر النماذج استخداما في قياس العلاقات الاقتصادية هي النماذج الانحدارية الخطية، وسوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى نموذج الانحدار الخطي البسيط ونموذج الانحدار الخطي المتعدد.

1- نموذج الانحدار الخطي البسيط

يعد نموذج الانحدار البسيط المدخل إلى فهم الاقتصاد القياسي التطبيقي ويشتمل النموذج البسيط على معادلة واحدة تشرح العلاقة بين متغيرين أحدهما تابع، والآخر مستقل. بيد أن هناك ملاحظة يجب التنبيه لها، وهي أن هذا النموذج وفي ظل هذه الدرجة من البساطة قد لا يعبر عن واقع سلوك المتغيرات والظواهر الاقتصادية، ولكن ذلك لا يقلل من الأهمية الكبيرة له في تفسير كثير من العلاقات.

1-1- معادلة وفرضيات نموذج الانحدار الخطي البسيط

1-1-1- معادلة النموذج

يعبر عن العلاقة بين المتغير التابع y والمتغير المفسر x وفق المعادلة التالية:⁽¹⁾

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i \quad \dots \dots (3-1) \quad i=1,2,\dots,n$$

حيث أن: ε_i يمثل حد الخطأ ويكتب وفق الصيغة التالية:

$$\varepsilon_i = y_i - [\beta_0 + \beta_1 X_i] \quad \dots \dots (3-2)$$

ويرجع وجود حد الخطأ أو ما يعرف بعنصر التشويش إلى الأسباب التالية:

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج؛
- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج؛
- حدوث خطأ في عملية تجميع البيانات وقياس المتغيرات الاقتصادية؛
- إغفال متغيرات مستقلة هامة في نموذج الانحدار المراد تقديره أو احتواء هذا النموذج على متغيرات مستقلة غير هامة؛
- تغير معاملات الانحدار، حيث أنها قد لا تظل ثابتة أثناء الفترة الزمنية التي تم تجميع البيانات فيها؛

⁽¹⁾ Rachid Bendib, (2001): Econométrie: théorie et applications, office des publications universitaires, Alger, p 32.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

➤ قد تكون العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل غير خطية.

1-1-2- فرضيات النموذج⁽¹⁾

الفرضية الأولى: إن المتغير العشوائي هو متغير تعتمد قيمته في أية فترة زمنية على عامل الصدفة، فقد تكون أكبر أو أصغر أو مساوية للصفر، إلا أنها في المتوسط تساوي صفر، أي:

$$E(\varepsilon_i) = 0$$

الفرضية الثانية: إن المتغير العشوائي (ε_i) يتوزع توزيعاً طبيعياً، حول القيمة المتوقعة أو حول الوسط الحسابي المساوي للصفر عند كل قيمة من قيم المتغير المستقل X أي بشكل جرس.

الفرضية الثالثة: إن تباين المتغير العشوائي (حد الخطأ)، حول الوسط الحسابي مقدار ثابت عند كل قيمة من قيم X أي: $VAR(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i)^2 = \delta^2$. وإذا كان تباين الخطأ غير ثابت عندئذ تظهر مشكلة تسمى مشكلة عدم تجانس التباين.

الفرضية الرابعة: إن قيم ε_i غير مرتبطة بأي من المتغيرات المستقلة، أي انعدام التباين المشترك بين ε_i و X_i أي: $cov(\varepsilon_i, X_i) = 0$

الفرضية الخامسة: القيم المختلفة للمتغير العشوائي (ε_i) تكون مستقلة عن بعضها البعض، بعبارة أخرى التباين المشترك ل ε_i مع ε_j مساوية للصفر، وعليه فإن قيمة العنصر العشوائي في أي فترة لا تعتمد على قيمته في فترة أخرى.

$$cov(\varepsilon_i, X_j) = E(\varepsilon_i, X_j) = 0 \quad \forall i, j = 1, 2, 3, \dots, n, i \neq j \quad \text{أي:}$$

الفرضية السادسة: انعدام العلاقة بين المتغيرات المستقلة وفي حالة وجود علاقة قوية بينهما تظهر مشكلة تسمى مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

1-2- تقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي البسيط

هناك العديد من الطرق لقياس وتقدير العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية، إلا أن أبرزها هي طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية MCO⁽²⁾. وتهدف هذه الطريقة إلى تدنئة مجموع المربعات

$$\text{لانحرافات الأخطاء } \sum_{i=1}^n e_i^2, \text{ حيث أن: } e_i = y_i - \hat{y}_i$$

⁽¹⁾ حسام علي داود، خالد محمد السواعي، (2013): الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة: عمان، الأردن، ص ص 80-83، بتصرف.

⁽²⁾ MCO: les moindres carrés ordinaires.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

أي أن:

$$\text{Min} \sum_{i=1}^n e_i^2 = \text{Min} \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 \quad \dots \dots (3-3)$$

$$\hat{\beta}_0 = ?, \hat{\beta}_1 = ?$$

والشرط الضروري لتدنت هذه العلاقة هو أن تكون المشتقات الجزئية بالنسبة لـ β_0 , β_1

معدومة، أي أن: (1)

$$\left\{ \begin{array}{l} \delta \sum_{i=1}^n e_i^2 / \delta \hat{\beta}_0 = -2 (y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 \quad \dots \dots (3-4) \\ \delta \sum_{i=1}^n e_i^2 / \delta \hat{\beta}_1 = -2 (y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 \quad \dots \dots (3-5) \end{array} \right.$$

من خلال حل جملة المعادلتين السابقتين نجد أن:

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(y_i - \bar{y})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i y_i - n \bar{X} \bar{y}}{\sum_{i=1}^n X_i^2 - n \bar{X}^2} = \frac{\text{cov}(X_i, y_i)}{V(X_i)}$$

$$\hat{\beta}_0 = \bar{y} - \hat{\beta}_1 \bar{X}$$

ومنه تكون صياغة معادلة الانحدار وفق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية كما يلي:

$$\hat{y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_i \quad \dots \dots (3-6)$$

3-1-3- تقييم المعلمات المقدرة - اختبارات الفروض -

سوف نعلم في تقييم المعلمات المقدرة للنموذج الخطي البسيط على اختيار قيمة t ، اختبار إحصائية F ، حدود الثقة لمعلمات الانحدار، كاختبارات إحصائية لقياس درجة الثقة في المعلمات المقدرة، ويتم الاعتماد على اختبار جودة الارتباط للحكم على مدى المقدرة التفسيرية للنموذج بواسطة R^2 .

3-1-3-1- اختبارات المعنوية

أ- اختبار التوزيع ستيودنت (t)

يتم استخدام اختبار ستيودنت (t student test) عندما يكون تباين المجتمع مجهولا، وحجم العينة صغيرا (أقل من 30)، وذلك بشرط أن يكون مجتمع المعلمات المقدرة موزعا توزيعا معتدلا، ولكي يتم اختبار مدى الثقة في المعلمات المقدرة من عينة باستخدام معيار (t) يتعين إتباع الخطوات التالية: (2)

(1) Régis Bourbonnais, (2003): économétrie, 3^{ème} édition, Dunod: Paris, France, p 21.

(2) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص ص 197-198.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

❖ تحديد قيمة t^* المحسوبة باستخدام الصيغة التالية:

$$t^* = \frac{\hat{\beta}_0 - \beta_0}{\delta E(\hat{\beta}_0)} \quad \dots \dots (3 - 7)$$

❖ تحديد قيمة t الجدولية، وذلك من خلال جدول توزيع t (distribution "t") عند درجات

حرية معينة ومستوى معنوية محدد (0,01 أو 0,05 أو 0,1)، حيث:

درجات الحرية = حجم العينة - عدد المعلمات المقدرة.

❖ متى يمكن إجراء اختبار المعنوية للمعلمات المقدرة من عينة لا بد من استخدام فرض العدم

والفرض البديل، ويتعين أن نفرق بين اختبار الطرف الواحد واختبار الطرفين:

▪ اختبار الطرف الواحد one-tailed test: يستخدم هذا الاختبار في حالة أن يكون:

$$H_0 : \beta_0 = 0$$

$$H_1 : \beta_0 > 0$$

ولإجراء الاختبار نقوم بحساب t^* :

$$t^* = \hat{\beta}_0 / \delta \hat{\beta}_0 \quad \dots \dots (3 - 8)$$

ثم نقوم بالبحث على t الجدولية في الجدول الإحصائي لتوزيع t عند مستوى معنوية معين

5% أو 1% ودرجات حرية معنية، وإذا كانت t^* المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيمة المطلقة

للإحصائية t الجدولية فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرض البديل وتكون بالتالي المعلمة المقدرة

غير معنوية إحصائياً، أما إذا كانت القيمة المطلقة للإحصائية t^* المحسوبة أكبر من القيمة المطلقة

للإحصائية t الجدولية، فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وتكون المعلمة المقدرة

معنوية إحصائياً.

▪ اختبار الطرفين Two-tailed test: يستخدم هذا الاختبار في حالة أن يكون:

$$H_0 : \beta_0 = 0$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0$$

ولإجراء الاختبار نقوم بحساب t^* بنفس الطريقة السابقة، ثم نبحث عن t الجدولية عند مستوى

معنوية $\frac{\alpha}{2}$ ودرجات حرية $(n - K)$ ونعمل الاختبار كما سبق/ مع الإشارة إلى أنه عند إجراء اختبار

الطرفين يكون لـ t الجدولية قيمتين إحداهما موجبة والأخرى سالبة، ويكون مستوى المعنوية لكل منهما

0,025 في حالة $\alpha = 5\%$.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ب- اختبار التوزيع فيشر (F):⁽¹⁾

يقوم هذا الاختبار باختبار دلالة النموذج بصفة عامة، ويعتمد هو الآخر على فرضيتين:

$$H_0 : \beta_0 = 0$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0$$

لدينا التوزيع المعياري الطبيعي التالي:

$$\hat{\beta}_0 \rightarrow N\left[\beta_0 \delta_\varepsilon^2 \frac{1}{\sum x_i^2}\right] \quad \frac{\hat{\beta}_0 - \beta_0}{\delta_\varepsilon / \sqrt{\sum x_i^2}} \rightarrow N(0,1)$$

$$\frac{(\hat{\beta}_0 - \beta_0)^2}{\delta_\varepsilon^2 / \sum x_i^2} \rightarrow \chi^2_{(1)}$$

وبما أن: $[RSS/\delta_\varepsilon^2] \sim \chi^2_{(1)}$ ومستقل توزيعيا عن $\hat{\beta}_0$ ، نجد أن:

$$F = \frac{(\hat{\beta}_0)^2 \sum x_i^2}{\sum \hat{\varepsilon}_i^2 / (n-2)} = \frac{(n-2)(\hat{\beta}_0)^2 \sum x_i^2}{RSS} \sim F_{1,n-2}$$

$$F = \frac{(\hat{\beta}_0)^2 \sum x_i^2}{RSS/(n-2)} = \frac{ESS/1}{RSS/(n-2)} \sim F_{1,n-2} \quad \dots \dots (3-9)$$

ونقوم برفض الفرضية العدمية $H_0: \beta_0 = 0$ عند مستوى معنوية α (%) إذا كان:

$$F_{1,n-2} = \frac{(\hat{\beta}_0)^2 \sum x_i^2}{RSS/(n-2)} = \frac{ESS/1}{RSS/(n-2)} > F_{\alpha,(1,n-2)}$$

حيث أن: القيمة $F_{\alpha,(1,n-2)}$ هي القيمة الجدولية التي يتم إستخراجها من جدول توزيع F .

1-3-2- اختبار جودة التوفيق بواسطة R^2

نعلم أن القيمة الكبيرة للبواقي تدل أن تمثيل المعادلة المفروضة (في النموذج) لمشاهدات العينة

غير جيد، والقيمة الصغيرة لهذه البواقي تعني تمثيلا جيدا للنموذج، ولكن المشكلة في استخدام البواقي

كمقياس لجودة التوفيق، هو أن قيمة البواقي تعتمد على المتغير التابع y حيث أن:⁽²⁾

$$y_i = \hat{y}_i + e_i$$

$$y_i - \bar{y} = \hat{y}_i - \bar{y} + e_i \dots \dots (3-10)$$

حيث أن: e_i يمثل البواقي.

وبترتيب طرفي المعادلة (3-10) وجمعها بالنسبة لكل i نجد:

(1) صالح تومي، (1999): مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 59.

(2) المرسي السيد الحجازي، عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2001): مقدمة في الاقتصاد القياسي -المبادئ والتطبيقات-، النشر العلمي والمطابع: الرياض، السعودية، ص 112.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

$$\sum (y_i - \bar{y}_i)^2 = \sum (\hat{y}_i - \bar{y}_i)^2 + \sum e_i^2 \quad \dots \dots (3 - 11)$$

حيث أن:

TSS*: مجموع مربعات الانحرافات الكلية في المتغير y .

ESS**: مجموع مربعات الانحرافات المشروحة.

RSS***: مجموع البواقي.

إن المعامل الذي يقيس جودة النموذج، يرمز له بالرمز (R^2) وهو مربع معامل الارتباط الخطي (r) ، ويحسب كما يلي:⁽¹⁾

$$R^2 = 1 - \left[\frac{\sum_{i=1}^n e_i^2}{\sum_{i=1}^n (y - \bar{y})^2} \right] \quad \dots \dots (3 - 12)$$

2- نموذج الانحدار الخطي المتعدد

2-1- طبيعة وفرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد

إذا افترضنا وجود متغير y تابع وعدد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k ، فإن العلاقة بين هذه المتغيرات تعطى وفق الصيغة التالية:⁽²⁾

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i \quad \dots \dots (3 - 13)$$

حيث أن: ε_i يمثل الحد العشوائي.

ويستند هذا النموذج إلى مجموعة من الفرضيات التي تتمثل فيما يلي:⁽³⁾

الفرضية الأولى: القيمة المتوقعة لمتجه حد الخطأ معدومة، أي أن: $E(\varepsilon_i) = 0$

الفرضية الثانية: تباين مختلف الحدود العشوائية ثابت والتباين المشترك بينها يساوي صفراً، أي

أن:

$$\begin{cases} VAR(\varepsilon_i) = \delta^2 & i = 1, 2, \dots, n \\ COV(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 & \forall i \neq j \end{cases}$$

* TSS: Total sum of squares.

** ESS: Explained sum of squares.

*** RSS: Residual sum of squares.

⁽¹⁾ Régis Bourbonnais, (2003), op.cit, p 54.

⁽²⁾ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، (2007): الاقتصاد القياسي، دار الباروزي: عمان، الأردن، ص 135.

⁽³⁾ عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، (2007): الإحصاء للعلوم الإدارية والتطبيقية، دار الشروق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2-2- تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد

من الطرق شائعة الاستخدام في تقدير معاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية، ومن خصائص هذه الطريقة أنها تدني مجموع مربعات انحرافات القيم المقدره عن القيم المشاهدة للمتغير التابع y . فإذا افترضنا وجود متغيرين تفسيريين X_1 و X_2 فإن علاقة الانحدار المقدره تكون وفق الصيغة التالية:⁽¹⁾

$$y_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \varepsilon_i \quad \dots \dots (3 - 14)$$

وتهدف طريقة MCO إلى الحصول على مقدرات $\hat{\beta}_0$ ، $\hat{\beta}_1$ ، $\hat{\beta}_2$ ، بحيث:

$$\text{Min} \sum_{i=1}^n e_i^2 = \text{Min} \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2 = \text{Min} \sum_{i=1}^n [y_i - \hat{a} - \hat{\beta}_1 X_{1i} - \hat{\beta}_2 X_{2i}]^2$$

والشرط اللازم لتدنته هذه العلاقة هو أن تكون مشتقاتها الجزئية بالنسبة لـ $\hat{\beta}_0$ ، $\hat{\beta}_1$ ، $\hat{\beta}_2$ مساوية

للصفر، أي أن:

$$\frac{\delta \sum \varepsilon_i^2}{\delta \hat{\beta}_0} = \frac{\delta \sum \varepsilon_i^2}{\delta \hat{\beta}_1} = \frac{\delta \sum \varepsilon_i^2}{\delta \hat{\beta}_2}$$

لدينا:

$$y_i = \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \varepsilon_i \quad \dots \dots (3 - 15)$$

ومنه يتم تقدير المعلمات باستخدام أسلوب المحددات كما يلي:

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum X_{2i}^2 \sum X_{1i} y_i - \sum X_{1i} X_{2i} \sum X_{2i} y_i}{\sum X_{2i}^2 \sum X_{1i}^2 - (\sum X_{1i} X_{2i})^2} \quad \dots \dots (3 - 16)$$

$$\hat{\beta}_2 = \frac{\sum X_{1i}^2 \sum X_{2i} y_i - \sum X_{1i} X_{2i} \sum X_{1i} y_i}{\sum X_{2i}^2 \sum X_{1i}^2 - (\sum X_{1i} X_{2i})^2} \quad \dots \dots (3 - 17)$$

$$\hat{\beta}_0 = \bar{y} - \hat{\beta}_1 \bar{X}_1 - \hat{\beta}_2 \bar{X}_2 \quad \dots \dots (3 - 18)$$

2-3- تقييم نموذج الانحدار الخطي المتعدد⁽²⁾

من أجل تقييم الأهمية الإحصائية لتكوين معاملات معادلة الانحدار سيتم ما تم تطبيقه في حالة

نموذج الانحدار البسيط.

⁽¹⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص ص 256-263.

⁽²⁾ علي مكيد، (2007): الاقتصاد القياسي - دروس ومسائل محلولة -، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص ص 155-158.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2-3-1- اختبار ستيودنت

$$t_{b_i} = \frac{b_i}{S.E_{b_i}} \dots \dots (3 - 19)$$

حيث أن:

b_i : معامل المتغير (X_i) في معادلة الانحدار.

$m. b_i$: متوسط مربع خطأ المعامل b_i (الخطأ المعياري $S.E_{b_i}$).

$$S.E_{b_i} = \frac{\sigma_y \sqrt{1-R_{yX_1 \dots X_n}^2}}{\sigma_{X_i} \sqrt{1-R_{X_1 \dots X_n}^2}} \times \frac{1}{\sqrt{n-m-1}} \dots \dots (3 - 20)$$

حيث أن:

$R_{yX_1 \dots X_n}^2$: معامل التحديد المتعدد (مربع معامل الارتباط المتعدد) للمؤشر (y) بجميع المؤشرات المستقلة (X_i).

$R_{X_1 \dots X_n}^2$: معامل التحديد المتعدد (مربع معامل الارتباط المتعدد) للمؤشر (X_i) بجميع المؤشرات المستقلة (y).

σ_y : الانحراف المعياري لقيم المؤشر التابع.

σ_{X_i} : الانحراف المعياري لقيم المؤشر (X) المرافق للمعامل (b_i).

بمقارنة قيمة (t_{b_i}) المحسوبة من إحدى العبارات السابقة بقيمتها المستخرجة من الجدول ($t_{tableau}$) يمكننا أن نحكم على المعنوية الإحصائية للمعامل (b_i). إذا كانت $t_{reel} > t_{tab}$ فسيتم رفض فرضية العدم (H_0) حول الطبيعة العشوائية لتكوين (b_i). أما في حالة العكس فإنه يتأكد الطابع العشوائي لقيمة المعامل (b_i) التي حصلنا عليها ويكون من الأفضل في مثل هذه الحالة التخلي عن إدخال المتغير (X_i) المرافق ل (b_i) في معادلة الانحدار المقترحة.

2-3-2- حساب معامل التحديد المتعدد (R^2)

حساب معامل التحديد المتعدد يعتمد كما هو الشأن في نموذج الانحدار البسيط، على تحليل تباين المؤشر التابع (y)، التباين الكلي σ_y^2 ، تباين القيم التقديرية $\sigma_{\hat{y}}^2$ وتباين التمثيل $\sigma_{y\hat{y}}^2$ ، حيث أن: $\sigma_y^2 = \sigma_{\hat{y}}^2 + \sigma_{y\hat{y}}^2$. كلما اقترب تباين التمثيل من الصفر واقترب تباين القيم التقديرية من التباين الكلي كلما كان التأثير المشترك للمتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_n) على المتغير التابع كبيراً وهذا

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

يعني أن معادلة الانحدار المقترحة لتمثيل العلاقة المدروسة تعتبر ذات فعالية كبيرة. إن موضوعية وجودة تمثيل المعادلة المفروضة يعبر عنها، كما رأينا سابقا، معامل التحديد المتعدد (R^2).

$$R^2 = (R_{yX_1 \dots X_n})^2 = \text{مربع معامل الارتباط المتعدد}$$

$$R^2 = 1 - \frac{\sum (y_i - \hat{y}_i)^2}{\sum (y_i - \bar{y})^2} \text{ أو } R^2 = 1 - \frac{A}{B} \text{ أي أن:}$$

مجال تغير R^2 هو $[0, +1]$ ، حيث كلما اقترب R^2 من 1 فهذا يدل على أن معادلة الانحدار تمثل تمثيلا جيدا للعلاقة المدروسة بين (X_i) و (y)، وكلما اقترب R^2 من الصفر فإن نموذج الانحدار المقترح لا يصلح لتمثيل الظاهرة المدروسة ويجب استبداله بنموذج آخر، أو أن هناك عوامل مستقلة أخرى هي ذات تأثير كبير على (y_i) لم نأخذها بعين الاعتبار.

2-3-3- اختبار فيشر

اختبار موضوعية معامل التحديد ومعامل الارتباط وكذلك جودة تمثيل معادلة الانحدار المقترحة تتم بواسطة مقياس فيشر كما رأينا ذلك في نموذج الانحدار البسيط. لذلك فإن المعنوية الإحصائية لمعادلة النموذج القياسي المقترحة تقاس هنا أيضا باستخدام نفس العبارة المستخدمة سابقا لمقياس فيشر:

$$F_{reel} = \frac{R^2}{1-R^2} \times \frac{n-m-1}{m} \quad \dots \dots (3-21)$$

أما (F_{tab}) فتستخرج من الجدول الإحصائي للقيم الحرجة لفischer.

المطلب الثالث: مشاكل القياس الاقتصادي

سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى ثلاثة مشاكل قياسية، تتعلق كل منها بإسقاط إحدى الفرضيات الكلاسيكية لطريقة المربعات الصغرى، وتتمثل هذه المشاكل في التعدد الخطي، الارتباط الذاتي للأخطاء، عدم ثبات تباين الأخطاء.

1- مشكلة التعدد أو الازدواج الخطي

ينص أحد الافتراضات الخاصة بنموذج الانحدار الخطي بعدم وجود ارتباط خطي تام بين قيم مشاهدات المتغيرات المستقلة الداخلة في نموذج الانحدار المراد تقديره، أي أن: $r_{X_i X_j} \neq 1$. وفي حالة اعتماد قيمة أحد المتغيرات المستقلة على قيمة واحد أو أكثر من المتغيرات المستقلة في النموذج المدروس ينتفي الافتراض الخاص بانعدام الارتباط فتظهر مشكلة تدعى بمشكلة التعدد الخطي.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

1-1- أسباب التعدد الخطي وآثاره⁽¹⁾

ينشأ التعدد الخطي من عدة أسباب، نذكر منها ما يلي:

- ❖ اتجاه المتغيرات الاقتصادية للتغير مع مرور الزمن: فبمرور الزمن سوف تتزايد المتغيرات الاقتصادية التالية معاً: الدخل، الاستهلاك، الادخار، الاستثمار، المستوى العام للأسعار والعمالة، حيث أنه إذا كان هناك ارتباط بين هذه المتغيرات فإن التعدد الخطي سوف يتحقق؛
- ❖ استخدام متغيرات مستقلة ذات فترة إبطاء في المعادلة المراد تقديرها: فالدخل في الفترة الزمنية الحالية يتحدد جزئياً بواسطة قيمته في الفترة الزمنية السابقة، حيث أنه إذا كان هناك ارتباط بين القيم المتتالية لمتغير ما فإن التعدد الخطي سوف يتحقق.
- وفي وجود التعدد الخطي فإنه سوف يترتب عنه:
- ❖ زيادة التباين والتباين المشترك للمقدرات بدرجة كبيرة دون التأثير على التنبؤات المستمدة من الانحدار؛

❖ القيم المقدرة لمعاملات الانحدار سوف تكون غير محددة وغير دقيقة؛

❖ الأخطاء المعيارية للقيم المقدرة لمعاملات الانحدار سوف تكون كبيرة جداً.

1-2- اختبارات اكتشاف التعدد الخطي

تعتمد درجة الخطورة لأثر التعدد الخطي على درجة الارتباط الجزئي، معامل الارتباط الكلي، ومنه يمكن القول بأن كلا من الأخطاء المعيارية ومعاملات الارتباط الجزئية ومعامل التحديد يمكنها أن تستعمل لاختبار التعدد الخطي.

1-2-1- طريقة التحليل الترافدي لـ Frisch⁽²⁾

تكمن هذه الطريقة في انحدار المتغير التابع على كل متغير مستقل على حدى، ومنه نحصل على كل الانحدارات الأولية، ثم نختار الانحدار الأولي الذي يعطي النتائج الأكثر مصداقية، ثم نضيف تدريجياً متغيرات أخرى ونختبر آثارها على كل من المعالم الفردية، ويكون المتغير المضاف للانحدار ذا معنوية إذا تحققت فيه الشروط التالية:

⁽¹⁾ محمد شيخي، (2012): طرق الاقتصاد القياسي- محاضرات وتطبيقات -، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 90.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص ص 91-92.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

- إذا حسّن المتغير المستقل الجديد من R^2 بدون أن يجعل المعالم الفردية مرفوضة بطريقة خاطئة، نحتفظ بهذا المتغير ونعتبره كمتغير مستقل؛
- إذا لم يحسّن المتغير الجديد من العلاقة ويؤثر على قيم المعالم الفردية، نعتبره مرفوضاً ونحذفه من الانحدار.

إذا أثر المتغير الجديد بشكل واضح على إشارات وقيم المعالم المقدر، نعتبره متغيراً مفسراً، فإذا تأثرت المعالم الفردية بالطريقة التي تصبح فيها غير مقبولة على أساس الاعتبارات النظرية المعروفة مسبقاً، فإنه يمكننا القول بأن هذا مؤشر على وجود التعدد الخطي بشكل معقد، يكون هذا المتغير مهماً، لكن بسبب الارتباطات الخطية مع المتغيرات المستقلة الأخرى، يكون أثره غير مقدر وغير معروف إحصائياً بواسطة المربعات الصغرى العادية.

إن التحليل الترافدي لـ Frisch ينص على تقدير كل الانحدارات الممكنة ما بين المتغيرات الموجودة بالعلاقة المدروسة، آخذين كل متغير، بالترتيب، كمتغير تابع واعتبار كل الانحدارات الممكنة لكل متغير في بقية المتغيرات، والتي ندخلها تدريجياً في التحليل، ومن الواضح أن التحليل الترافدي يتطلب منا حسابات كثيرة، ومنه تكون المقارنات ما بين النتائج معقدة أكثر.

1-2-2- Farrar-Gllauer طريقة

لاكتشاف ظاهرة التعدد الخطي يتبع Farrar-Gllauer الخطوات التالية:⁽¹⁾

❖ أولاً: حساب محدد مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة:

$$D = \begin{vmatrix} 1 & rX_1X_2 & rX_1X_3 & \dots & rX_1X_k \\ rX_2X_1 & 1 & rX_2X_3 & \dots & rX_2X_k \\ rX_kX_1 & rX_kX_2 & rX_kX_3 & \dots & 1 \end{vmatrix}$$

عندما تكون قيمة المحدد تقترب من الصفر، فإن هناك دليل على وجود تعدد خطي.

❖ ثانياً: نستعمل اختبار توزيع مربع كاي وذلك بوضع الفرضيات التالية:

$$H_0: D = 1 \text{ (استقلال خطي)}$$

$$H_1: D < 1 \text{ (ارتباط خطي)}$$

إحصائية Farrar - Gllauer (القيمة المحسوبة) تعرف كما يلي:

(1) محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص 94-95.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

$$X^{2*} = - \left[n - 1 - \frac{1}{6}(2k + 7) \right]. \ln D \dots \dots (3 - 22)$$

حيث أن n هو حجم العينة، k هو عدد المتغيرات المفسرة في النموذج، \ln هو اللوغاريتم النيبيري. فإذا كانت قيمة X^{2*} أكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع بدرجة حرية $k(k+1)$ ونسبة $\frac{1}{2}$ معنوية α ، نقبل (H_1) أي أن هناك تعدد خطي.

1-2-3- قياس التعدد الخطي أو شرط الأعداد⁽¹⁾

يكون لدينا:

$$\begin{cases} var(\hat{\beta}_1) = \frac{\delta_\varepsilon^2}{\sum X_{1i}^2(1-R_1^2)} \\ var(\hat{\beta}_2) = \frac{\delta_\varepsilon^2}{\sum X_{2i}^2(1-R_2^2)} \\ cov(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2) = \frac{\delta_\varepsilon^2 R_1^2 R_2^2}{\sum X_{1i} X_{2i} (1-R_1^2)} \end{cases}$$

حيث أن R_1^2 هو مربع معامل الارتباط المتعدد ما بين المتغيرين المستقلين X_{1i} و X_{2i} ، بينما R_2^2 هو ما بين X_{1i} و X_{2i} ، وهما في الأخير متساويتان، أما عند توسيع النموذج إلى K متغير مستقل يصبح R_j^2 مربع معامل الارتباط المتعدد ما بين المتغير المستقل X_{ji} وبقية المتغيرات المستقلة الأخرى، ومنه يمكننا استنتاج قانون عام لتباين المقدرات الفردية لشعاع معالم النموذج كما يلي:

$$var(\hat{\beta}_j) = \frac{\delta_\varepsilon^2}{\sum X_{ji}^2(1-R_j^2)}, j = 1 \dots \dots k \dots \dots (3 - 23)$$

وتكون قيمة $var(\hat{\beta}_j)$ كبيرة كلما كانت δ_ε^2 كبيرة، $\sum X_{ji}^2$ صغيرة، R_j^2 كبيرة.

ومنه يتم التعرف على مقياس جديد يسمى "معامل تضخم التباين" Variance Inflation Factor (VIF)، ومقياس آخر يسمى "شرط العدد" Condition number، وهما مقياسان يحددان

$$VIF = \frac{1}{1-R_j^2} \quad \text{درجة التعدد الخطي، حيث أن:}$$

ومن خلال الانتقادات الموجهة لمعامل الارتباط يكون مقياس غير كاف لتحديد التعدد الخطي، ومنه نذكر مقياس شرط الأعداد الذي يقيس حساسية مقدرات الانحدار للتغيرات الصغيرة في التباينات، ويعرف شرط الأعداد على أنه الجذر التربيعي لأكبر قيمة مقسمة على أصغر قيمة للقيم المميزة

$$k(X) = \frac{\sqrt{\lambda_{\max}}}{\sqrt{\lambda_{\min}}} \quad \text{للمصفوفة } (XX) \text{ وهو على الشكل:}$$

⁽¹⁾ محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص ص 92-94.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

فكلما كانت القيمة أعلاه أقرب إلى الواحد، كلما كان الشرط أفضل لعدم جدية التعدد الخطي، ومع ذلك، فإن المقياسين المذكورين ليسا كاملين، حيث القانون الخاص بـ VIF ينظر إلى الارتباطات من خلال المتغيرات المستقلة فقط، وهذا ليس بالعامل الوحيد، كما أن شرط العدد يمكن أن يتغير بإعادة تحويل المتغيرات المستقلة والتي ليست دائما صحيحة، ويصلح المقياسان للاستعمال عند حذف بعض المتغيرات وفرض قيود على المعالم فقط في الحالات التي يكون فيها $R_j^2 \approx 1$ ، أو لما تكون القيمة المميزة الصغيرة λ_{\min} أقرب من الصفر. في هذه الحالة يتم تقدير النموذج تبعا لبعض القيود المفروضة على معالمه، ويقترح Theil مقياسا آخر لقياس درجة الارتباط فيما بين المتغيرات ومنه درجة التعدد الخطي على الشكل:

$$m = R^2 - \sum_{j=1}^k (R^2 - R_{-j}^2) \dots \dots (3 - 24)$$

حيث أن R^2 هو معامل التحديد المضاعف المعروف من قبل، أما R_{-j}^2 فهو مربع معامل الارتباط المتعدد من انحدار y مع حذف X_j ، لكن إحدى عيوب هذه الطريقة هي أن m يمكن أن تكون سالبة مما يجعل التحليل أصعب.

1-3- الحلول المقترحة للتعدد الخطي

عند وجود التعدد الخطي، فإن الحلول تكون معتمدة على إمكانية إيجاد مصادر أخرى للبيانات وعلى أهمية العوامل التي تسببت في ظهورها، ثم على الهدف الذي من أجله نقوم بتقدير الدالة تحت الدراسة، فإذا لم يؤثر التعدد الخطي بشكل فعلي على مقدرات النموذج، يقترح بعض باحثي القياس الاقتصادي إهمال وجوده في النموذج، حيث يمكن تحاشي التعدد الخطي بتوسيع حجم العينة، فمثلا يمكن تحويل البيانات السنوية إلى بيانات موسمية أو شهرية إن أمكن ذلك، كما يمكن التخلص من التعدد الخطي بإسقاط المتغير المسبب لهذا المشكل لكن هذه العملية يمكن أن تخلق مشاكل أخرى.

إن وجود التعدد الخطي يجعل من الصعب فصل آثار المتغيرات المختلفة، ومنه نحتاج إلى معلومات خاصة تساعدنا على فصل أثر كل متغير لوحده، ويكون ذلك عن طريق فرض قيود على بعض المعالم بناء على المعلومات المسبقة للنظرية الاقتصادية.⁽¹⁾

(1) محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص 96.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء

تحدث مشكلة الارتباط الذاتي ما بين المتبقيات العشوائية عندما ترتبط البواقي العشوائية مع بعضها البعض، أي أن قيمة المتغير العشوائي ε_t في السنة t يرتبط مع قيمته اللاحقة ε_{t-1} ، إن هذا الارتباط يحدث بسبب العلاقات الاقتصادية بين الظاهرة المدروسة، إذ ما من ظاهرة اقتصادية إلا ولها علاقة مع الظاهرة السابقة فقد تكون امتداد لها على مر السنوات وكذلك إن هذه الظاهرة مؤثرة على الظاهرة اللاحقة أو المستقبلية لأنها امتداد لها، كذلك إن التوقعات المستقبلية هي نتاج الحاضر والماضي، من هنا تحدث الارتباطات الذاتية إذا كانت علاقات هذه الظواهر قوية جدا ومؤثرة على بعضها البعض بشدة كبيرة مما يخرق أحد الفروض المحيطة بالمتغير العشوائي والذي ينص أن $E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$ ، أي أن التباين والتباين المشترك ما بين المتغيرات العشوائية يجب أن تساوي صفرا.

إن بيانات السلاسل الزمنية هي أكثر البيانات تعرضا لظهور هذه المشكلة أما بيانات المقطع العرضي فهي أقل نوعا ما للتعرض لهذه المشكلة، وهناك اتجاهان من الارتباط الذاتي، الاتجاه الأول يسمى بالارتباط الذاتي الموجب عندما يبلغ قيمة الارتباط قيمة قريبة للصفر وأقل من القيمة الحرجة الدنيا dl ويحدث هذا النوع من الارتباط عندما تأخذ قيم المتغير العشوائية المتتالية نفس الإشارة فتارة تكون القيم المتتالية لها إشارة موجبة وتارة أخرى قيم متتالية سالبة. أما الاتجاه الثاني من الارتباط الذاتي الذي يسمى بالارتباط الذاتي السالب عندما تبلغ درجة الارتباط الرقم 4، ويحدث هذا الارتباط عندما تأخذ قيم المتغير العشوائي قيمة موجبة وقيمة أخرى سالبة.⁽¹⁾

2-1- طرق الكشف عن الارتباط الذاتي بين الأخطاء

هناك العديد من الاختبارات التي تستعمل للكشف على هذا الاختلال، من أهمها:

2-1-1- اختبار درين- واتسون Durbin-Watson test⁽²⁾

يعتبر اختبار درين- واتسون من أهم الاختبارات الشائعة المستخدمة في اكتشاف الارتباط

الذاتي من الدرجة الأولى حسب الشكل:

(1) عدنان داود العذاري، (2010): الاقتصاد القياسي- نظرية وحلول تطبيق باستخدام برنامج Minitab, Relase 14، الطبعة الأولى، دار

جرير للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص 99-100.

(2) محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص ص 98-100.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

$$\varepsilon_t = \rho\varepsilon_{t-1} + u_t \quad u_t \sim N(0, \sigma_u^2)$$

ويهدف إلى اختبار الفرضيات التالية:

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

لاختبار فرضية العدم H_0 يجب حساب إحصائية درين-واتسون DW :

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (\hat{\varepsilon}_t - \hat{\varepsilon}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n \varepsilon_{t-1}^2} \dots \dots (3 - 25)$$

حيث أن قيمة DW تمثل القيمة المحسوبة للاختبار وتأخذ قيمها بين 0 و 4. ويتضح من

المعادلة السابقة أنه إذا كانت $\rho = 0$ فإن $DW \cong 2$.

2-1-2 اختبار Breusch-Godfrey

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة

أكبر من الواحد. نموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة p يكتب على الشكل التالي:⁽¹⁾

$$\varepsilon_t = \rho_1\varepsilon_{t-1} + \rho_2\varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p\varepsilon_{t-p} + u_t \dots \dots (3 - 26)$$

ليكن النموذج العام حيث أن الأخطاء مرتبطة ذاتياً:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \dots + \beta_k X_{tk} + \rho_1\varepsilon_{t-1} + \rho_2\varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p\varepsilon_{t-p} + u_t$$

هناك ثلاث خطوات لإجراء هذا الاختبار:

❖ تقدير النموذج العام بطريقة المربعات الصغرى ثم حساب البواقي $\hat{\varepsilon}_t$.

❖ تقدير المعادلة الوسيطة التالية:

$$\varepsilon_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \dots + \beta_k X_{tk} + \rho_1\hat{\varepsilon}_{t-1} + \rho_2\hat{\varepsilon}_{t-2} + \dots + \rho_p\hat{\varepsilon}_{t-p} + u_t$$

ثم حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة R^2 . نذكر أن باستعمال هذه المعادلة، سنفقد p

مشاهدة.

❖ فرضية استقلالية الأخطاء (H_0) التي ينبغي اختبارها هي:

$$H_0: \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

الإحصائية $LM = (n - p) \times R^2$ تتبع توزيع مربع كاي بدرجة حرية p .

إذا كان $(n - p) \times R^2$ أكبر من $X^2(p)$ فإننا نرفض (H_0) فرضية استقلالية الأخطاء.

(1) محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص 100.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2-2- طرق التقدير في حالة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء

المشكل الأساسي الذي نواجهه يتمثل في تقدير معامل الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الأولى، هناك العديد من الطرق للتقدير نذكر منها: (1)

2-2-1- تقدير p عن طريق إحصائية Durbin-Watson

الخطوة الأولى: تقدير p انطلاقاً من إحصائية DW ، حيث: $\hat{p} \cong 1 - DW/2$

الخطوة الثانية: تقدير النموذج التالي بعد إجراء التعديلات على المشاهدات بحساب شبه الفروقات:

$$Y_t - \hat{p}Y_{t-1} = \beta_0(1 - \hat{p}) + \beta_1(X_{t1} - \hat{p}X_{t-1,1}) + \beta_2(X_{t2} - \hat{p}X_{t-1,2}) + \dots + \beta_k(X_{tk} - \hat{p}X_{t-1,k}) + u_t$$

أي أن:

$$Y_t^* = \beta_0^* + \beta_1 X_{t1}^* + \beta_2 X_{t2}^* + \dots + \beta_k X_{tk}^* + u_t \quad \dots \dots (3 - 27)$$

المعالم المقدرة بطريقة المربعات الصغرى هي: $\hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_k$ و $\hat{\beta}_0^* = \hat{\beta}_1 (1 - p)$

2-2-2- تقدير p بطريقة Theil-Nagar

اقترح Theil و Nagar تقديراً لـ p من خلال العلاقة التالية:

$$\hat{p} = \frac{n^2[1-(DW/2)]+(k+1)^2}{n^2-(k+1)^2} \quad \dots \dots (3 - 28)$$

حيث k هي عدد المتغيرات المستقلة. نستخدم نفس الخطوات لتقدير معالم النموذج بطريقة المربعات الصغرى.

3- مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء

3-1- طبيعة عدم ثبات تباين الأخطاء، أسبابه وآثاره

سبق أن تمت الإشارة إلى فروض المتغير العشوائي على أن تباين المتغير يجب أن يكون متجانساً في المجتمعات الفرعية حتى يكون تباينه في المجتمع الإحصائي ككل متجانساً وأي خلاف حول هذا المنطق سيؤدي إلى خرق للفرضية المنوه عنها سلفاً وتحصل مشكلة تسمى بمشكلة عدم ثبات تباين التجانس، أي أن: (2)

(1) محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص ص 104-105.

(2) عدنان داود العذاري، المرجع سبق ذكره، ص 107.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

$$E(U_i U_j) \neq 0 \quad i \neq j \dots (i, j = 1, 2, 3 \dots n)$$

$$E(U_i^2) = \sigma u_i^2$$

$$\sigma u_1^2 \neq \sigma u_2^2 \neq \sigma u_3^2 \neq \dots \neq \sigma u_n^2$$

وبالتالي فإن التشوه في التقدير حاصل لا محالة ولا يمكن الاعتداد بنتائج التقديرات لاتخاذ قرارات اقتصادية أو القيام بالتنبؤ المستقبلي لعدم صحة هذه التقديرات.

إن هذه المشكلة غالبا ما تحدث في النماذج التي تعتمد على البيانات المقطعية وفي بيانات ذا نوع يكون فيه التفاوت كبيرا كما يؤدي إلى تفاوت تباين الخطأ العشوائي بحيث يكون أحيانا كبيرا وأحيانا صغيرا، ويمكن أن تحدث هذه في بيانات الإنفاقات الأسرية أو ما يسمى إنفاق العوائل إلى السلع الغذائية إذ تصب كل دخول العوائل المتدنية الدخل على السلع الضرورية بينما تختلف الأسر ذات الدخل المتوسط والعالي عن توجهات الإنفاق عن الأسر ذات الدخل المنخفض، مما يجعل هذه

البيانات متفاوتة بشكل كبير وهذه الحالة ستؤدي إلى ما يلي:⁽¹⁾

$$E(U_i^2) = 0$$

$$E(U_i U_j) \neq 0$$

$$E(\hat{U} U) \neq \sigma u_i^2 In$$

مما يشكل خرقا واضحا كما أسلفنا للفرضية لا يمكن تقديرها بالطريقة المعهودة طريقة المربعات الاعتيادية لأنه لا يكون تقديرا غير متحيزا وبالتالي يستوجب تقديرها بطريقة أخرى، إلا أنه من البديهي أن نعرف أن البيانات هي أساس هذه المشكلة لذا يستوجب تنقيتها من القيم الشاذة والتي قد تسبب مشكلة أخرى عندما يتم تقدير النموذج بالطرق الأخرى ويمكن استخدام طريقة المربعات المعممة، كما يلي:⁽²⁾

$$\hat{\beta} = (\hat{X} \Omega_{\varepsilon}^{-1} X)^{-1} (\hat{X} \Omega_{\varepsilon}^{-1} Y)$$

$$\Omega_{\hat{\beta}} = (\hat{X} \Omega_{\varepsilon}^{-1} X)^{-1}$$

عكس تصحيح النموذج من الارتباط الذاتي، لا توجد منهجية موحدة للتصحيح من عدم ثبات تباين الأخطاء، فالطرق مختلفة مرتبطة بسبب وجود هذا المشكل.

⁽¹⁾ عدنان داود العذاري، المرجع سبق ذكره، ص ص 107-108.

⁽²⁾ محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص 113.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

3-2- اختبارات الكشف عن وجود مشكلة عدم ثبات تجانس التباين

هناك عدة طرق للكشف عن وجود أو عدم وجود هذه المشكلة في النموذج المقدر، ومن هذه الاختبارات وأكثرها شهرة:

3-2-1- اختبار معامل ارتباط الرتب ل سبيرمان⁽¹⁾

إذ يعتبر هذا الاختبار من أفضل الاختبارات من حيث السهولة والشمولية لكل النماذج المقدر البسيطة والمتعددة، ويمكن تطبيق هذا الاختبار كما يلي:

- يتم تقدير نموذج الانحدار بالطريقة التي أشرنا إليها وهي طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية؛

- يحسب قيم المتغير التابع المقدر \hat{Y} بواسطة إدخال قيم المتغير المستقل للحصول على هذا العمود؛

- يطرح العمود المقدر من عمود القيم الحقيقية ل Y لاحتساب قيم المتغير العشوائي، حيث أن:

$$U_i = Y_i - \hat{Y}_i$$

- ترتب قيم المتغير العشوائي أو البواقي ترتيباً إما تصاعدياً أو تنازلياً مع المتغير المستقل؛

- نحسب الفرق ما بين العمودين وذلك بطرح عمود من العمود الآخر ولا يشترط أن يكون عموداً معيناً ويضع الفرق في عمود يرمز له Di ؛

- تربع القيم في عمود Di وتوضع في عمود آخر Di^2 وتجمع القيم $\sum Di^2$ وهو مجموع مربعات الفروق.

ويتم الحصول على المعامل من خلال العلاقة التالية:

$$rex = 1 - \frac{6 \sum Di^2}{n(n^2-1)} \dots \dots (3-29)$$

حيث أن: rex : معامل سبيرمان؛ n : حجم العينة.

والنتيجة المرتقبة من تطبيق الصيغة أعلاه تنحصر قيمتها ما بين الصفر والواحد الصحيح، فكلما اقتربت قيمة معامل ارتباط الرتب من الواحد الصحيح دل ذلك على وجود علاقة قوية ما بين قيم البواقي وقيم المتغير المستقل وبالتالي إلى وجود مشكلة عدم ثبات تجانس التباين والعكس صحيح.

⁽¹⁾ عدنان داود العذاري، المرجع سبق ذكره، ص 112.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

3-2-2- White اختبار

اقترح White اختبار يعتمد على العلاقة بين مربعات البواقي وجميع المتغيرات المستقلة وكذا مربعاتها. يمكن إبراز خطوات هذا الاختبار كما يلي:

❖ تقدير النموذج العام $Y = X\beta + \varepsilon$ بطريقة المربعات الصغرى العادية ثم حساب مربعات البواقي ε_t^2 .

❖ تقدير المعادلة الوسيطة التالية:

$$\hat{\varepsilon}_t^2 = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \alpha_1 X_{t1}^2 + \dots + \beta_k X_{tk} + \alpha_k X_{tk}^2 + u_t \dots \dots (3 - 30)$$

ثم حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة R^2 .

❖ فرضية ثبات تباين الأخطاء H_0 التي ينبغي اختبارها هي:

$$H_0: \beta_0 = \alpha_1 = \beta_1 = \dots = \alpha_k = \beta_k = 0$$

إحصائية مضاعف لاگرانج $LM = n \times R^2$ تتبع توزيع مربع كاي بدرجة حرية $2k$. إذا كان $n \times R^2$ أكبر من $X^2(2k)$ (القيمة الحرجة لتوزيع مربع كاي بنسبة معنوية α ، فإننا نرفض (H_0) أي إذا كان هناك على الأقل معامل واحد من معاملات المعادلة الوسيطة يختلف معنويًا عن الصفر فإن تباين الأخطاء غير متجانس.

3-3- معالجة عدم ثبات تباين حد الخطأ

من أبرز الطرق المستخدمة لتصحيح المشكلة هي طريقة المربعات الصغرى المرجحة، وتقوم هذه الفكرة على إعطاء القيم ذات الانحراف الأقل على خط الانحدار وزنا أكبر من القيم ذات الانحراف الأكبر في تقدير العلاقة محل الاختبار.⁽¹⁾ ويتوقف شكل النموذج الأصلي المحول على نمط عدم ثبات التباين المكتشف في النموذج الأصلي المقدر.

إن هناك عدة أنماط (افتراضات) لعدم ثبات تباين الأخطاء، ويختلف النموذج أو المعادلة المحولة من افتراض إلى آخر:⁽²⁾

❖ الافتراض الأول: $E(\varepsilon_t^2) = \sigma^2 X_t^2$ وطبقًا لهذا الافتراض يتم تحويل النموذج الأصلي إلى

الشكل التالي:

(1) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 452.

(2) محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص 116 - 118.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

$$\frac{Y_i}{X_i} = \frac{\beta_0}{X_i} + \beta_1 + \frac{\varepsilon_i}{X_i} = \beta_0 \frac{1}{X_i} + \beta_1 + \theta_i$$

حيث: θ_i عبارة عن حد الخطأ المحول $\frac{\varepsilon_i}{X_i}$.

وبإجراء انحدار $\frac{Y_i}{X_i}$ على $\frac{1}{X_i}$ مستخدماً طريقة المربعات الصغرى العادية نحصل على:

$$\frac{\hat{Y}_i}{X_i} = \hat{\beta}_0 \frac{1}{X_i} + \hat{\beta}_1$$

وبضرب المعادلة المحولة المقدره السابقة في X_i يتم الحصول على النموذج الأصلي:

$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_i$ بعد معالجة عدم ثبات التباين σ_ε^2 ، ويتضح مما سبق أن الحد الثابت

في النموذج المحول (β_1) هو عبارة عن ميل معامل الانحدار للنموذج الأصلي، وميل معامل

الانحدار للنموذج المحول هو عبارة عن الحد الثابت في النموذج الأصلي.

❖ الافتراض الثاني: $E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2 X_i$ وطبقاً لهذا الافتراض يتم تحويل النموذج الأصلي إلى

المعادلة التالية:

$$\frac{Y_i}{\sqrt{X_i}} = \frac{\beta_0}{\sqrt{X_i}} + \beta_1 \sqrt{X_i} + \frac{\varepsilon_i}{\sqrt{X_i}} = \beta_0 \frac{1}{\sqrt{X_i}} + \beta_1 \sqrt{X_i} + \omega_i$$

حيث ω_i عبارة عن حد الخطأ المحول $\frac{\varepsilon_i}{\sqrt{X_i}}$ ، $X_i > 0$

وبنفس الحالة الأولى يجرى انحدار $\frac{Y_i}{\sqrt{X_i}}$ على $\frac{1}{\sqrt{X_i}}$ بواسطة المربعات الصغرى

الاعتيادية.

❖ الافتراض الثالث: $E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2 Y_i^2$ ، وطبقاً لهذا الافتراض تكون المعادلة المحولة من

الشكل:

$$\frac{Y_i}{Y_i} = \frac{\beta_0}{Y_i} + \beta_1 \frac{X_i}{Y_i} + \frac{\varepsilon_i}{Y_i} = \beta_0 \frac{1}{Y_i} + \beta_1 \frac{X_i}{Y_i} + \varphi_i$$

❖ الافتراض الرابع: $E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2 |\hat{\varepsilon}_i|$ ، ويتضمن هذا الافتراض أن تباين حد الخطأ دالة

خطية لبواقي طريقة المربعات الصغرى العادية.

❖ الافتراض الخامس: التحويلات اللوغارتمية، إن تحويل النموذج الأصلي إلى الصيغة

اللوغارتمية المزوجة سوف يؤدي غالباً إلى تقليل درجة عدم ثبات تباين حد الخطأ، ومن ثم طبقاً لهذا

الافتراض تكون المعادلة المحولة المناسبة للنموذج الأصلي كما يلي:

$$\ln Y_i = \beta_0 + \beta_1 \ln X_i + \varepsilon_i$$

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

المبحث الثالث: تحليل السلاسل الزمنية

تعتبر السلاسل الزمنية من أهم المواضيع التي أخذت تستخدم في مختلف العلوم بطريقة واسعة جداً، حيث أن معظم الإجراءات الإحصائية الرياضية في تحليل السلاسل الزمنية، أصبحت تعطي دوالاً مهمة للتقدير، وتساعد على ملاءمة بعض النماذج الرياضية والإحصائية للمشكلة المراد دراستها، وسوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى ما يلي:

➤ مفاهيم عامة حول السلاسل الزمنية؛

➤ التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ؛

➤ إختبارات السببية.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول السلاسل الزمنية

سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى تعريف السلسلة الزمنية، مركباتها واختبارات الكشف عنها.

1- تعريف السلسلة الزمنية

تعرف السلسلة الزمنية على أنها " تلك السلسلة التي لا تتغير مستوياتها عبر الزمن أي لا يتغير المستوى المتوسط فيها وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبياً أي لا يوجد فيها اتجاه لا بالزيادة ولا بالنقصان".⁽¹⁾

مع الإشارة إلى أنه قبل استخدام السلسلة الزمنية في التحليل أو التوقع، يجب أن تكون مستوياتها قابلة للمقارنة فيما بينهما، لذلك يجب:⁽²⁾

➤ أن تخص مستويات السلسلة الزمنية فترات متساوية، فالمقارنة بين المستويات لفترات غير متساوية غير ممكنة؛

➤ أن تكون وحدة القياس لجميع مستويات السلسلة الزمنية موحدة؛

➤ أن تكون جميع السلسلة الزمنية خاصة بمكان معين؛

➤ أن تكون طريقة ومنهجية قياس جميع المستويات موحدة؛

⁽¹⁾ عبد العزيز شرابي، (2000): طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 30.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص 20.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

➤ التعبير عن مستويات السلسلة الزمنية القيمة بالأسعار الثابتة.

2- مركبات السلسلة الزمنية واختبارات الكشف عنها

يقصد بمركبات السلسلة الزمنية العناصر المكونة لها، وذلك بهدف معرفة سلوكها، مقدار تغيراتها وتحديد اتجاهها.

2-1- مركبات السلسلة الزمنية

❖ **مركبة الاتجاه العام:** يعتبر الاتجاه العام من أهم العناصر المكونة للسلسلة الزمنية، ويقصد به الحركة المنتظمة للسلسلة عبر فترة زمنية نسبية، ويتم الاعتماد عليه في بناء التوقعات المستقبلية، وبالتالي فهو يمثل التوجه الذي تكون عليه الظاهرة.⁽¹⁾

إن المستقيم أو المنحى الذي يمثل الاتجاه العام للسلسلة الزمنية المعبرة عن الظاهرة قيد الدراسة، والذي يجسد التغير على المدى البعيد، قد يكون خطيا ومنه فإن الزيادة قد تكون ثابتة من فترة إلى فترة، ويمكن أن يكون غير خطيا وبالتالي تكون الزيادة من فترة زمنية إلى أخرى بنسب مئوية. إضافة إلى هذين الشكلين هناك أشكال أخرى للاتجاه العام، تتم معالجتها بواسطة التحويل اللوغارتمي مما يظهر اتجاها خطيا، أو بواسطة تقنيات الانحدار غير الخطي في حالة العلاقات المختلفة لمكونات السلسلة الزمنية الجد معقدة.⁽²⁾

❖ **المركبة الموسمية (الفصلية):** إن تطور المؤشرات عبر الزمن يمكن أن يمر بتقلبات دورية أو موسمية. ذلك لأن طبيعة النشاط لكثير من القطاعات الاقتصادية تتوقف على تأثير الفصول السنوية خلال كل سنة أو تأثير الأشهر خلال الفصول.⁽³⁾

❖ **المركبة الدورية:** عندما تتوفر عينات إحصائية كبيرة لفترات زمنية طويلة يمكن إظهار التقلبات الدورية، المرتبطة بالديناميكية العامة لنشاط السوق وبالمرحلة التي يوجد فيها اقتصاد بلد ما من الدورة الاقتصادية العامة.⁽⁴⁾

(1) Jean Pieer Vendriné, (1985): Technique quantitative de gestion, librairie Vuibert: Paris, France, p 17.

(2) Idem, p 17.

(3) علي مكيد، المرجع سبق ذكره، ص 280.

(4) المرجع نفسه، ص 280.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

❖ **المركبة العشوائية:** ويقصد بها التغيرات الناتجة عن عوامل عشوائية خارج نطاق السيطرة، وهذه التغيرات لا يمكن التنبؤ بها. وهي مهمة نسبياً بالرغم من صعوبة تفسيرها، إلا أنه يمكن إظهار تأثيرها، وهي تظهر كتذبذبات صغيرة منتظمة في بيانات السلسلة الزمنية.⁽¹⁾

2-2-2- اختبارات الكشف عن مركبات السلسلة الزمنية

توجد طريقتين يتم بهما كشف مركبات السلسلة الزمنية، يتمثلان في الطريقة البيانية والطريقة التحليلية التي تعتمد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية، وتوصلنا إلى نتائج أدق من النتائج المتحصل عليها عند استخدام الطريقة البيانية.

2-2-2-1- الطريقة البيانية

تقوم هذه الطريقة بتحليل ودراسة الظروف التي تتولد عنها السلسلة الزمنية، حيث يتم تمثيل المعلومات الرقمية في شكل بياني، إذا كان المنحنى متزايد إلى الأعلى أو متناقص نحو الأسفل، فهذا يمثل مركبة الاتجاه العام، أما إذا كان الشكل البياني على هيئة تنوعات، قم وانخفاضات بشكل منتظم، فهذا يعكس المركبة الموسمية والدورية، أما بالنسبة للمركبة العشوائية فلا تكون منتظمة أي المنحنى متذبذب بين الارتفاع والانخفاض.⁽²⁾

2-2-2-2- الطريقة التحليلية

❖ الكشف عن مركبة الاتجاه العام

أ- **طريقة الاختبارات الحرة:** سميت هذه الطريقة بالاختبارات الحرة، ذلك لأن المتغير العشوائي لا يخضع لأي توزيع احتمالي، ومن بين الاختبارات الحرة نجد اختبار تعاقب الإشارات، الذي يكشف مدى عشوائية السلسلة الزمنية وتعطي صيغة الاختبار كما يلي:⁽³⁾

فرضية العدم: السلسلة عشوائية (عدم وجود اتجاه عام)

الفرضية البديلة: السلسلة غير عشوائية (وجود اتجاه عام)

يتم في البداية ترتيب المشاهدات تصاعدياً ثم يتم حساب الوسيط Md الذي يحسب كما يلي:

⁽¹⁾ فاضل عباس الطائي، (2006): التنبؤ والتمهيد للسلاسل الزمنية باستخدام التحولات مع التطبيق، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، المجلد 17، عدد خاص بوقائع المؤتمر العلمي الثاني للرياضيات الإحصائية والمعلوماتية، الموصل، العراق، ص 296.

⁽²⁾ مولود حشمان، (1998): نماذج التنبؤ قصير المدى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 16.

⁽³⁾ المرجع نفسه، ص 26.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

➤ عدد المشاهدات زوجي: $m = T/2$

$$Md = \frac{(y_m + y_{m+1})}{2}$$

حيث: m يمثل الرتبة.

➤ عدد المشاهدات فردي: $m = T + 1/2$

$$Md = y_m$$

في المرحلة التالية يتم إعطاء إشارة سالبة للقيم الأصغر من الوسيط Md وإشارة موجبة للقيم الأكبر من الوسيط Md ، ثم يحسب R والذي يمثل عدد مرات توالي الإشارة من موجب إلى سالب والعكس.

في المرحلة الأخيرة يتم اتخاذ القرار حيث:

➤ ترفض فرضية العدم H_0 إذا كان:

$$R \leq R_1 \text{ أو } R \geq R_u : m < 20 \quad \blacksquare$$

حيث أن: R_u و R_1 تمثل القيم المجدولة الدنيا والعليا على التوالي المقابلة للرتبة m .

$$|Z| > Z_{\alpha/2} : m > 20 \quad \blacksquare$$

$$|Z| = \frac{R - U_R}{\delta_R} \text{ حيث أن:}$$

$$U_R = m + 1 \text{ و } \delta_R = \sqrt{\frac{m(m+1)}{2m-1}} \text{ ولدنيا:}$$

ب- طريقة دانيال: يعتمد الاختبار على معامل الارتباط لسبيرمان، وذلك بقياس الارتباط

الخطي بين رتبتين R_t و t حيث أن:

$$R_t = F(t) \quad t = 1, \dots, T$$

ويعطي هذا المعامل بالعلاقة التالية:

$$r_s = \frac{cov(R_t, t)}{\sqrt{var(R_t).var(t)}} \quad \dots \dots (3 - 31)$$

▪ فرضيات الاختبار:

فرضية العدم: لا يوجد اتجاه عام

الفرضية البديلة: يوجد اتجاه عام

▪ القرار: يتم رفض فرضية العدم عندما يكون:

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

- في حالة العينات الصغيرة ($T \leq 30$): $|r_s| = r_{\alpha/2}$

- في حالة العينات الكبيرة ($T > 30$): $|Z| = Z_{\alpha/2}$

حيث أن:

$$Z = \frac{r_s - U_{r_s}}{\delta_{r_s}} \begin{cases} \delta_{r_s} = \frac{1}{\sqrt{T-1}}, & U_{r_s} = 0 \\ \Rightarrow Z = \frac{r_s}{\delta_{r_s}} = r_s \sqrt{T-1} \end{cases}$$

❖ الكشف عن المركبة الموسمية أو الفصلية⁽¹⁾

من أهم الاختبارات الإحصائية التي يتم استخدامها للكشف عن المركبة الموسمية، اختبار

كروكسل - والس، الذي يرمز له بالرمز KW ، ويعطي وفق العلاقة التالية:

$$KW = \frac{12}{n(n+1)} \sum_{i=1}^p \frac{R_i^2}{m_i} - 3(T+1) \dots \dots (3-32)$$

حيث أن:

KW : يتم توزيع كاي مربع بدرجة حرية $X^2_{(p-1)}$ $KW \rightarrow$

R_i : مجموع رتب الفصل؛

m_i : عدد المشاهدات المقابلة للفصل i وعادة تكون عدد السنوات، فإذا كانت X_i أكبر من 5

مع عدم وجود مركبة فصلية $KW \rightarrow X^2_{(p-1)}$ وإذا كانت $KW \rightarrow X^2_{(a,p-1)}$ فإن السلسلة

الزمنية تحتوي على المركبة الفصلية.

وتتمثل خطوات تطبيق اختبار كروكسل - والس فيما يلي:

- تحديد وحساب مركبة الاتجاه العام وذلك بعد تقدير معالمها باستعمال طريقة المربعات

الصغرى $X_t: a + b.t$ ؛

- استبعاد مركبة الاتجاه العام عن طريق وضع جدول البواقي $W_t: yt - (a + b.t)$ ؛

- تحديد الرتب R_i للبواقي W_t ثم تنظيم وتعديل هذه الرتب؛

- تحديد قيمة معامل KW من خلال تطبيق العلاقة؛

- تحديد القيمة المجدولة لـ $X^2_{(p-1)}$ عند مستوى المعنوية α وبدرجة حرية $(p-1)$.

⁽¹⁾ طويطي مصطفى، (2010): الجودة والتخطيط الإجمالي للإنتاج في المؤسسات المصرفية باستخدام النماذج الرياضية والإحصائية "حالة القرض الشعبي الجزائري"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، ص ص 144-145.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

- القيام بمقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة المجدولة فإذا كانت:

$$KW > X^2_{(\alpha,p-1)} \quad \checkmark \text{ السلسلة الزمنية تحتوي على المركبة الموسمية.}$$

$$KW < X^2_{(\alpha,p-1)} \quad \checkmark \text{ السلسلة الزمنية لا تحتوي على المركبة الموسمية.}$$

3- الخصائص الإحصائية لصفة استقرار السلسلة الزمنية

3-1- خصائص استقرار السلسلة الزمنية

تعتبر سلسلة زمنية ما مستقرة إذا توفرت فيها الخصائص التالية:⁽¹⁾

$$\text{تذبذب متوسط القيم عبر الزمن: } E(y_t) = \mu$$

➤ ثبات التباين عبر الزمن:

$$var(y_t) = E[y_t - E(y_t)]^2 = var(y_{t+k}) = E[y_{t+k} - E(y_{t+k})]^2$$

➤ أن يكون التباين بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس

على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التباين، أي على الفرق بين الفترة t_1 و t_2 وليس على t_2

أو t_1 .⁽²⁾

3-2- اختبارات استقرار السلسلة الزمنية

يوجد هناك عدد من المعايير التي تستخدم في اختبار صفة الاستقرار أو السكون في السلسلة،

ومن أهم هذه المعايير نجد دالة الارتباط الذاتي (Autocorrelation function (AC)

تتمثل دالة الارتباط الذاتي عند الفجوة k في:

$$p_k = Ac = \frac{cov(k)}{cov(0)} = \frac{y(k)}{y(0)} \quad \dots\dots (3 - 33)$$

$$\widehat{cov}(k) = \hat{y}(k) = \frac{\sum (y_t - \bar{y})(y_{t+k} - \bar{y})}{n - k} \quad \dots\dots (3 - 34)$$

$$\widehat{cov}(0) = \hat{y}(0) = \frac{\sum (y_t - \bar{y})^2}{n} \quad \dots\dots (3 - 35)$$

حيث أن: n تمثل حجم العينة، K يمثل طول الفجوة الزمنية.

⁽¹⁾ صالح تومي، المرجع سبق ذكره، ص 173.

⁽²⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 650 - 654.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ويرصد P_k و k في شكل الإنتشار عند الفجوات المختلفة نحصل على شكل إرتباط العينة، وتتراوح قيمة معامل الإرتباط الذاتي P_k بين -1 و $+1$ كأى معامل ارتباط. ويتطلب استقرار السلسلة هنا أي أن يكون P_k مساويا للصفر أو لا يختلف جوهريا عنه بالنسبة لأي فجوة k أكبر من الصفر. وفي حالة تمتع بيانات السلسلة بالاستقرار فإن معاملات الارتباط الذاتي للعينة غالبا ما يكون لها توزيع طبيعي وسطه الحسابي صفر تباينه $\left(\frac{1}{n}\right)$ ، ومن ثم فإن حدود فترة الثقة عند مستوى معنوية 5% لعينة كبيرة الحجم تكون هي: $\pm 1,96\sqrt{1/n}$

وإذا كان \hat{p}_k يقع داخل هذه الحدود فإننا نقبل فرض العدم القائل بأن هذا المعامل يساوي صفر، وإذا كان يقع خارج هذه الحدود فإننا نرفض فرض العدم ويكون P_k مختلفا جوهريا عن الصفر. ولإجراء اختبار مشترك لمعنوية معاملات الارتباط الذاتي كمجموعة نستخدم إحصائية φ ، والتي

$$\varphi = n \sum_{k=1}^m \hat{p}_k^2 \quad \text{حيث: Box and Pierce بواسطة}$$

حيث أن: n يمثل حجم العينة، m يمثل عدد الفجوات.

وبالنسبة للعينة الكبيرة فإن φ لها توزيع X^2 مع درجات حرية m عند مستوى معنوي معين، ولو أن φ المحسوبة تفوق φ الجدولية نرفض فرض العدم القائل بأن كل معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر تكون غير مستقرة، أما إذا كان العكس نقبل فرض العدم وتكون السلسلة مستقرة أو ساكنة.

3-2-2-2- اختبارات التوزيع الطبيعي

لحساب فترات الثقة للتوقعات وكذلك لإجراء اختبارات ستيودنت للمعاملات، يجب فحص التوزيع الطبيعي للأخطاء.

3-2-2-1- اختبارات Kurtosis و Skewness⁽¹⁾

إذا كان العزم الممركز من الرتبة k للسلسلة y_t من الشكل:

$$\mu_k = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^k \quad \dots \dots (3-36)$$

فإن معامل Skewness $(B_1^{1/2})$ يعطي وفق العلاقة الرياضية التالية:

$$B_1^{1/2} = \frac{\mu_3}{\mu_2^{3/2}} \quad \dots \dots (3-37)$$

⁽¹⁾ Régis Bourbonnais, (2003), op.cit, p 230.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ومعامل Kurtosis يعطي وفق العلاقة:

$$B_2 = \frac{\mu_4}{\mu_2^2} \quad \dots \dots (3 - 38)$$

إذا كان التوزيع طبيعي وعدد المشاهدات أكبر من 30 ($n > 30$) فإن:

$$\begin{cases} B_1^{1/2} \sim N\left(0, \sqrt{\frac{6}{n}}\right) \\ B_2 \sim N\left(3, \sqrt{\frac{24}{n}}\right) \end{cases}$$

وبالتالي نستنتج الإحصائيات التالية:

$$v_1 = \frac{|B_1^{1/2} - 0|}{\sqrt{\frac{6}{n}}} \quad v_2 = \frac{|B_2 - 3|}{\sqrt{\frac{24}{n}}}$$

ونقوم بمقارنتها مع 1,96 التي تمثل قيمة القانون الطبيعي عند مستوى معنوية 5% إذا كانت

فرضية العدم $H_0: v_1 = 1$ (التناظر) و $H_0: v_2 = 0$ (التسطح الطبيعي) محققة من $v_1 \leq 1,96$

و $v_2 \leq 1,9$ فإنه يتم قبول فرضية التوزيع الطبيعي للسلسلة y .

3-2-2-2-2 اختبار Jarque et bera⁽¹⁾

اختبار Jarque et bera بين نتائج الاختبارين لـ Skewness و Kurtosis، فإذا كانت

$B_2, B_1^{1/2}$ يتبعان التوزيع الطبيعي، فإن القيمة S تتبع توزيع X^2 (كاي مربع) بدرجات حرية 2،

حيث أن:

$$S = \frac{n}{6} B_1 + \frac{n}{24} (B_2 - 3)^2 \sim X_{1-\alpha}^2(2) \quad \dots \dots (3 - 39)$$

ومنه إذا كانت $S > X_{1-\alpha}^2(2)$ ، فإننا نرفض فرضية العدم H_0 بأن التوزيع طبيعي للأخطاء

عند مستوى معنوية α .

3-2-3-3 اختبار جذر الوحدة للاستقرار The unit test of stationarity

نبدأ في عرض هذا الاختبار بالنموذج التالي الذي يسمى بنموذج الانحدار الذاتي من الرتبة

الأولى (1) first-order autoregressive Model AR(1).

$$Y_t = Y_{t-1} + \mu_t \quad \dots \dots (3 - 40)$$

⁽¹⁾ Régis Bourbonnais, (2003), op.cit, p 230.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

حيث أن: μ_t هو حد الخطأ العشوائي والذي يفترض فيه أن وسطه الحسابي مساوي للصفر، تباينه ثابت وقيمة غير مرتبطة، وبالتالي يسمى بحد الخطأ الأبيض، ويلاحظ أن معامل الانحدار للصيغة رقم (3-40) مساويا للواحد، وإذا كان هذا هو الأمر في الواقع فإن ذلك يؤدي إلى وجود مشكلة جذر الوحدة التي تعني عدم استقرار بيانات السلسلة، حيث يوجد هناك اتجاه زمني في البيانات.⁽¹⁾ ومنه:

$$Y_t = p Y_{t-1} + \mu_t \quad \dots\dots (3 - 41)$$

واتضح أن ($p = 1$) فإن المتغير (y_t) يكون له جذر الوحدة ويعاني من مشكلة عدم الاستقرار أو عدم السكون.

وتعرف السلسلة التي يوجد بها جذر واحد في مساوي للوحدة بسلسلة السير العشوائي، وهي إحدى الأمثلة للسلسلة غير الساكنة، ويمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة رقم (3-41) كما يلي:⁽²⁾

$$\Delta Y_t = (p-1) Y_{t-1} + \mu_t$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \mu_t \quad \dots\dots (3 - 42)$$

حيث أن: $\lambda = p - 1$

وبالتالي يصبح فرض العدم: $H_0: \lambda = 1$

وإذا ثبت في الواقع أن $\lambda = 1$ ، فإن السلسلة الأصلية تكون غير مستقرة:

$$\Delta Y_t = u_t$$

وإذا كانت سلسلة الفروق الأولى من سلسلة السير العشوائي ساكنة أو مستقرة فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الأولى أي $I(1)$ أما إذا كانت السلسلة ساكنة أو مستقرة بعد الحصول على الفروق الثانية فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي $I(2)$ وهكذا، وإذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة أو ساكنة يقال أنها متكاملة من الرتبة صفر، أي $I(0)$.

ويوجد هناك عدد من الاختبارات التي يمكن استخدامها للتأكد من وجود أو عدم وجود جذر الوحدة، وإن الفروض التي يتعين اختبارها تتمثل في:

فرض العدم: بيانات السلسلة الزمنية (Y_t) غير مستقرة

$$H_0: p = 0 \text{ ou } \lambda = 0$$

⁽¹⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 654.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص ص 655 - 656.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

الفرض البديل: بيانات السلسلة الزمنية (Y_t) مستقرة

$$H_0: p < 0 \text{ ou } \lambda < 0$$

ويلاحظ في هذا الصدد أن السلسلة الزمنية لا تكون مستقرة أو متجهة نحو الاستقرار إلا إذا كان معدل التقلب قصير الأجل فيها متناقصا بما يضمن تقاربها من وضع التوازن طويل الأجل، ولعل ما يضمن تحقق ذلك هو أن يكون: ($\lambda < 0$). أما إذا كانت ($p > 1 \text{ ou } \lambda > 0$) فإن هذا يعبر عن تباعد السلسلة الزمنية عن وضع الاستقرار أي وضع التوازن طويل الأجل. ومن أهم الاختبارات التي تستخدم في اختبار جذر الوحدة ما يلي:

3-2-3-1- اختبار ديكي - فولر (DF) - Dickey - fuller test (1)

يعتمد هذا الاختبار على ثلاثة عناصر تتمثل في صيغة النموذج، حجم العينة ومستوى المعنوية. ويستخدم في إجراءه ثلاث صيغ تتمثل في:

✓ صيغة السير العشوائي البسيطة: ومثل هذه الصيغة لا يوجد بها حد ثابت ولا متغير اتجاه

زمني، وذلك على النحو التالي:

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots \dots (3 - 43)$$

✓ صيغة السير العشوائي مع حد ثابت:

$$\Delta Y_t = \alpha + \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots \dots (3 - 44)$$

✓ صيغة السير العشوائي مع حد ثابت واتجاه زمني:

$$\Delta Y_t = \alpha + \alpha_1 T + \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots \dots (3 - 45)$$

ولإجراء اختبار DF باستخدام الصيغة الأولى نتبع الخطوات التالية:

أ- نقوم بحساب t المحسوبة، باستخدام الصيغة التالية:

$$t^* = \frac{\hat{p}-1}{\hat{s}-1} \text{ ou } \frac{\hat{\lambda}-0}{s\hat{\lambda}}$$

حيث أن: هي الأخطاء المعيارية للمعلمت المقدرة.

ب- لا نستطيع مقارنة t^* المحسوبة بقيم t الجدولية حتى في حالة العينات الكبيرة، حيث أنها

لا تتبع توزيع طبيعي معتدل، وإنما نبحث عن t الجدولية في جداول معدة خصيصا لذلك من قبل

Dickey-Fuller يوجد بها ما يسمى القيم الحرجة Critical values. عند حجم عينة معين (n)

(1) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص ص 656-658.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ومستوى معنوية معين (1%، 5%، 10%)، وعند استخدام برامج كمبيوتر متخصصة مثل Eviews فإنها تعطى القيم الحرجة ضمن النتائج دون الحاجة للبحث عنها في الجداول.

ج- إذا كانت القيمة المطلقة لـ t^* أكبر من القيمة المطلقة لـ t الجدولية، نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أن السلسلة مستقرة أو ساكنة.

د- إذا كانت القيمة المطلقة لـ t^* أقل من القيمة المطلقة لـ t الجدولية نقبل فرض العدم وبالتالي تكون السلسلة غير ساكنة.

غير أن اختبار ديكي- فولر DF لا يصبح ملائماً، إذا وجدت هناك مشكلة ارتباط ذاتي في الحد العشوائي أو ما يسمى بالارتباط السلسلي، وذلك بالرغم من كون بيانات المتغيرات المدرجة في العلاقة المقدره قد تكون مستقرة، وعندئذ نلجأ لاستخدام اختبار آخر يسمى اختبار ديكي- فولر الموسع.

3-2-3-2-3 اختبار ديكي - فولر الموسع Augmented dickey-fuller test⁽¹⁾

يعتمد اختبار ديكي- فولر الموسع ADF على نفس العناصر الثلاثة السابقة الذكر في اختبار DF، ويلاحظ في هذه الحالة أن هناك ثلاث صيغ للنموذج الذي يمكن استخدامها في حالة ADF:

أ- الصيغة الأولى I:

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_1^k P_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \dots \dots (3-46)$$

ويلاحظ على هذه الصيغة أنها لا تحتوي على حد ثابت ولا اتجاه زمني، وتتمثل الفروض في هذه الحالة في:

$$H_0: \lambda = 0 \text{ ou } p = 1$$

$$H_1: \lambda < 0 \text{ ou } p < 1$$

ويتم إدراج عدد من الفروق ذات الفجوة الزمنية (k) في الصيغة رقم (3-46) حتى تختفي مشكلة الارتباط التسلسلي معبراً عنها بإحصائية DW. ويلاحظ هنا أنه إذا كانت المشكلة تختفي بعد إدراج ثلاثة حدود للفروق مثلاً، فإن هذه الفروق تتمثل في:

$$\Delta Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_{t-2}$$

$$\Delta Y_{t-2} = Y_{t-2} - Y_{t-3}$$

$$\Delta Y_{t-3} = Y_{t-3} - Y_{t-4}$$

(1) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص ص 658-659.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

وبعد تقدير الصيغة السابقة يتم حساب t^* باستخدام الصيغة التالية:

$$t^* = \frac{\hat{\lambda}}{s\hat{\lambda}} \quad \dots\dots (3 - 47)$$

ثم يتم الحصول على القيمة الحرجة $AD\lambda_{(I,n,e)}$ من الجداول المخصصة لذلك النموذج I، وحجم العينة n ، مستوى المعنوية α ، وبعد ذلك يتم مقارنة t^* المحسوبة مع القيمة الحرجة وفقا للطريقة التي سوف يتم شرحها فيما بعد.

ب- الصيغة الثانية II:

تختلف هذه الصيغة عن الصيغة الأولى في كونها تحتوي على حد ثابت.

$$\Delta Y_t = \alpha + \lambda Y_{t-1} + \sum_1^k P_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad \dots\dots (3 - 48)$$

وتتمثل الفروض المراد اختبارها في هذه الحالة في:

$$H_0: \lambda = 0 \text{ ou } p = 1 \quad \alpha = 0$$

$$H_1: \lambda < 0 \text{ ou } p < 1 \quad \alpha \neq 0$$

وحتى يتم الاختبار حساب (\hat{t}_λ^*) باستخدام الصيغة (4-38)، و t للمعلمة الناقلة (\hat{t}_α^*)

باستخدام الصيغة التالية:

$$\hat{t}_\alpha^* = \frac{\hat{\alpha}}{s\hat{\alpha}} \quad \dots\dots (3 - 49)$$

ثم يتعين البحث عن القيم الحرجة لكل من (λ, α) في الجداول، حيث:

$$ADF_{\lambda(II,n,e)} \text{ القيمة الحرجة لـ } \lambda \text{ هي:}$$

$$ADF_{\alpha(II,n,e)} \text{ القيمة الحرجة لـ } \alpha \text{ هي:}$$

على أن تتم المقارنة بين القيم المحسوبة والجدولية على النحو الذي سوف يوضح فيما بعد،

وتعطي برامج الكمبيوتر القيم الحرجة بطريقة تلقائية.

ج- الصيغة الثالثة III:

تتضمن هذه الصيغة حد ثابتا واتجاهها زمنيا حيث أن:

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta_t + \lambda Y_{t-1} + \sum_1^k P_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad \dots\dots (3 - 50)$$

وتتمثل الفروض المراد اختبارها:

$$H_0: \lambda = 0 \text{ ou } p = 1 \quad \alpha = 0 \quad \beta = 0$$

$$H_1: \lambda < 0 \text{ ou } p < 1 \quad \alpha \neq 0 \quad \beta \neq 0$$

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ثم يتم حساب القيم المحسوبة لـ t للمعاملات المختلفة على النحو التالي:

$$t_{\lambda}^* = \frac{\hat{\lambda}}{s\hat{\lambda}} \quad t_{\alpha}^* = \frac{\hat{\alpha}}{s\hat{\alpha}} \quad t_{\beta}^* = \frac{\hat{\beta}}{s\hat{\beta}}$$

وتتمثل خطوات اختبار ديكي- فولر الموسع ADF في:

الخطوة الأولى:

▪ تقدير الصيغة الثالثة III ثم إجراء اختبار الفرض:

$$\lambda = 0 \text{ ou } p = 1$$

▪ إذا كانت $ADF_{\lambda(III,n,e)} < t_{\lambda}^*$ نرفض فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة ونقبل الفرض

البديل بأن بيانات السلسلة للمتغير Y_t مستقرة أو ساكنة، ثم نتوقف عن إجراء أي اختبارات أخرى.

▪ إذا كانت $ADF_{\lambda(III,n,e)} > t_{\lambda}^*$ نقبل فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة ثم نمر للنقطة

التالية.

▪ نختبر الفرض ($\beta = 0$) وهي معلمة الاتجاه الزمني.

▪ إذا كانت $ADF_{\beta(III,n,e)} > t_{\beta}^*$ نقبل فرض العدم ويؤكد هذا وجود جذر الوحدة ونمر

للخطوة التالية في الاختبار مباشرة ونسقط ما بقي من نقاط في الخطوة الأولى.

▪ إذا كانت $ADF_{\beta(III,n,e)} < t_{\beta}^*$ نرفض فرض العدم للاتجاه الزمني ونقبل الفرض البديل،

وعندئذ نعيد اختبار الفرض ($\lambda = 0$) باستخدام إختبار (t) في ظل التوزيع الطبيعي المعتدل:

- إذا كانت $t_{\lambda,n,e} < t_{\lambda}^*$ نرفض فرض العدم ($p = 0$) ونقبل الفرض البديل ($p < 0$) وهو

ما يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة، ونتوقف عند هذا الحد ولا نكمل اختبارات أخرى.

- إذا كانت $t_{\lambda,n,e} > t_{\lambda}^*$ نقبل فرض العدم، ومن ثم يكون هناك جذر الوحدة بالسلسلة الزمنية

ونمر للخطوة الثانية.

الخطوة الثانية:

▪ نقوم بتقدير الصيغة الثانية للنموذج (II).

▪ نختبر الفرض التالي:

$$\lambda = 0 \text{ ou } p = 1$$

▪ إذا كانت $ADF_{\lambda(II,n,e)} < t_{\lambda}^*$ نرفض فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة بالسلسلة ونقبل

الفرض البديل ($p < 1$) ومن ثم تكون السلسلة مستقرة ونتوقف عند هذا الحد.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

▪ إذا كانت $ADF_{\lambda(II,n,e)} > t_{\lambda}^*$ نقبل فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة، ونمر للنقطة التالية.

▪ نختبر الفرض ($\alpha = 0$) وهي معلمة الحد الثابت في النموذج II.

▪ إذا كانت $ADF_{\alpha(II,n,e)} > t_{\alpha}^*$ نقبل فرض العدم، ونمر مباشرة إلى الخطوة الثالثة وإسقاط ما تبقى من نقاط في الخطوة الثانية.

▪ إذا كانت $ADF_{\alpha(II,n,e)} < t_{\alpha}^*$ نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل ($\alpha \neq 0$) ثم نختبر الفرض ($\lambda = 0$ ou $p = 1$) باستخدام إحصائية t التابعة للتوزيع المعتدل الطبيعي ومن ثم:

- إذا كانت $t_{\lambda,n,e} < t_{\lambda}^*$ نرفض فرض العدم ($p = 1$) ونقبل الفرض البديل ($p < 1$) وهو ما يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة، وتتوقف عند هذا الحد ولا نعمل اختبارات أخرى.

✓ إذا كانت $t_{\lambda,n,e} > t_{\lambda}^*$ نقبل فرض العدم، ومن ثم يكون هناك جذر الوحدة بالسلسلة ونمر

للخطوة الثالثة.

الخطوة الثالثة:

▪ نقوم بتقدير الصيغة الأولى للنموذج (I) ونختبر الفرض التالي:

$$\lambda = 0 \text{ ou } p = 1$$

▪ إذا كانت $ADF_{\lambda(I,n,e)} < t_{\lambda}^*$ نرفض فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة ونقبل الفرض البديل ($p < 1$) ومن ثم تكون السلسلة مستقرة وتتوقف عند هذا الحد.

▪ إذا كانت $ADF_{\lambda(I,n,e)} > t_{\lambda}^*$ نقبل فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة، وتكون السلسلة الزمنية غير مستقرة ونقوم بعمل تصحيحي لجعلها مستقرة بأخذ الفرق الأول لسلسلة البيانات ونعيد الاختبارات لتأكد من أنها مستقرة، ويحدث هذا بالطبع إذا تأكدنا أنها لا تتمتع بخاصية التكامل المشترك على النحو الذي سوف يتم بيانه فيما بعد.

3-2-4- اختبار Philips et Perron⁽¹⁾

يرتكز اختبار Philips et Perron على تصحيح غير ثابت لإحصائيات ديكي- فولر، وذلك

حق يتم الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء، ويتم هذا الاختبار وفق أربعة مراحل:

⁽¹⁾ Régis Bourbonnais, (2003), op.cit, pp 234-235.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

▪ استخدام طريقة المربعات الصغرى (MCO) لتقدير الثلاث نماذج لاختبار DF، وحساب الإحصائيات المشتركة، مثل الإحصائية (e_t) لسلسلة البواقي.

▪ تقدير الانحراف في المدى القصير حيث:

$$\delta^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 \quad \dots \dots (3 - 51)$$

▪ تقدير معامل التصحيح (s_t^2) وهو التباين في المدى الطويل، وذلك انطلاقاً من تباينات البواقي للنماذج المقدر، حيث أن:

$$s_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l (1 - \frac{i}{l+1}) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-i} \quad \dots \dots (3 - 52)$$

وحتى يتم تقدير (s_t^2)، يجب أن يتم تقدير قيمة التأخر (L) بدلالة عدد المشاهدات:

$$m, L \approx 4(n, 100)^2$$

▪ حساب إحصائية pp حيث:

$$t_{\hat{\theta}_1}^* = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\theta}-1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\theta}_1}} + \frac{n(K-1)\hat{\sigma}_{\hat{\theta}_1}}{\sqrt{k}} \quad \dots \dots (3 - 53)$$

$$k = \frac{\delta^2}{s_t^2}$$

وتكون قيمة k مساوية للواحد إذا كانت سلسلة البواقي e_t تشكل تشويش أبيض. ثم يتم مقارنة

الإحصائية $t_{\hat{\theta}_1}^*$ مع القيمة الجدولية المستخرجة من جدول Machinnon.

3-2-5- اختبار Kpss⁽¹⁾

اقترح Kwiatkowski عام 1992 باستخدام اختبار مرتكز على مضاعف لاغرانج (LM)

استناداً إلى الفرضية العدمية للاستقرارية، وبعد تقدير النموذج الثاني أو الثالث لاختبار ديكي- فولر للاستقرارية، نقوم بحساب المجموع الجزئي للبواقي حسب الصيغة التالية:

$$s_t = \sum_{i=1}^k e_i \quad \dots \dots (3 - 54)$$

بعد ذلك يتم تقدير التباين (s_t^2) في المدى الطويل بنفس الصيغة المعطاة في اختبار Philips

et Perron، وبالتالي تكون إحصائية معامل لاغرانج:

$$LM = \frac{1}{s_t^2} \times \frac{\sum_{t=1}^n s_t^2}{n^2} \quad \dots \dots (3 - 55)$$

نقوم برفض الفرضية العدمية للاستقرارية إذا كانت هذه الإحصائيات أكبر من القيم الجدولية.

⁽¹⁾ Régis Bourbonnais, (2003), op.cit, p 235.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

المطلب الثاني: التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ

سوف نحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى بعض المفاهيم المتعلقة بالتكامل المشترك واختباراته، ومن ثم إلى نموذج تصحيح الخطأ.

1- التكامل المشترك

تحليل التكامل المشترك الذي تم تقديمه من طرف Engle and Granger عام 1987 يقدم دعماً للنظرية الاقتصادية في إطار إحصائي، فمن منظور اقتصادي فإن بعض المتغيرات تتحرك بانتظام بمرور الوقت على الرغم من أنها تتسم بشكل منفرد بالتذبذب العشوائي، لذا فإن تحليل التكامل المشترك يعد أحد الأدوات المهمة عند دراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية على المدى الطويل، بالإضافة إلى أنه يساعد على تحديد مستوى التوازن بين البيانات غير المستقرة وتلك التي تتسم بالاستقرار.⁽¹⁾

1-1- تعريف تكامل السلاسل الزمنية⁽²⁾

إذا كان هناك متغير ما Y_t مستقرًا في صورته الأصلية قبل إجراء أي تعديلات عليه يقال أنه متكامل من الرتبة صفر، أي:

$$y_t \sim I(0)$$

وإذا كان هذا المتغير غير مستقر في صورته الأصلية وأصبح مستقرًا بعد الحصول على الفروق الأولى:

$$y_t = y_t + y_{t-1}$$

يقال أنه متكامل من الدرجة الأولى، أي أن:

$$y_t \sim I(1)$$

وبوجه عام إذا أصبحت السلسلة الزمنية الخاصة بمتغير ما y_t مستقرة بعد الحصول على عدد من الفروق يساوي d يقال أن هذه السلسلة متكاملة من الرتبة d ، أي أن:

$$y_t \sim I(d)$$

⁽¹⁾ صالح إبراهيم السحيباني، (2007): سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، الملتقى السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، المنعقد خلال الفترة 2-4 جوان، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، ص 14.

⁽²⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 669.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

وهناك بعض الخصائص المتعلقة بتكامل السلاسل الزمنية منها:⁽¹⁾

- إذا كان هناك متغيران x_t و y_t وكانت رتبة تكامل كل واحد منهما كما يلي:

$$x_t \sim I(0)$$

$$y_t \sim I(1)$$

فإن السلسلة z_t التي تشير إلى مجموعهما تكون متكاملة من الرتبة الأولى، أي أن:

$$z_t = (y_t + x_t)$$

- لا يؤثر إضافة حد ثابت أو ضربة في سلسلة زمنية على رتبة تكاملها، فلو أن:

$$x_t \sim I(d)$$

$$z_t = (a+bx_t) \sim I(d)$$

- إذا قمنا بتقدير العلاقة بين متغيرين x_t و y_t وكان كل منهما متكامل من الرتبة الأولى

نحصل على بواقي متكاملة من الرتبة الأولى أيضا، وهو ما يعني أن المتغيرين لا يتصفان بخاصية

التكامل المشترك على النحو الذي سوف نوضحه فيما بعد. أي إذا كان:

$$y_t \sim I(1)$$

$$x_t \sim I(1)$$

$$y_t = a + bx_t + \mu_t$$

$$\mu_t \sim I(1)$$

وهذا يعني أنه حتى إذا كان هناك سلسلتين متكاملتين من نفس الرتبة كل على حدى فليس

هناك ما يضمن أن يتصفا بخاصية التكامل المشترك.

1-2- تعريف التكامل المشترك

يعرف التكامل المشترك بأنه نوع من التصاحب أو التلازم بين سلسلتين زمنيتين x_t و y_t أو

أكثر بحيث تؤدي التقلبات (عدم الاستقرار) في إحدهما إلى إلغاء التقلبات الأخرى بطريقة تجعل

النسبة بين قيمتها المناظرة عبر الزمن ثابتة. وهذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير

مستقرة عند المستوى إذا ما أخذت كل على حدى، ولكنها يمكن أن تكون مستقرة كمجموعة في الأمد

الطويل، ومثل هذه العلاقة طويلة الأمد بين مجموعة متغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير

التابع y_t بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة x_t . ويطلق على هذه الخاصية بخاصية التكامل

المشترك بين مجاميع السلاسل الزمنية، وإن المجموعتين ذات تكامل مشترك، وإذا كان المتغيرين x_t

(1) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص ص 669-670.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

و y_t متكاملين من الدرجة الأولى $I(1)$ ، فإن أي تحويل خطي لهذه البيانات ينتج عنه متغير مستقر ومتكامل من الدرجة صفر. (1)

ويتطلب حدوث التكامل المشترك في حالة أن تكون السلسلتان x_t و y_t متكاملتين من الرتبة الأولى كل على حدى، أن تكون البواقي الناجمة عن تقدير العلاقة بينهما متكاملة من الرتبة صفر، أي أنه حتى يكون التكامل المشترك موجودان بين متغيرين x_t و y_t يتعين تحقق الشروط التالية:

$$\begin{aligned}y_t &\sim I(1) \\x_t &\sim I(1) \\y_t &= a + bx_t + \mu_t \\ \mu_t &\sim I(0)\end{aligned}$$

ويلاحظ في هذه الحالة أن الحد العشوائي متمثلاً في البواقي μ_t يقيس انحراف العلاقة المقدر في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل.

ومما سبق نجد أن التكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل. فلو أن هناك متغيرين يتصفان بخاصية التكامل المشترك فإن العلاقة بينهما تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل، بالرغم من إمكانية وجود انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير، وتتعاكس هذه الانحرافات في البواقي المتمثلة في:

$$\mu_t = y_t - \alpha - bx_t$$

1-3-3- اختبار التكامل المشترك

هناك العديد من اختبارات التكامل المشترك، تم اختيار منها ما يلي:

1-3-3-1 اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة أنجل - غرانجر

إن تحليل التكامل المشترك الذي تم وضعه من قبل Granger عام 1983 و Engel et Granger عام 1987 يعتبر عند الكثير من الاقتصاديين كأحد أهم المفاهيم الجديدة في مجال القياس الاقتصادي وكذلك لتحليل السلاسل الزمنية. (2)

(1) سعد عبد نجم العبدلي، هيفاء يوسف سليمان، (2013): تحليل العلاقة السببية بين إجمالي تكوين رأس المال الثابت والناتج المحلي الإجمالي تكوين رأس المال الثابت والناتج المحلي الإجمالي للقطاع الزراعي العراقي للمدة 1980-2010، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 73، بغداد، العراق، ص 286.

(2) أحمد سلامي، محمد شيخي، (2013)، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، مجلة الباحث، العدد 13، ورقلة، الجزائر، ص 125.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

وتستلزم هذه الطريقة المرور بمرحلتين:

المرحلة الأولى: تحديد درجة تكامل المتغيرات محل الدراسة

حتى يتم تطبيق اختبار Engel and Granger للتكامل المشترك أو المتزامن يجب أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة، وإذا لم يتم تحقق هذا الشرط فلا يمكن أن تكون هناك علاقة تكامل مشترك بين هذه السلاسل، ويتم تحديد درجة تكامل كل سلسلة من خلال تطبيق اختبار ديكي- فولر الموسع.

المرحلة الثانية: تقدير العلاقة في المدى الطويل

بعد التحقق من أن السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة، يتم تقدير العلاقة بين المتغيرين في المدى الطويل باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO)، وحتى تتحقق علاقة التكامل المشترك بين المتغيرين x_t و y_t يجب أن تكون البواقي ε_t مستقرة، وهي عبارة عن مزيج خطي متولد من إنحدار العلاقة التوازنية طويلة المدى، حيث أن:⁽¹⁾

$$\Delta \hat{\varepsilon}_t = \alpha + \delta \hat{\varepsilon}_{t-1} + \Delta \hat{\varepsilon}_{t-1} + e_t \quad \dots \dots (3 - 56)$$

فإذا كانت إحصائية τ للمعلمة (ε_{t-1}) معنوية فإننا نرفض الفرض العدمي $\Delta \hat{\varepsilon}_t \sim I(1)$ بوجود جذر الوحدة في البواقي ونقبل الفرض البديل بسكون البواقي $\Delta \hat{\varepsilon}_t \sim I(0)$. أو إذا كانت قيمة τ^* المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة لاختبار EG نرفض الفرض العدم، وبالتالي نكون سلسلة ε_t مستقرة.

وبالتالي نستنتج أن بيانات السلسلتين الزمنية x_t و y_t تتصف بخاصية التكامل المشترك وبناء على ذلك فإن الانحدار المقدر لا يكون زائفاً، وبالطبع إذا حدث العكس لا تكون المتغيرات محل الاختبار متمتعاً بخاصية التكامل المشترك، ويكون الانحدار المقدر زائفاً، مع الإشارة إلى أن اختبار EG يصلح في حال وجود متغيرين فقط.

(1) أحمد سلامي، محمد شيخي، المرجع سبق ذكره، ص 125.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

1-3-2- اختبار الانحدار المتكامل لـ درين- واتسون

لإجراء هذا الاختبار تتبع الخطوات التالية:⁽¹⁾

- نقوم بحساب إحصائية درين- واتسون (d) المصاحبة للانحدار الأصلي بين x_t و y_t وتسمى d المحسوبة؛

- نبحث في الجداول التي أعدها Sargam et Bhargava عن d الجدولية؛

- نختبر فرض العدم $d = 0$ ، فإذا كانت d المحسوبة أكبر من d الجدولية نرفض فرض

العدم وبالتالي يوجد هناك تكامل مشترك ولا يكون الانحدار زائفاً، والعكس صحيح.

1-3-3- اختبار جوهانسن - جوسليوس للتكامل المشترك

يتفوق هذا الاختبار على اختبار Engle et Granger ذي الخطوتين، ذلك لأنه يتناسب مع العينات صغيرة الحجم وذلك في حالة وجود أكثر من متغيرين. كما يكشف هذا الاختبار ما إذا كان هناك تكاملاً فريداً، أي أن التكامل المشترك يتحقق فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة، حيث أنه في حالة عدم وجود تكامل مشترك فإن العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل مثارا للشك والتساؤل.⁽²⁾

يقوم اختبار Johansen (1988) بتحديد عدد متجهات التكامل المشترك بين المتغيرات محل

الدراسة، حيث يأخذ النموذج الصيغة التالية:⁽³⁾

$$x_t = \pi_1 x_{t-1} + \pi_k x_{t-k} + \mu_0 + \mu_t t + \varepsilon_t \quad \dots \dots (3 - 57)$$

حيث أن:

π_1, \dots, π_k : مصفوفة المعاملات ذات البعد $(p \times p)$ ؛

ε_t : مصفوفة البواقي ذات البعد $(p \times 1)$ ؛

μ_0, μ_t : حدين ثابتين.

⁽¹⁾ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 673.

⁽²⁾ عابد بن عابد العبدلي، (2007)، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، العدد 32، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، ص 24.

⁽³⁾ Samuel Ambapour, Christophe Massamba, (2005): Croissance économique et consommation d'énergie au Congo: une analyse en termes de causalité, pp 11-12. Disponible sur le site web : <http://.file:///E:/article:nouveau%20dossier/BAMSI12.pdf> Consulté le: 05/08/2014.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ويمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (4-47) لتصبح كما يلي:

$$\Delta x_t = \pi' x_{t-1} + \sum_{i=1}^{k=1} T_i \Delta x_{t-i} + \mu_0 + \mu_1 t + \varepsilon_t \quad \dots \dots (3 - 58)$$

حيث:

$$T_1 = -(I - \pi_1 - \dots - \pi_i)$$

$$\pi' = -(I - \pi_1 - \dots - \pi_k)$$

يقترح (Johansen , 1988) و (Johansen et Juselius, 1990) اختبار إحصائيتين لتحديد

عدد متجهات التكامل المشترك.

❖ اختبار الأثر (trace test, λ trace): حيث يختبر فرضية العدم القائلة بأن عدد متجهات

التكامل المشترك الفريد يقل عن أو يساوي العدد (q) مقابل الفرض البديل ($q = r$)، ويحسب

بالصيغة التالية:⁽¹⁾

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad \dots \dots (3 - 59)$$

حيث أن:

λ_i : القيمة الذاتية رقم i لمصفوفة التباين المشترك التي تسمح بحساب القيمة الذاتية، k : عدد

المتغيرات، r : رتبة المصفوفة.

وتتبع هذه الإحصائية قانونا احتماليا يشبه إلى حد بعيد توزيع مربع كاي مجدولا بالاستعانة

بعملية محاكاة قام بها (Johansen et Juselius (1990) يكون الاختبار على الشكل التالي:⁽²⁾

✓ رتبة المصفوفة π تساوي الصفر ($r = 0$) أي: $H_0: r = 0$ ضد الفرضية $r > 0$:

H_1 ، إذا رفضنا H_0 ، نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية λ_{trace} أكبر تماما من القيمة

الدرجة لجوهانسن فإننا نرفض H_0)؛

✓ رتبة المصفوفة π تساوي الصفر ($r = 1$) أي: $H_0: r = 1$ ضد الفرضية $r > 1$:

H_1 ، إذا رفضنا H_0 ، نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية λ_{trace} أكبر تماما من القيمة

الدرجة لجوهانسن فإننا نرفض H_0) وهكذا.

⁽¹⁾ عابد بن عابد العبدلي، المرجع سبق ذكره، ص 24.

⁽²⁾ Régis Bourbonnais, (2003), op.cit, p 293.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

إذا رفضنا H_0 في نهاية المطاف، واختبرنا بعدها الفرضية $r = k - 1$ ضد الفرضية $H_1: r = k$ فإن رتبة المصفوفة هي $r = k$ ، وفي هذه الحالة لا توجد علاقة تكامل مشترك باعتبار أن المتغيرات هي $I(0)$.

❖ اختبار القيمة الكامنة العظمى: ويحسب من الصيغة التالية:⁽¹⁾

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad \dots \dots (3 - 60)$$

ويقوم هذا الاختبار باختبار فرضية عدم القائلة بأن هناك r متجه للتكامل المشترك مقابل الفرض البديل بوجود $r + 1$ متجهة للتكامل المشترك.

2- نموذج تصحيح الخطأ

2-1- مفهوم نموذج تصحيح الخطأ

إذا كانت المتغيرات التي تتكون منها ظاهرة ما تتصف بخاصية التكامل المشترك، فإن النموذج الأكثر ملائمة لتقدير العلاقة بينها يصبح هو نموذج تصحيح الخطأ. وبالطبع إذا كانت المتغيرات لا تتصف بهذه الخاصية فإن هذا النموذج لا يصبح صالحا لتفسير سلوك هذه الظاهرة.⁽²⁾

ويستخدم هذا النموذج عادة للتوفيق بين السلوك قصير الأجل والسلوك طويل الأجل للعلاقات الاقتصادية، فالمتغيرات الاقتصادية يفترض أنها تتجه في الأجل الطويل نحو حالة من الاستقرار يطلق عليها في الاقتصاد وضع التوازن. وهي في طريقها لهذا الوضع قد تنحرف عن المسار المتجه إليه لأسباب مؤقتة، ولكن لا يطلق عليها صفة الاستقرار إلا إذا ثبتت أنها متجهة لوضع التوازن طويل الأجل، ومن المعروف أن طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO) تقوم على أساس افتراض مؤداه أن الظواهر الاقتصادية تتبع في سلوكها التوزيع المعتدل الطبيعي، وهذا يتضمن أن بيانات السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية هي بيانات مستقرة، ولكن هذا قد لا يحدث في الواقع العملي، فكثيرا ما تكون هذه البيانات غير مستقرة.⁽³⁾

(1) عابد بن عابد العبدلي، المرجع سبق ذكره، ص 24.

(2) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 685.

(3) المرجع نفسه، ص 685.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

بالتالي إذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة كل على حدى، ولكنها تتصف بخاصية التكامل المشترك كمجموعة، يصبح النموذج الملائم لتقدير العلاقة بينهما هو نموذج تصحيح الخطأ، ولا يترتب على قياس العلاقة بينهما في هذه الحالة الحصول على انحدار زائفا.

يقوم مفهوم نموذج تصحيح الخطأ ECM (Error Correction model) على فرضية مؤداها أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل، تتحدد في ظلها القيمة التوازنية للمتغير التابع في إطار محدداتها. وبالرغم من وجود هذه العلاقة التوازنية على المدى الطويل، إلا أنه من النادر أن تتحقق، كما وقد يأخذ المتغير التابع قيما مختلفة عن قيمته التوازنية، ويمثل الفرق بين القيمتين عند كل فترة التوازن، ويتم تعديل أو تصحيح هذا الخطأ أو جزء منه على الأقل في المدى الطويل، ولذلك جاءت تسمية هذا النموذج بنموذج تصحيح الخطأ، إذ يمكننا نموذج ECM من فحص وتحليل سلوك المتغيرات على المدى القصير من أجل الوصول إلى التوازن على المدى الطويل.⁽¹⁾

2-2- تقدير نموذج تصحيح الخطأ

هناك عدة طرق لتقدير نموذج تصحيح الخطأ من أشهرها تقدير طريقة أنجل-جرانجر، حيث يقوم منهج أنجل-جرانجر على مرحلتين:⁽²⁾

➤ الأولى: تقدير نموذج العلاقة التوازنية على المدى الطويل ويسمى انحدار التكامل المشترك؛
➤ الثانية: تقدير نموذج تصحيح الخطأ حتى يعكس العلاقة في المدى القصير أو التذبذب قصير المدى حول اتجاه العلاقة في المدى البعيد. يتم تقدير هذا النموذج قصير المدى بإدخال البواقي المقدر في انحدار المدى الطويل كمتغير مستقل مبطاً لفترة واحدة.

لدينا متغيرين x_t و y_t ، نقدر العلاقة بينهما وفق الصيغة البسيطة التالية:⁽³⁾

$$y_t = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 x_t + \varepsilon_t \quad \dots \dots (3 - 61)$$

⁽¹⁾ شفيق عريش، عثمان نقار ورولي شفيق إسماعيل، (2011): اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية-، المجلد 33، العدد 5، اللاذقية، سوريا، ص 85.

⁽²⁾ عابد بن عابد العبدلي، المرجع سبق ذكره، ص 26.

⁽³⁾ زكريا بن معزو، كمال حماتنة، (2013): قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (kaopen): دراسة قياسية (1970-2010)، مجلة الباحث، ورقلة، الجزائر، ص 23.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

بعد التأكد من سكون البواقي يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام البواقي المقدر في انحدار التكامل المشترك، ويعطي وفق الصيغة التالية:

$$\Delta x_t = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1} + \Delta x_{t-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_j \Delta x_{t-j} + \varepsilon_t \dots\dots (3 - 62)$$

حيث أن:

e_{t-1} : حد تصحيح الخطأ في المعادلة رقم (3-62) ويشير إلى معامل سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل، وإذا كانت معلمة حد تصحيح الخطأ معنوية وسالبة فإن ذلك يدل على وجود علاقة توازنية بين المتغيرات على المدى الطويل.

بالتالي يمكن الحصول على متغير جديد يسمى بحد تصحيح الخطأ، والذي يتمثل في البواقي، حيث يمكننا كتابة:

$$\varepsilon_t = y_t - \hat{\alpha}_0 - \hat{\alpha}_1 x_t \dots\dots (3 - 63)$$

3- نموذج متجه الانحدار الذاتي

يعرف أيضا بنموذج الانحدار الذاتي الإشعاعي أو الاتجاهي، هو حالة عامة لنماذج الانحدار الذاتي أحادية المتغيرات، ويعتبر من نماذج القياس الاقتصادي، إذ يقيس العلاقات المتداخلة بين متغيرات السلاسل الزمنية، ويعمل متجه الانحدار الذاتي على معالجة جميع متغيرات الدراسة بشكل متماثل، وذلك من خلال تضمين كل متغير في معادلة بحيث يفسر ذلك المتغير من خلال ارتداداته الزمنية والارتدادات الزمنية للمتغيرات في النموذج. إن نموذج VAR (Vector auto regression) يوضح العلاقة الخطية بين مجموعة من المتغيرات (K من المتغيرات الداخلية) في عينة مختارة مقاسة ضمن الفترة الزمنية نفسها.⁽¹⁾

ويعطى هذا النموذج وفق العلاقة التالية:⁽²⁾

$$\varphi(\beta)y_t = \varepsilon_t \dots\dots (3 - 64)$$

حيث أن:

y_t : سياق عشوائي ذو n بعد، مستقر من المرتبة الثانية؛

⁽¹⁾ صفاء بونس الصفاوي، مزاحم محمد يحيى، (2008): العلاقة بين الأسعار العالمية للنفط، البورو والذهب باستخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR)، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، المجلد 8، العدد 14، الموصل، العراق، ص 21.

⁽²⁾ عثمان نقار، منذر العواد، (2012): استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سوريا، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، دمشق، سوريا، ص 339-340.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

$\varphi(\beta)$: كثير حدود مصفوفي من الدرجة p بمعامل الإبطاء الزمني β يكتب كما يلي:

$$\varphi(\beta) = \phi_0 - \beta\phi_1 - \beta^2\phi_2 - \dots - \beta^p\phi_p \dots (3 - 65)$$

حيث أن: ϕ_0 هي مصفوفة أحادية من الرتبة n .

ε_t : سياق الضجة البيضاء ذو n بعد، مصفوفة تغيراته هي Ω . ويفسر هذا السياق بأنه تجديد للسياق العشوائي y_t .

المطلب الثالث: اختبارات السببية

سوف نحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم السببية وأنواع اختباراتها.

1- تعريف السببية

إن الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية يعتبر من أهم العناصر في تحليل الظواهر الاقتصادية، إلا أن الارتباط بحد ذاته لا يعني وجود سبب ما بين المتغيرات بقدر ما يعبر عن الاقتران زمانا ومكانا، وعلى إثر ذلك يصعب استخدام تلك المتغيرات في تفسير ما يحدث بالمتغيرات المرتبطة معها، بالتالي فإن عدم التعرف الصحيح على العلاقة السببية وتشخيصها يعد مصدرا ممثلا للخطأ. يعد أسلوب السببية منهجا تجريبيا يساعد على اختبار العلاقة بين المتغيرات ومن ثم تحديد اتجاه العلاقة السببية بينهما وبالتالي تحديد المتغير التابع والمتغير المستقل.⁽¹⁾

ويعتبر Granger من الأوائل البارزين الذي أعطى مفهوما للسببية، حيث يعرف العلاقة السببية بين المتغيرات في الاقتصاد على أن التغير في القيم الحالية والماضية يسبب التغير في متغير آخر، أي أن التغير في قيم x_t مثلا الحالية والماضية يسبب التغير في قيم y_t .⁽²⁾ وبطريقة أخرى يقال أن x يسبب y لو أن التنبؤ بقيم y عن طريق القيم السابقة للمتغير x .⁽³⁾

(1) شفيق عريش، عثمان نقار ورولي شفيق إسماعيل، المرجع سبق ذكره، ص 81.

(2) نبيل مهدي الجنابي، كريم سالم حسين، (2011): العلاقة بين أسعار النفط الخام وسعر صرف الدولار باستخدام التكامل المشترك وسببية (Granger)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 1، بغداد، العراق، ص 21.

(3) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، (2005)، المرجع سبق ذكره، ص 689.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

2- اختبارات السببية

2-1- اختبار السببية لـ Granger

يستخدم هذا الاختبار من أجل تحديد اتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة، حيث يظهر اتجاه السببية هل كان أحاديا، أم تبادليا أي أن كلا المتغيرين يسبب الآخر، وقد لا تكون هناك علاقة سببية بينهما. أشار غرانجر إلى أنه إذا كانت هناك سلسلتان زمنيتان متكاملتان فلا بد من وجود علاقة سببية باتجاه واحد على الأقل، وحسب مفهوم Granger فإنه إذا كان المتغير x_t يسبب المتغير y_t فهذا يعني أنه يمكن توقع قيمة y_t بشكل أفضل باستخدام القيم الماضية لـ x_t ، ويتطلب اختبار Granger تقدير العلاقتين التاليتين:⁽¹⁾

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n_1} \beta_1 y_{t-i} + \sum_{i=1}^{n_2} \varphi_i x_{t-i} + \mu_{1t} \quad \dots\dots (3 - 66)$$

$$x_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^{n_3} \omega_i x_{t-i} + \sum_{i=1}^{n_4} \theta_i y_{t-i} + \mu_{2t} \quad \dots\dots (3 - 67)$$

حيث أن:

n_4, n_3, n_2, n_1 هي عدد الفجوات الزمنية لكل متغير تفسيري، بحيث يمكن أن تكون كلها

مختلفة أو تكون متساوية، ثم نقوم باختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \sum_{i=1}^{n_2} \varphi_i = 0$$

$$H_1: \sum_{i=1}^{n_2} \varphi_i \neq 0$$

ومن أجل ذلك يتم حساب إحصائية فيشر:⁽²⁾

$$F^* = \frac{(\sum \hat{\varepsilon}_{1t}^2 - \sum \hat{\mu}_{1t}^2)/n_2}{\sum \hat{\mu}_{1t}^2/(n - k)} \quad \dots\dots (3 - 68)$$

حيث أن:

n : حجم العينة، n_2 : عدد الفجوات الزمنية في حالة المتغير التفسيري x ، k : عدد المعالم

المقدرة في الصيغة غير المقيدة، $n - k$: درجات الحرية للصيغة غير المقيدة.

⁽¹⁾ Jean Christian Lambelet, (2001): Cours de modèles macroéconomique. Disponible sur le site web: www.hec.unil.ch/modmacro/receuil.pdf Consulté le: 07/08/2014

⁽²⁾ Hooi-Hooi Lean, Marwan Halim et Keung Wong Wing, (2000): Bivariate causality between stock prices and exchange rates and stock prices on major Asia countries. Disponible sur le site web: www.baseco.monash.edu/eco/research/papers/2005/1005consulity.pdf Consulté le: 07/08/2014.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

نقوم بمقارنتها مع F الجدولية، عند مستوى معنوية محدودة ودرجة حرية n_2 للبسط و $(n - k)$ للمقام، ومنه:

✓ إذا كانت F^* المحسوبة أكبر من F الجدولية نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، وبالتالي المتغير x يسبب المتغير y .

✓ إذا كانت F^* المحسوبة أكبر من F الجدولية نقبل فرض العدم ونقبل الفرض البديل، وبالتالي المتغير x لا يسبب المتغير y .

مع الإشارة إلى أنه قبل تطبيق هذا الاختبار يجب تحديد عدد درجات التأخر، ويتم ذلك اعتماداً على معياري Akaike و Schwarz، حيث أن اختيار p يتطلب تقدير كل نماذج VAR لفترات إبطاء من 0 إلى h الذي يعتبر الإبطاء الأكبر المقبول بالنسبة للنظرية الاقتصادية، وبحسب هذين المعيارين وفق العلاقتين التاليتين:⁽¹⁾

$$AIC(p) = Ln (\det |\sum e| + \frac{2K^2p}{n}) \dots \dots (3 - 69)$$

$$SC = Ln (\det |\sum e| + \frac{2k^2pLn(n)}{n}) \dots \dots (3 - 70)$$

حيث أن:

K : عدد المتغيرات، n : عدد المشاهدات، p : عدد فترات الإبطاء، $\sum e$: مصفوفة التباين - التباين المشترك المقدر لبواقي النموذج.

ويتم اختيار درجة الإبطاء p التي تحقق أقل قيمة للمعيارين السابقين.

2-2- اختبارات Haugh-pierce للسببية⁽²⁾

يستخدم هذا الاختبار لاختبار الاستقلالية بين سلسلتين زمنيتين، بافتراض أن x_t و y_t تقدر العلاقة بينهما وفق الصيغة التالية:

$$\varphi_{p_1}(\beta)(1-\beta)^{d_1}x_t = \theta_{q_1}(\beta)u_t \dots \dots (3 - 71)$$

$$\varphi_{p_2}(\beta)(1-\beta)^{d_2}y_t = \theta_{q_2}(\beta)v_t \dots \dots (3 - 72)$$

⁽¹⁾ Régis Bourbonnais, (2012): exercices pédagogiques d'économétrie, 2^{ème} édition, Economica: paris, France, p 164.

⁽²⁾ Jean-Marie Dufour, (2000): tests de causalité Disponible sur le site web: mode.cirano.qc.ca/dufourj/web_site/resE/dufour2000CTS_causality_test_F.pdf Consulté le: 08/08/2014.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

ومنه يمكن التعبير عن السببية وفق المعدل $r_{uv}(k)$ الذي يمثل معدل الارتباط الذاتي، يقدر وفق الصيغة التالية:

$$r_{uv}(k) = (\sum_{t=1}^n \hat{u}_t \hat{v}_t + k) / [(\sum_{t=1}^n \hat{u}_t^2)(\sum_{t=1}^n \hat{v}_t^2)]^{1/2} \dots\dots (3 - 73)$$

وإذا كان x_t و y_t مستقلين، مع الأخذ بعين الاعتبار أن: $N_1 < N_2$ ومن خلال معدل الارتباط المتجه الذاتي:

$$r \equiv [r_{uv}(N_1), \dots\dots, r_{uv}(N_2)]'$$

وإذا كان عدد المشاهدات كبير:

$$\sqrt{nr} \sim N[0, I_{N_2 - N_1 + 1}]$$

ومنه:

$$U = n \sum_{k=N_1}^{N_2} r_{uv}(K^2) \sim \chi^2(N_2 - N_1 + 1)$$

3-2- اختبارات السببية لـ Sims

عام 1980 قدم Sims اختبار للسببية، مفاده أنه إذا كانت القيم المستقبلية لـ y_{1t} فإن هذا يعني

أن y_{2t} بسبب y_{1t} ، ويتم تمثيل ذلك رياضياً كما يلي:⁽¹⁾

$$y_{1t} = a_1^0 \sum_{i=1}^p a_{1i}^1 y_{1t-1} + \sum_{i=1}^p a_{1i}^2 y_{1t-1} + \sum_{i=1}^p b_i^2 y_{2t+i} + \varepsilon_{1t} \dots\dots (3 - 74)$$

$$y_{2t} = a_2^0 \sum_{i=1}^p a_{2i}^1 y_{1t-1} + \sum_{i=1}^p a_{2i}^2 y_{1t-1} + \sum_{i=1}^p b_i^1 y_{1t+i} + \varepsilon_{2t} \dots\dots (3 - 75)$$

نقول أن:

y_{1t} لا يسبب y_{2t} إذا تم قبول فرضية العدم التالية:

$$H_0: b_1^2 = b_2^2 = \dots\dots = b_p^2 = 0$$

y_{2t} لا يسبب y_{1t} ، إذا تم قبول الفرضية الصفرية التالية:

$$H_0: b_1^1 = b_2^1 = \dots\dots = b_p^1 = 0$$

⁽¹⁾ Régis Bourbonnais, (2003), op.cit, p 275.

الفصل الثالث: الخلفية النظرية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مع عرض أهم أسس الاقتصاد القياسي.....

خلاصة الفصل

يعتبر النظام المالي أحد المكونات الرئيسية لاقتصاد أي دولة، إذ يزود المجتمع بخدمات أساسية لا يستطيع الاقتصاد أن يعمل دونها. بالرغم من أن جميع الأنظمة المالية قد تؤدي نفس الوظائف، إلا أن الكيفية التي تؤدي بها تلك الوظائف من شأنها أن ترسم معالم الاختلاف بين الأنظمة المالية ومن شأنها كذلك أن تتحكم في درجة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي.

في هذا السياق وجدت عدة نماذج نظرية لتفسير العلاقة بين التطور المالي بصفة عامة وتطور سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، وبين النمو الاقتصادي. بالرغم من اختلاف آراء الاقتصاديين حول دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، من دور إيجابي إلى دور سلبي إلى لا دور له، إلا أنه لا يمكن غض النظر عن الدور الهام الذي يلعبه سوق الأوراق المالية الذي يتسم بدرجة عالية من الكفاءة في زيادة معدلات النمو الاقتصادي من خلال وظائفه الاقتصادية والتمويلية التي من أهمها تشجيع الادخار، تخصيص الموارد، توفير السيولة، المشاركة في تحمل المخاطرة وكذلك تجميع ونقل المعلومات.

وكمهيد للدراسة القياسية التي سيتم القيام بها في الفصل الأخير، تناولنا في هذا الفصل أيضا مفاهيم عامة حول الاقتصاد القياسي والنماذج الانحدارية الخطية المتمثلة في نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وكذلك المشاكل التي تعترضنا عند استخدام هذه النماذج. كما تم أيضا التطرق إلى تحليل السلاسل الزمنية من خلال عرض مفاهيم عامة حول هذه الأخيرة، التكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ، نموذج متجه الانحدار الذاتي واختبارات السببية.

الفصل الرابع:

أثر تطور سوق الأوراق

المالية في النمو الاقتصادي

- دراسة حالة بعض

الاقتصادات الناشئة والجزائر-

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

تمهيد

بعد أن تطرقنا إلى الخلفية النظرية لسوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ومن ثم إلى العلاقة التي تربط بين هذين الأخيرين، كذلك إلى أهم أسس الاقتصاد القياسي. سيتم من خلال هذا الفصل التطرق إلى واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة التي تعتبر من أهم الأسواق الدولية فهي استطاعت أن ترتقي إلى مستوى الأسواق المتقدمة، حيث حققت مستويات أداء جد مرتفعة ساهمت في جذب عدد كبير من المستثمرين الأجانب، ما انعكس إيجابا على اقتصاداتها الوطنية. وذلك راجع إلى عدة عوامل منها ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، سياسات الإصلاح الاقتصادي، إصلاح القطاع المالي، كذلك انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية والتطور التكنولوجي الهائل.

الجزائر وعلى غرار باقي الدول النامية عمدت إلى إنشاء سوق للأوراق المالية، ومن خلال تتبع تطوره نجد أنه وعلى الرغم من مرور عدة سنوات على تأسيسه إلا أن عمله لم يرق إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائه، ويتضح ذلك من خلال مؤشرات أدائه التي تعتبر ضعيفة جدا، ويمكن إرجاع ذلك إلى العديد من المعوقات على عدة مستويات، وهذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث الثاني بعنوان واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

كما سيتم القيام بدراسة قياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر. حيث تم بناء النماذج الاقتصادية لهذه الدراسة اعتمادا على النظريات الاقتصادية المثبتة، حيث أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. ولهذا تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

- واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة؛
- واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر؛
- الدراسة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر.

المبحث الأول: واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة

ظهر في عالم أسواق الأوراق المالية نوع جديد من الأسواق هو أسواق الأوراق المالية الناشئة، التي كانت مركز اهتمام العديد من الاقتصاديين والمختصين في هذا المجال بسبب النجاح الهام الذي حققته من خلال عمليات تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين، وسيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى:

- تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، تصنيفاتها ومراحل تطورها؛
- محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، خصائصها ومؤشرات أدائها؛
- تأثير العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة.

المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة، تصنيفاتها ومراحل تطورها

سوف يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى تعريف الأسواق الناشئة، تصنيفاتها ومراحل تطورها.

1- تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة

تعود كلمة "ناشئة" إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تقوم بالبحث عن مناطق تتمتع بنمو عالي بهدف الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها. والشيء المؤكد أنه ومع مرور الزمن سوف تصبح هذه الأسواق الناشئة مصنفة ضمن قائمة الأسواق المتطورة.⁽¹⁾ وقد أعطيت العديد من التعريفات لأسواق الأوراق المالية الناشئة، أهمها تعريف مؤسسة التمويل الدولية (IFC)⁽²⁾ التي تعرفها على أنها "الأسواق الموجودة في الدول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والنشاط، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم".⁽³⁾

وتعرف أيضا أسواق الأوراق المالية الناشئة بأنها "أسواق البلدان التي تمر اقتصاداتها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق". والطريقة الأفضل لتحديد (تعريف) سوق ناشئ، ضمن هذه

⁽¹⁾ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، (2006): العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، المنعقد يومي 21-22 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 11.

⁽²⁾ IFC: International Finance Corporation.

⁽³⁾ عمر صقر، (2000-2001): العولمة واقتصاديات معاصرة، الدار الجامعية للنشر: الإسكندرية، مصر، ص 106.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الشروط، تفترض الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية. فصفة "ناشئ" إذا ما أطلقت على الاقتصاد فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هائلة. وهذا يستتبع أن فرص الربح بالنسبة للمشروعات، والمردودية بالنسبة للمستثمرين، هي أكثر أهمية من تلك التي يمكن الحصول عليها في الاقتصادات المتطورة.

يطلق مصطلح "الأسواق الناشئة للأوراق المالية" على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد. فحسب شركة standard & poor تصنف الأسواق ضمن الأسواق الناشئة إذا توفرت فيها أحد الشرطين على الأقل:⁽¹⁾

- أن تكون تنتمي لاقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي؛
- أن يكون رأس مال السوق القابل للاستثمار منخفض مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

يقوم البنك الدولي بالاعتماد على مستوى الناتج المحلي الخام للتمييز ما بين الاقتصادات الناشئة والمتقدمة، حيث كان يعتبر الاقتصادات ناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد أقل من العتبة. وهذه الطريقة هي التي كانت معتمدة من طرف شركة S&P في تعريفها للأسواق الناشئة. ولكن بسبب الاعتماد على الدولار لحساب الناتج المحلي الخام للفرد وتأثره بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، أصبحت هذه الطريقة غير ناجعة، وتم إتباع طريقة أخرى متمثلة في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال الثلاث سنوات الماضية بالعتبة التي يحددها البنك الدولي، يكفي أن يكون الناتج المحلي الخام للفرد خلال إحدى السنوات الثلاث الأخيرة أقل من العتبة لكي يدرج ضمن قائمة الأسواق الناشئة.⁽²⁾

كذلك هناك معيار ثاني يتم إتباعه حتى يتم إدراج سوق ضمن الأسواق الناشئة متمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام⁽³⁾، ويقوم هذا المعيار بالتركيز

⁽¹⁾ وسام الملاك، (2003): البورصات والأسواق المالية العالمية - قضايا نقدية ومالية-، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني ومكتبة رأس النبع: بيروت، لبنان، ص 93.

⁽²⁾ سامية زيطاري، (2004): ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص ص 44-45.

⁽³⁾ رأس مال السوق القابل للاستثمار هو رأس مال السوق بعد خصم رأس مال الشركات التي لا يسمح للأجانب للاستثمار فيها.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

على مدى انفتاح السوق للاستثمارات الأجنبية، وبالتالي يعتبر السوق ناشئاً إذا كان لا ينتمي إلى الـ 25% الأولى من الأسواق المصنفة وفق هذا المعيار خلال إحدى السنوات الثلاثة الماضية.⁽¹⁾ يقدر عدد الأسواق الناشئة بـ 38 سوقاً على المستوى العالمي وذلك حسب تقدير الهيئات المالية الدولية، منها 13 سوقاً في قارة آسيا، 12 سوقاً في أمريكا اللاتينية، 7 أسواق في إفريقيا وأوروبا و6 أسواق في الشرق الأوسط.⁽²⁾

2- تصنيف أسواق الأوراق المالية الناشئة

إن مصطلح السوق الناشئ ينطبق سواء على الأسواق المنشأة حديثاً أو على أسواق الأوراق المالية (البورصات) التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث، دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير هام لاقتصادات تلك البلدان.

كذلك فإن أسواق الأوراق المالية الخاصة ببلدان أوروبا الوسطى والشرقية التي أعيد افتتاحها في بداية التسعينات تشكل أيضاً جزءاً من الأسواق الناشئة. هذه الأخيرة التي يمكن تصنيفها إلى ثلاث مجموعات: الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً، الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق والأسواق حديثة النشأة تلك التي تعاني من ركود.

2-1- الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً⁽³⁾

تضم هذه المجموعة أسواق عدة بلدان منها ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلندا... إلخ. تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة منها:

- معدلات التضخم المنخفضة؛
- الاستقرار النسبي في أسعار الصرف؛
- أنظمة مالية ومصرفية متطورة؛
- سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات؛
- تبادل هام في سوق الأسهم؛

⁽¹⁾ سامية زيطاري، المرجع سبق ذكره، ص 45.

⁽²⁾ رشيد بوكساني، (2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 160.

⁽³⁾ وسام ملاك، المرجع سبق ذكره، ص ص 95-96.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

- استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية. تبعا لمعطيات عام 1992، وفيما يتعلق بمبلغ العمليات، تأتي تايوان في المرتبة الخامسة على المستوى العالمي بعد كل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، اليابان وألمانيا. وحجم العمليات في كلا السوقين الفرنسي والسويسري هو قابل للمقارنة مع ذلك الذي تعرفه كوريا الجنوبية أخيرا، إن تبادلات الأوراق المالية تبدو متقاربة في كل من المكسيك، هولندا، أستراليا وإسبانيا.

أما بالنسبة للرسملة السوقية، يأتي في مقدمة الأسواق الناشئة سوق الأوراق المالية بالمكسيك، حيث أن الرسملة السوقية المكسيكية تقارن بتلك التي شهدتها هولندا والنمسا، وتأتي في المرتبة التالية كل من كوريا الجنوبية وتايوان اللتين تتقارب رسملتها السوقية مع الرسملة في إسبانيا، في حين أنهما تتفوقان على كل من بلجيكا، الدانمارك، السويد والعديد من بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية. أسواق هذه المجموعة لا يمكن تشبيهها بأسواق البلدان المتقدمة، حيث لا يزال أمامها مراحل عدة من التقدم يجب أن تتجاوزها، لذلك فهي شديدة الحساسية للظروف الاقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة، على وجه شبه دائم، لتقلبات حادة في الأسعار. بالإضافة إلى أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية...الخ)، لا بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات متعددة الجنسيات.

2-2- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح⁽¹⁾

الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق، هي أسواق الأرجنتين، البرازيل، الهند، نيجيريا والفلبين التي تعتبر حسب مؤسسة التمويل الدولية سائرة باتجاه تحقيق تغيرات نوعية في بنائها وتقنيات عملها، فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق هي قليلة الانتشار، وهذا تحديدا ما يتعلق باختتام ومقاصة المعلومات، بتسليم الأوراق المالية، بنشر المعلومات وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير.

بالإضافة إلى كون هذه الأسواق لم تستطع، لحد الآن، حل بعض مشكلاتها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد، التركيز الهام للمداخيل والثروة، عدم التوازن في المبادلات الخارجية والتطور غير

(1) وسام ملاك، المرجع سبق ذكره، ص ص 96-97.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الكافي للأسواق المالية. إذن بالنسبة لتلك الدول لا يبدو عادة التوجه إلى رؤوس الأموال الدولية في غاية السهولة. لكن على الرغم من ذلك فإن ما أشير إليه يختلف بين بلد وآخر، وعلى وجه عام يمكن القول بأن هذه الأسواق تسير باتجاه الأفضل.

2-3- الأسواق حديثة النشأة أو تلك التي تعاني من ركود⁽¹⁾

في إطار تعريف أكثر شمولاً للأسواق الناشئة، يمكن القول بأن هذا المصطلح ينطبق على أسواق جميع البلدان لا يمكن أن تعتبر اقتصاداتها متقدمة. فإن هذه الأسواق هي أسواق البلدان النامية وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفياتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا. على سبيل المثال، يمكن أن تصنف ضمن هذه المجموعة أسواق ساحل العاج، الأكوادور، غانا، غواتيمالا. ونظراً لعدم وجود حلول لمشكلاتها الاقتصادية، فإن النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام، غير مرضية كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدوداً أيضاً. هذه الأسواق هي إجمالاً في مرحلة نشوء بحيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضعاً، وهذا ما ينعكس بدوره عبر حجم ضعيف للعمليات.

إذن يتبين أنه من الصعب إيجاد خصائص مشتركة بين جميع الأسواق الناشئة. لكن، يبقى البحث عن تحريك أكثر فعالية للموارد معتبراً كأحد الأهداف التي تجمع عليها كافة الأسواق المذكورة إلا أن الصعوبات التي قد تظهر تختلف بالتأكيد من بلد لآخر ونتيجة لذلك، يصبح من الصعب، على هذا الصعيد، صياغة اقتراحات قابلة في تطبيقها للتعميم.

3- مراحل تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة

من خلال متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة تم وضع وحصر مراحل لنمو هذه الأسواق مع الأخذ بعين الاعتبار أن طول كل مرحلة من هذه المراحل يختلف من سوق لآخر وتتمثل هذه المراحل في:⁽²⁾

❖ **المرحلة الأولى:** يتميز السوق الناشئ في هذه المرحلة بكونه يكون أكثر عرضة للتقلبات الشديدة في الأسعار، كذلك قلة عدد الشركات المدرجة وانخفاض عدد الأسهم. أيضاً يكون هناك ارتفاع في درجة التمرکز وانخفاض في مستوى السيولة بالإضافة إلى أن أسعار الأوراق المالية في هذه

(1) وسام ملاك، المرجع سبق ذكره، ص ص 97-98.

(2) عمر صقر، المرجع سبق ذكره، ص ص 107-108.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

المرحلة تتجه إلى الارتفاع مما يجعلها تجذب بعض المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى وهذه المرحلة تمر بها عدة أسواق في إفريقيا مثل: كينيا، زيمبابوي وفي شرق أوروبا مثل: بولندا.

❖ **المرحلة الثانية:** في هذه المرحلة تتميز الأسواق الناشئة بارتفاع في مستوى السيولة ووجود تنوع في الأسهم، كما يتم الشروع في تطوير اللوائح التنظيمية، الشيء الذي يساهم في توفير فرصة أكبر لتحقيق الربح، وبالتالي العمل على جذب عدد أكبر من المستثمرين الأجانب وبالرغم من ذلك يبقى سوق الأوراق المالية صغيرا بالنسبة لاقتصاد الدولة. ومن بين أسواق الأوراق المالية الناشئة التي دخلت هذه المرحلة نذكر: البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

❖ **المرحلة الثالثة:** في هذه المرحلة تصبح الأسواق الناشئة أقل تقلبا، مع زيادة في حجم الأسهم المصدرة وتكون هناك زيادة في التعاملات، وتزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تخصصت بطرح أولى إصداراتها للجمهور، مما يزيد من نجاح الوساطة المالية. أيضا استحداث آليات ووسائل تقوم بحماية المستثمرين في الأوراق المالية وتقليل المخاطر، ومن بين الأسواق التي دخلت هذه المرحلة: الأرجنتين، تركيا، ماليزيا، المجر وتايلندا.

❖ **المرحلة الرابعة:** تصبح الأسواق في هذه المرحلة أكثر نضجا وتطورا، حيث تتميز بارتفاع في السيولة بدرجات عالية وكذلك أنشطة المتاجرة، اتساع نطاق السوق، كذلك انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات التنافسية الدولية. حيث أن أسواق الأوراق المالية في هذه الاقتصادات تعتبر مؤشرا هاما لحالة النشاط الاقتصادي وتعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد هذه الدول. ومن بين الأسواق التي وصلت إلى هذه المرحلة نجد: هونغ كونغ، كوريا الجنوبية، المكسيك، سنغفورة وتايوان.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

المطلب الثاني: محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، خصائصها ومؤشرات أدائها

سوف يتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، الخارجية منها والداخلية، كذلك خصائص هذه الأسواق ومؤشرات أدائها.

1- محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة

أرجع الاقتصاديون والمختصون في مجال الأسواق المالية نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى عدة عوامل منها الخارجية والداخلية.

1-1- المحددات الخارجية

تعرف المحددات أو العوامل الخارجية بعوامل الدفع، وهي تعتبر من أهم العوامل التي ساهمت في نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل فيما يلي:⁽¹⁾

أ- إن أسعار الفائدة تلعب دورا هاما في جذب المستثمرين، وقد أدى انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق الدولية، إلى تحفيز المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات. حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9,8% في أبريل 1989 إلى 2,9% في نوفمبر 1992.

ب- الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال التي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينات.

ج- التغييرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت بهدف تعزيز التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية. وكمثال على ذلك ما قامت به الولايات المتحدة الأمريكية، عندما أصدرت المادة 144 والتي نصت على تسهيل عمليات الإصدار في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بالنسبة للمصدرين الأجانب، وذلك من خلال تخفيف القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، وتبسيط إجراءات التسجيل من أجل تبسيط الانجاز في أسهم رأس المال الأجنبي وكذلك التقليل من مشاكل دفع أرباح

(1) عمر صقر، المرجع سبق ذكره، ص ص 113-116.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الأسهم. إضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي على شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

د- ارتفاع وزيادة التنوع الدولي لمحافظ الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل شركات التأمين وصناديق المعاشات. خاصة أن هذه المؤسسات تمتلك نصيبا متزايدا من الادخار العالمي. حيث أنه عام 1980 ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا والمملكة المتحدة من 4,8% من أصولهم إلى 7,2% من أصولهم عام 1993. وقد قدرت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة حوالي 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

حيث أن أسواق الأوراق المالية لدول أمريكا الجنوبية هي المفضلة للاستثمار بالنسبة للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية، في حين يفضل البريطانيون الاستثمار في الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط، أما المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في اليابان يفضلون الاستثمار في دول جنوب شرق آسيا.

هـ- جذب أسواق الأوراق المالية الناشئة لمزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي، حيث أن احتكاكها واتصالها بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتطورة ساهم في تحسين كفاءتها، حيث أن انتقال التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق أتاح للمستثمرين فرصة الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر.

1-2- العوامل الداخلية

تعرف كذلك العوامل الداخلية بعوامل الجذب لأنها تعمل على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية، ونذكر أهمها فيما يلي:⁽¹⁾

أ- سياسات الإصلاح الاقتصادي: عمدت معظم الدول النامية إلى تطبيق سياسات بهدف إصلاح اقتصاداتها وذلك من خلال :

(1) عمر صفور، المرجع سبق ذكره، ص ص 117-120.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

❖ توفير مناخ اقتصادي ملائم لنمو أسواق الأوراق المالية؛

❖ الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي؛

❖ تحقيق استقرار أسعار الصرف، حيث أن التقلبات التي يتعرض لها سعر الصرف تؤثر سلباً

على تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية؛

❖ تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم؛

❖ تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.

ب- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: من أهم العوامل التي ساهمت في تشجيع المستثمرين

على الاستثمار في الأسواق الناشئة، هي معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصادات الناشئة.

حيث أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو

مرتفعة في المستقبل، حيث تمكنت عدة دول نامية مثل تايلندا، كوريا الجنوبية وإندونيسيا من تحقيق

معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة.

وبسبب التغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية، بعد اتفاقية الأورغواي عام

1993، وما نتج عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فقد حققت عدة اقتصادات ناشئة معدلات نمو

أعلى من الدول المتقدمة نظراً لما تتمتع به هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة

في الطلب المحلي.

وبالتالي، فإن الزيادة في حجم الاستثمارات الناشئة، والتي تتراوح بين 5% و8% سنوياً،

أصبحت هذه الأسواق تشكل بيئة ملائمة جداً، تمكن المستثمرين من تحقيق أرباح مؤكدة. حيث يتوقع

المختصين في هذا المجال أنه بحلول عام 2040، ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة

استثمارية دولية عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في أمريكا الجنوبية وآسيا.

ج- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية: كذلك من العوامل التي ساهمت في نمو أسواق

الأوراق المالية الناشئة هي حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في الاقتصادات الناشئة وذلك

من خلال:

❖ تحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الائتمان الموجه؛

❖ وضع البنية الأساسية لتعميق أسواق الأوراق المالية؛

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

❖ العمل على إدخال صكوك مالية جديدة؛

❖ تبسيط إجراءات قيد الشركات، تخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات. وكمثال على ذلك فقد ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة.

د- أصدرت العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، وتم تكوين لجان مختصة تشرف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وكذلك استخدام آليات خاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين. وهذا ما أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

هـ- اتبعت هذه الدول برامج تخصيص شركات الأعمال للقطاع العام، ونقلت ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص. حيث بينت الإحصائيات أن أكثر من 80 دولة على مستوى العالم قامت بخصوصية القطاع العام، إذ أنه خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى سنة 1992 تم خصخصة أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام. وقد استطاعت أكثر من 450 شركة مقيدة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من ربح أكثر من 28 مليار من خلال إصدار الأسهم سنة 1992.

2- خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة

هناك تباين في الخصائص التي تميز أسواق الأوراق المالية الناشئة، فهي تختلف من دولة لأخرى، ولكنها تشترك في عدة ميزات، ومن حيث المبدأ تتمحور حول:

2-1- الخطر والمردودية

إن الخطر الذي يترتب عن استثمار ما، في أصل مالي، يتوضح في العادة عن طريق الفارق المعياري للمردوديات الذي يلاحظ خلال فترة زمنية. واستنادا إلى النظرية المالية الحديثة، فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر حدة.⁽¹⁾

(1) وسام الملاك، المرجع سبق ذكره، ص 104.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

2-1-1- الخطر الناجم عن الاستثمار في أصل مالي⁽¹⁾

بسبب ضعف الرسملة وقلة السيولة في أسواق الأوراق المالية الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سنداتهم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، سواء نحو الارتفاع أو الانخفاض على حد سواء. فإن هذه الأسواق شديدة الحساسية على بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد (وكمثال على ذلك، الأثر البالغ الذي تسببت فيه تقلبات أسعار البترول على أسعار بورصة فنزويلا والتي ازدادت شدتها سبعة أضعاف عند اندلاع حرب الخليج الثانية عام 1991)، بالإضافة إلى أن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق تشكل أيضا عوامل مهمة لعدم استقرار الأسعار (وفي هذا الإطار يمكن ذكر الارتفاع الحاد للسوق الفنزويلية فور الإعلان عن الانقلاب الفاشل على حكم H.Chavez في أبريل 2002).

إن تقلب أسعار القيم في سوق الأوراق المالية هو أداة قياس كمية تجمع بين المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة: الخطر المرتبط بآفاق النمو الاقتصادي وبنائج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف...إلخ.

أما خطر السيولة فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فإن خروج رؤوس الأموال قد تكون له آثار جد مهمة على تطور مؤشر السوق المحلي. وخير مثال على ذلك، ما حدث في ماليزيا عندما انخفض حجم الصفقات اليومية عام 1993 من 5 مليار دولار إلى 500 مليون دولار عام 1994، نتيجة سحب بعض رؤوس الأموال الأمريكية. كذلك إثر الأزمة المكسيكية عام 1995، انخفضت الرسملة السوقية للمكسيك من 130 مليار دولار عام 1994 إلى أقل من 79 مليار دولار عام 1995.

بالإضافة إلى خطر التقلب، هناك خطر آخر مقتصر حصرا على الأسواق الناشئة، وهو راجع إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات وإلى الحماية غير الكافية المتوفرة للمستثمرين، وإلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، وكذلك غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم وعنصر الحماية فيما يخص الاحتفاظ بالأوراق المالية.

(1) وسام الملاك، المرجع سبق ذكره، ص ص 104-105.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

2-1-2- المردودية المرتفعة في أسواق الأوراق المالية الناشئة⁽¹⁾

إن الفارق المعياري للمردوديات أو ما يعرف بالـ "Volatilité" الذي يميز أسواق الأوراق المالية الناشئة يقابل عادة بزيادة في المردودية. هذه الأخيرة التي يتم توضيحها عن طريق معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد وعبر الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات.

وفي هذا السياق، ينبغي عدم المزج بين مؤشر "IFCI"⁽²⁾ والمؤشر "IFCG"⁽³⁾. هذا الأخير الذي يمثل تقريبا ما بين 60% و 75% من الرسملة السوقية لمختلف الأسواق، أي أن الـ "IFCG" لكل من الأسواق يمثل ما بين 60% و 75% من الرسملة السوقية الإجمالية للسوق المعني. أي أن "IFCI" هو جزء من الـ "IFCG"، ويتكون فقط من أوراق مالية قابلة لأن تتداول من قبل مستثمرين أجنبى. وإن مؤشر الـ "IFCI" في "Emerging Market Composit" أظهر معدل مردودية سنوي وسطي يساوي 24,39% خلال الفترة التي تتراوح ما بين ديسمبر 1990 وديسمبر 1994.

بالإضافة إلى ذلك، فإن مردوديات أسواق الأوراق المالية الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة، وأحيانا سلبية، مع مردوديات أسواق الأوراق المالية المتطورة. وقد أثبتت العديد من الدراسات الميدانية أن وجود أوراق مالية متداولة في الأسواق الناشئة، في محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين، يقلص خطر تلك المحفظة ويرفع أيضا من مردوديتها. وهذا يرجع جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحد ذاتها من جهة، وبينها وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

2-2- سيولة السوق ودرجة تركزه⁽⁴⁾

إن سيولة السوق وتركزه يتضحان من خلال عدة عوامل أهمها: حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة السوقية والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكبر حجما في تلك الرسملة. إن التركيز على وجه عام هو أكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذا ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة. وإذا كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى حوالي

⁽¹⁾ وسام الملاك، المرجع سبق ذكره، ص 106.

⁽²⁾ IFCI: International Finance Corporation Investable.

⁽³⁾ IFCG: International Finance Corporation Global.

⁽⁴⁾ المرجع نفسه، ص 107.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

13% من الرسملة الإجمالية في السوق. حيث أن هذه النسبة ترتفع حوالي 35% في السوق الإندونيسي، وإلى حوالي الـ 80% في السوق الفنزويلي.⁽¹⁾

2-3- تنظيم السوق⁽²⁾

تتضح أهم ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال ما يلي:

❖ الاستخدام الواسع للمعلوماتية سواء في انجاز العمليات أو في كل الأعمال الإدارية والتنظيمية الأخرى؛

❖ النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات؛

❖ المهل القصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية؛

❖ اطلاع المستثمرين على وضعية السوق وفعالية إجراءات الرقابة؛

❖ استخدام أحدث تقنيات وبرامج المعلوماتية؛

❖ قدرة السوق على استخدام كافة الأدوات المالية الحديثة...إلخ.

2-4- بعض الخصائص الأساسية الأخرى لأسواق الأوراق المالية الناشئة

إضافة إلى ما تم ذكره سابقا من خصائص، تتميز الأسواق الناشئة بدرجة انفتاح دولي أدنى من تلك التي تعرفها الأسواق المتطورة، كذلك يعتبر مستوى الادخار الوطني في بلدان تلك الأسواق غير كاف، إذا ما قورن مع حاجات الاقتصاد التمويلية. علاوة على ما تقدم، فإن العديد من الأسواق الناشئة تفرض قيودا نسبية على المستثمرين الأجانب لكي تحد من سيطرة هؤلاء على المشاريع الوطنية. يشار أخيرا إلى الحافز الذي يشكله تحديث التشريعات الضريبية في تطوير البورصات المحلية وفي تنشيط الاستثمارات الأجنبية.

2-4-1- درجة انفتاح السوق⁽³⁾

تقيم درجة انفتاح الأسواق من خلال عدد الشركات الأجنبية المسعرة فيها من ناحية، والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من ناحية أخرى. فالأسواق الناشئة هي إلى حد بعيد أقل تدويلا من تلك المتطورة.

(1) وسام الملاك، المرجع سبق ذكره، ص 108.

(2) المرجع نفسه، ص 108.

(3) المرجع نفسه، ص ص 114-115.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

في عام 1995، كان المستثمرون الأجانب خلف 25% من العمليات في إندونيسيا و 20% من العمليات في المكسيك.

إن الأسواق تظهر ميلا باتجاه فرض قيود على الأجانب للحد من حيازتهم للأوراق المالية المحلية، والعديد من البلدان فرضت حدودا قصوى على هذه الحيازة، ففي الهند يصل هذا السقف إلى 51%، أما في إندونيسيا فقد حدد عند 49%، كما توجد أيضا هوامش لهذا السقف تتراوح تبعا لنموذج الأوراق بين 25% و 50% في تايلندا وبين 5% و 49% في قبرص. كذلك فإن كلا من كوريا الجنوبية وتايوان تطبق قواعد شديدة التقييد على هذا الصعيد. هناك ثلاثة نماذج أساسية من القيود القانونية والمؤسسية التي تحد من إمكانية الاستثمار:

❖ الحد الأقصى لدرجة مشاركة الأجانب المسموح به في السوق؛

❖ القيود على ملكية الأجانب للشركات؛

❖ القواعد التي تحكم تحويلات المستثمرين الأجانب بالعملة الصعبة لأرباحهم ورؤوس

أموالهم.

من وجهة نظر المستثمر الأجنبي، لا يبقى الدخول إلى الأسواق الناشئة منسوبا بالحدز طالما أنه يحدث في ظل قيود على الملكية وعلى التحويلات بالعملة الصعبة، أي في ظل عدم تحرير الأسواق باتجاهي الداخل والخارج، على حد سواء. يهدف تحرير الأسواق بالدرجة الأولى إلى تسهيل دخول رؤوس الأموال الأجنبية المخصصة للتوظيف المالي. لكن لكي يتحقق هذا المبتغى يجب أن تبذل جهود حثيثة في اتجاهات عدة، إذ يتوجب بالدرجة الأولى أن تحقق القيود على تحويل الأرباح، كذلك يفتضي أيضا السماح للأجانب بالاستثمار بحرية في الأسواق المالية. أخيرا يفترض أن توفر للأجانب إمكانية تقديم خدمات مالية تنافس تلك التي تقدمها المؤسسات المحلية.

لكن فيما يتعلق بهذه النقطة الأخيرة، تتوجس السلطات عادة من عدم قدرة المؤسسات المحلية الفنية على الصمود أمام منافسة كبار المصارف الدولية. وهذا القلق يبدو مبررا إلى حد بعيد، طالما أن تطوير النظام المالي يرتكز بالدرجة الأولى على وجود مؤسسات مالية محلية متطورة قادرة على النهوض بهذا العبء. وفيما يتعلق بالإصلاحات الداخلية في النظام المالي، فهذه الأخيرة يجب أن

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

تسمح لمعدلات الفائدة بأن تتقلب بسهولة أكبر وللمصارف بأن تتمتع بمزيد من الاستقلالية، فمعدلات الفائدة تعكس التوازن بين العرض والطلب على النقد الوطني.

2-4-2-2 مستوى الادخار الوطني

تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق ناشئة من نقص في مستوى ادخارها الوطني، بالمقارنة مع حاجاتها التمويلية. بالتأكيد هناك بعض الاستثناءات فيما يتعلق بأسواق آسيا التي تعتبر فيها معدلات الادخار من ضمن المعدلات الأكثر ارتفاعا في العالم. كذلك فإن بعض أسواق أمريكا اللاتينية، وخصوصا الشيلي، كانت قد رفعت معدلات ادخارها الوطني المخصص لتمويل اقتصاداتها عبر إنشاء صناديق للتقاعد. فالادخار المحلي المستثمر في البورصة هو عنصر إيجابي في أداء الاقتصاد لأنه المؤشر على مشاركة المواطنين في تفعيل اقتصادهم وعلى الثقة بالسياسة الاقتصادية المطبقة، هذه الثقة سوف تعود لتنعكس بدورها إيجابا على المستثمرين الأجانب.

إن الأسواق المالية التي تنعكس بأكبر قدر من الاستقرار المالي والتي تعتبر مردوديتها الأقل تقبلا، هي تلك التي تكون فيها معدلات الادخار الوطني نسبيا مرتفعة والاستثمارات المباشرة هامة. كلما ازدادت أهمية المبالغ المستثمرة بأسهم وسندات في الأسواق الناشئة من قبل مستثمرين محليين، كلما أصبح تقلب السوق يعزى أقل إلى تدفقات وسحوبات رؤوس أموال المستثمرين الأجانب. في هذه الحالة، يصبح نمو السوق مستمرا وينجم عنه خلق فرص فوائض قيمة للمستثمرين.

2-4-3-3 إدارة المشروعات

يلاحظ في معظم الأسواق الناشئة أنه لا تتاح لجميع المساهمين إمكانية العضوية في مجالس الإدارة أو أيضا المشاركة الدائمة في جميع قراراتها. من جهة أخرى لا يشارك المستثمرون المؤسسيون الأجانب دائما في القرارات المشار إليها، وهذا ما يفسر ولو جزئيا التقلبات التي تطرأ على رؤوس الأموال. إن فرض القيود النسبية على المستثمرين الأجانب، من قبل الأسواق الناشئة، يهدف بطبيعته إلى وضع حد لإشراك المستثمرين غير المقيمين في إدارة المشروعات المحلية. هذه القيود تتعلق بالنسبة المئوية القصوى لمساهمة المستثمرين الأجانب في رأس المال، وأحيانا يمنع على هؤلاء الآخرين الاستثمار في بعض القطاعات، يشار أخيرا إلى أن بعض البلدان تقوم بإصدار أسهم مخصصة لغير المقيمين لا تتمتع بحق التصويت.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

2-4-4- التشريعات الضريبية

التشريع الضريبي الملائم يشكل عنصرا أساسيا لتطوير البورصات الوطنية ولتنشيط الاستثمارات الأجنبية بالأوراق المالية المحلية. ومن أجل استقطاب المستثمرين الأجانب، وضعت معظم الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة. هذه التشريعات تتعلق بشكل أساسي، بالضريبة المفروضة على فائض القيمة في رأس المال والضريبة على أرباح الأسهم الموزعة.

3- مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة

3-1- مؤشر حجم السوق

إن مؤشر حجم السوق يعكس مدى قدرة السوق على جذب المستثمرين المحليين والأجانب، ويندرج تحته مؤشران هما:

3-1-1- مؤشر معدل رسملة السوق

كما تطرقنا سابقا فإن مؤشر معدل رسملة السوق يستخدم لقياس حجم السوق الكلي، وهو يعتبر مقياسا مناسباً لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على مستوى الاقتصاد الكلي، على الرغم من أن عوامل أخرى مثل الضرائب قد تغير حوافز إدراج أسهم الشركات في السوق.

الجدول رقم (6): تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة⁽¹⁾ خلال

الفترة (1999-2012)

الوحدة: %

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
MCAP	77,68	61,64	59,27	56,64	74,56	83,14	95,31	99,61	132,24	82,95	90,43	101,03	76,09	89,23

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 28/06/2014.

حيث أن: MCAP يمثل معدل رسملة السوق في المتوسط.

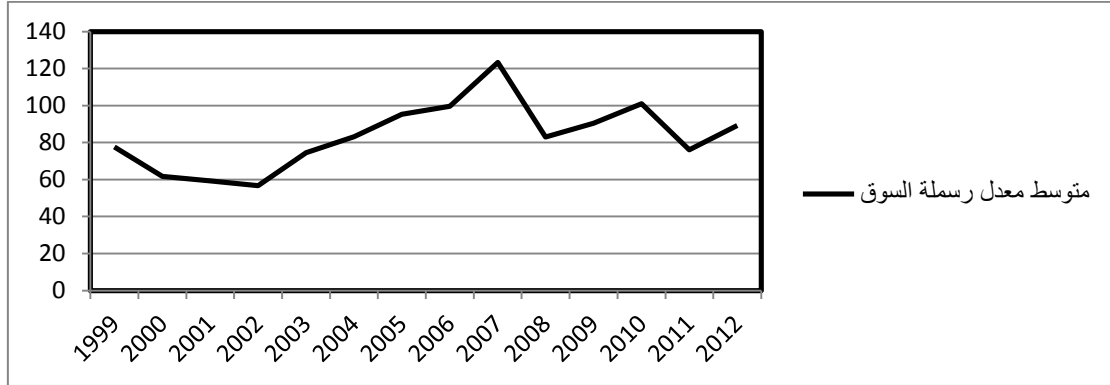
والشكل رقم (1) يوضح تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

خلال الفترة (1999-2012).

⁽¹⁾ تتمثل أسواق الأوراق المالية الناشئة المختارة في: الأرجنتين، البرازيل، الشيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو، فنزويلا، الصين، كوريا الجنوبية، الفلبين، تايلندا، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، سنغفورة، هونغ كونغ، تركيا، الأردن، مصر.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الشكل رقم (1): تطور متوسط معدل رسملة السوق لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال
الفترة (1999-2012)



المصدر: من إعداد الباحثة.

استطاعت الأسواق المالية الناشئة أن تحقق معدلات جد مرتفعة فيما يتعلق بمعدل رسملة السوق، فافتت في معظم الأحيان المعدلات المحققة في الأسواق المتقدمة. حيث قدر متوسط معدل رسملة السوق في العينة المختارة من الأسواق الناشئة حوالي 77,68% عام 1999. ثم انخفضت خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2002، حيث قدر خلال هذه الأخيرة بـ 56,64%، ثم أخذ يرتفع تدريجيا خلال الفترة 2003 إلى غاية 2007، حيث قدر خلالها بـ 132,24%، خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2012 أخذ ينخفض ويرتفع، فقد قدر سنة 2012 بـ 89,23% ويمكن إرجاع هذا التراوح بين الانخفاض والارتفاع إلى إدراج وانسحاب الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

3-1-2- مؤشر عدد الشركات المدرجة

الجدول رقم (7): تطور متوسط عدد الشركات المدرجة لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال
الفترة (1999-2012)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
متوسط عدد الشركات	703	725	721	726	766	727	739	732	740	755	726	781	808	818

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté: 28/06/2014.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

يعتبر مؤشر عدد الشركات المدرجة من أهم معايير تصنيف الأسواق، وكما تطرقنا سابقا يعتبر هذا المؤشر من أهم العوامل المساهمة في جذب المستثمرين الأجانب. يلاحظ من خلال الجدول رقم (7) أن متوسط عدد الشركات المدرجة في بعض أسواق الأوراق المالية الناشئة المختارة مرتفع كثيرا، حيث قدر بـ 766 شركة عام 2003، 781 شركة عام 2010 و 818 شركة عام 2012 وهذا يدل على كبر حجم أسواق الأوراق المالية الناشئة.

3-2- مؤثر سيولة السوق

تمثل سيولة السوق سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فهذا الأخير يتحسن بزيادة سيولة السوق. وبشكل محدد، وكما أشرنا سابقا هناك مؤشرا لقياس سيولة السوق: مؤشر معدل قيمة التداول ومؤشر معدل الدوران.⁽¹⁾

3-2-1- مؤشر معدل قيمة التداول

الجدول رقم (8): تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال

الفترة (1999-2012)

الوحدة: %

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
TVTR	40.32	47.57	29.30	27.92	33.53	35.86	47.30	52.67	88.92	91.64	88.96	84.07	74.89	56.92

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté: 28/06/2014.

حيث أن: TVTR يمثل معدل قيمة التداول في المتوسط.

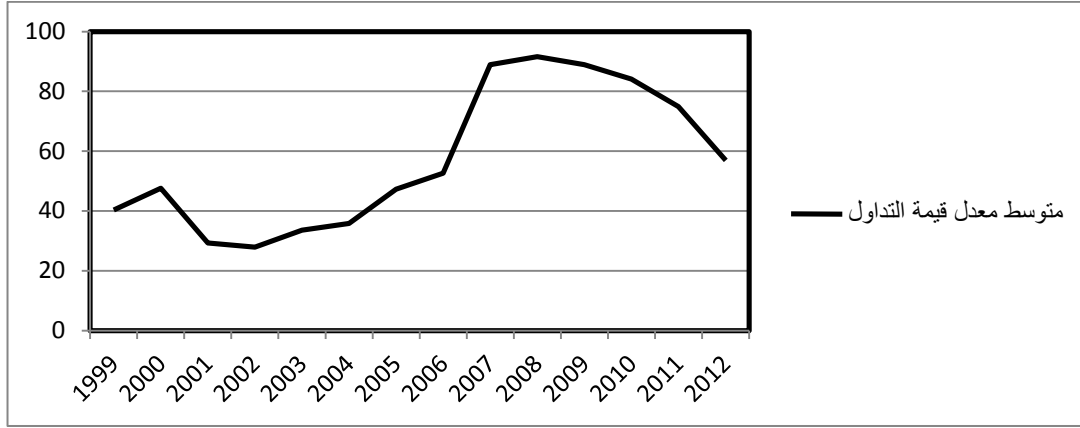
والشكل رقم (2) يوضح تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة

خلال الفترة (1999-2012).

⁽¹⁾ إيمان عبد المطلب، (2011): مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 23، تكريت، العراق، ص 120.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الشكل رقم (2): تطور متوسط معدل قيمة التداول لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة
(2012-1999)



المصدر: من إعداد الباحثة.

عرف نشاط التداول في أسواق الأوراق المالية الناشئة كم هو مبين في الجدول (8) ارتفاعا كبيرا فاق المعدلات المحققة في الأسواق المتقدمة. حيث قدر متوسط معدل قيمة التداول في الأسواق الناشئة المختارة حوالي 40,32% عام 1999، ثم أخذ يرتفع وينخفض خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2012، حيث قدر خلال هذه الأخيرة بـ 56,92%.

3-2-2- مؤشر معدل الدوران

الجدول رقم (9): تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة
(2012-1999)

الوحدة: %

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
TRR	67,12	77,09	60,18	59,88	56,41	52,66	56,04	54,97	66,54	65,60	81,30	64,36	62,90	51,46

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

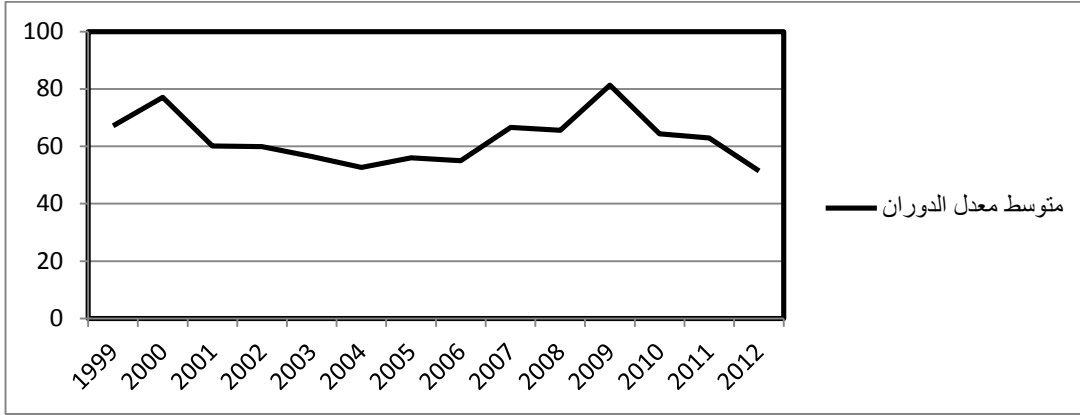
www.worldbank.org Consulté: 28/06/2014.

حيث أن: TRR يمثل معدل الدوران في المتوسط.

والشكل رقم (3) يوضح تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2012-1999).

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الشكل رقم (3): تطور متوسط معدل الدوران لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة (2012-1999)



المصدر: من إعداد الباحثة.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (9) أن متوسط معدل الدوران في أسواق الأوراق المالية الناشئة المختارة مرتفع خلال الفترة (2012-1999)، حيث أن أعلى معدل تم تسجيله كان عام 2009، حيث قدر بـ 81,30%، وهي نسبة مرتفعة مقارنة مع باقي الأسواق الدولية.

المطلب الثالث: تأثير العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة

إن الكثير من التغيرات والتطورات والدراسات والظواهر المتعلقة بالعولمة لها أثر على نطاق واسع على أسواق الأوراق المالية لأي دولة من دول العالم، وسوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى مدى تأثير العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة.

1- العولمة المالية

تعتبر العولمة المالية من أهم مظاهر العولمة الاقتصادية، وتمثلت بالتشابك والترابط شبه الكامل بين الأنظمة المالية والنقدية لمختلف الدول، وقد بدأت بإجراءات تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وإزالة القيود أمام حركة رأس المال.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

1-1-1 مفهوم العولمة المالية وعوامل ظهورها

1-1-1-1 مفهوم العولمة المالية

تعرف العولمة المالية على أنها " الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي، مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال " (1).

يعرفها "دومنيك بليون" على أنها " مخطط لإقامة سوق شامل لرؤوس الأموال، تختفي في ظلّه كل القيود الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات السلعية والمالية، وذلك بهدف تحقيق تخصيص أمثل لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر " (2).

ويمكن الاستدلال عن العولمة المالية بمؤشرين هما: (3)

➤ المؤشر الأول: يتمثل في تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة؛

➤ المؤشر الثاني: يتمثل في تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي.

1-1-2 عوامل ظهور العولمة المالية

هناك العديد من العوامل التي ساهمت في ظهور العولمة المالية وتطورها، نذكر منها ما يلي:

❖ تنامي الرأسمالية

إن النمو الكبير الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول المالية والتمثل في صناعة الخدمات المالية المصرفية وغير المصرفية، لعب دورا هاما في إعطاء دفعة لمسيرة العولمة المالية. فأصبحت معدلات الربح التي يحققها الاستثمار في الأصول المالية تزيد بعدة أضعاف عن المعدلات التي يحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي (4).

(1) عبد المطلب عبد الحميد، (2001): العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص 5.

(2) Dominique Plihon, (1997): Les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au-delà des mythes, édition Casbah, Alger, p 68.

(3) رمزي زكي، (1999): العولمة المالية، دار المستقبل العربي: القاهرة، مصر، ص ص 80-81.

(4) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص 20.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

وعلى المستوى العالمي، إن استثمار رؤوس الأموال في الأصول المالية له دور رئيسي نظرا لما يقدمه من موارد مالية من قروض واستثمارات مالية بشروطه الخاصة، خاصة بعد الانخفاض الملحوظ الذي حدث في حجم التدفقات المالية الرسمية والحكومية، وكذلك في المنح والمعونات التي كانت تقدم من قبل البلدان الصناعية المتقدمة والمنظمات الدولية متعددة الأطراف.⁽¹⁾

وقد ارتبط هذا النمو الهائل للرأسمالية بظهور "الاقتصاد الرمزي"، وهو اقتصاد تحركه رموز ومؤشرات الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تنتقل بين أيدي المستثمرين داخل الحدود الوطنية وعبر الحدود دون قيد أو عائق.

بعبارة أخرى هو اقتصاد تحركه مؤشرات البورصات العالمية (مؤشر داو جونز، نيكاي، داكس... إلخ) وتؤثر فيه أية تغييرات تطرأ على أسعار الفائدة، أسعار الصرف الأجنبي، موازين المدفوعات، معدلات البطالة والمستويات العامة للأسعار. كما أنه يتأثر بالشائعات والعوامل النفسية وبالبيانات الصادرة عن المسؤولين الماليين ومحافظي البنوك المركزية.⁽²⁾

❖ عجز الأسواق المالية عن استيعاب الفوائض المالية

حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية ناجمة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها فاتجهت إلى الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى. وللدلالة على حجم هذه الفوائض التي تتساب إلى الأسواق المالية المختلفة يكفينا أن نشير إلى أن المؤسسات المالية غير المصرفية في مجموعة الدول السبع الرئيسية قد قامت عام 1995 بإدارة أصول مالية تزيد قيمتها عن 20 ترليون دولار أمريكي، وهو يمثل 110% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ونحو 90% من إجمالي حجم الأصول التي يملكها الجهاز المصرفي في هذه الدول، كما أنه يزيد عن نصف قيمة الأسهم والسندات المتداولة فيها.⁽³⁾

ورغم أن ظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية هي ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي، وأنه منذ المراحل الأولى لتطور النظام الرأسمالي، بدأ الاستثمار المالي في الأسواق الخارجية، إلا أن الجديد هو تزايد حجم هذه الاستثمارات، تنوع الأدوات المالية المتداولة، ارتباط الأسواق المالية في

(1) رمزي زكي، المرجع سبق ذكره، ص 86.

(2) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 20-21.

(3) المرجع نفسه، ص 21.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

مختلف دول العالم والاستقلالية التامة التي تتحرك بها الأموال بعيدا عن متطلبات حركة التجارة الدولية.(1)

❖ ظهور ابتكارات الهندسة المالية

ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي أخذت تجتذب العديد من المستثمرين ولم تقتصر على الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) المتداولة في الأسواق، علما أن تلك الابتكارات في الهندسة المالية تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتي كانت استجابة لحدة المنافسة بين المؤسسات المالية التي دخلت حديثا إلى سوق الأوراق المالية، وقد استخدمت تلك الابتكارات الجديدة من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة علاوة على كونها استجابة للاضطرابات التي سادت سوق الصرف الأجنبي بعد تعويم أسعار صرف للعملات وأسعار الفائدة، وأهم تلك الأدوات هي المشتقات المالية بأنواعها.(2)

❖ التقدم التكنولوجي

إن التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات والمعلومات ساهم مساهمة كبيرة في دمج وتكامل الأسواق المالية، حيث تم إلغاء كل الحواجز بين الدول، وانخفضت تكلفة الاتصالات السلكية واللاسلكية وعمليات المحاسبة إلى درجة كبيرة. وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر وفي زيادة الروابط بين مختلف الأسواق المالية.(3)

❖ التحرير المالي المحلي والدولي

إن التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتبطت ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي والدولي. وقد ازداد معدل نمو هذه التدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، مع السماح بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية واستخدامها في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية.

(1) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص 21.

(2) حسن كريم حمزة، المرجع سبق ذكره، ص 40.

(3) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص 22.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

❖ إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية

على مدى العقدين الماضيين، حدثت هناك عدة تغييرات في صناعة الخدمات المالية، بحيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية، وفي هذا الصدد نشير إلى ما يلي: (1)

✓ توسعت البنوك في نطاق أعمالها المصرفية، على الصعيد المحلي والدولي، فأصبحت تقوم بأعمال لم تكن تقوم بها من قبل في ضوء عمليات التحرير المالي التي اقتضت تخفيف، أو في بعض الحالات إلغاء القيود التي كانت تحد من نشاطها، وهو الأمر الذي ترتب عليه تنوع مصادر رؤوس أموال البنوك وطرق استخداماتها.

✓ دخلت المؤسسات المالية المصرفية، مثل شركات التأمين، صناديق المعاشات، صناديق الاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية، مما يدل على تراجع دور البنوك في مجال الوساطة.

❖ تطور أسواق عملات الأورو الدولية

يشير مصطلح سوق عملات الأورو إلى سوق العملات المقومة بعملات دول محددة، ولكنها تودع خارج حدودها المحلية، يتمتع بالتحديد سوق الأورو - دولار من بين هذه الأسواق، بالحرية وعدم خضوعها للقيود التي يتم فرضها من طرف السلطات النقدية الوطنية. وقد تطورت هذه الأسواق بفعل عدة عوامل منها: (2)

- قامت معظم الدول الأوروبية بإعلان قابلية عملاتها للتحويل؛
- قامت الدول الشيوعية بإبان الحرب الباردة بإيداع أرصدها بالدولار في البنوك الأوروبية وخاصة بنوك لندن؛
- اضطراب ميزان المدفوعات الأمريكي ووضع حدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع بالدولار؛
- في فترة السبعينات ارتفعت أسعار البترول وازدادت الفوائض المالية الدولارية للدول المصدرة للنفط، وتم إيداعها في أكبر المراكز المالية بأوروبا؛

(1) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 24-25.

(2) صالح مفتاح، (2002): العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2، بسكرة، الجزائر، ص ص 4-5.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

- انخفاض تكلفة الائتمان في سوق الأورو- دولار مقارنة مع باقي الأسواق، مع عدم وجود أية قيود تنظيمية أو رقابية على المعاملات التي تتم في هذا السوق.

❖ تطور أسواق السندات الدولية

تحتل أسواق السندات الدولية مركزا ذي أهمية كبرى في مجال الاستثمارات المالية الدولية، حيث تعتبر أداة استثمارية طويلة الأجل، تساهم في إعادة توزيع المدخرات المتوافرة عالميا على كل المقترضين في العالم. كما توفر عائدا مضمونا مع مستوى متدني من المخاطر، كما أنها ذات سيولة مرتفعة بالرغم من طول أجال استحقاقها.⁽¹⁾

1-2-1- مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية⁽²⁾

1-2-1- الترابط بين البورصات

يتم ربط البورصات ببعضها البعض عن طريق عدة أساليب، ومن بينها:

➤ الربط الحاسوبي للبورصات، وذلك يتطلب وجود شبكة من الحواسيب الالكترونية في الأسواق، حتى يتم ربط شبكة نقل المعلومات لكل سوق بالشبكة العالمية؛

➤ يلعب الوسطاء الماليون دورا هاما في ربط البورصات، ويتم ذلك عن طريق وجود فروع لهذه الشركات في مختلف دول العالم ووجود ممثلين للبورصات العالمية في مختلف الأسواق وقيامهم بالتسجيل فيها؛

➤ الربط بمحفظة الاستثمار الدولية، وذلك من خلال تكوين محافظ استثمارية تحتوي على أوراق مالية لعدة دول؛

➤ يتم الربط بين البورصات أيضا من خلال توحيد السياسات المالية بين مختلف الأسواق، فيما يتعلق بسياسة الاستثمار وقوانين شركات المساهمة وغيرها.

1-2-2-1- عولمة الأسهم والسندات

إن اختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات واختلاف معدلات الفائدة وآجال استحقاق السندات، ساهم في توفير فرص جيدة لأصحاب الشركات بإصدار سنداتهم على المستوى الدولي ضمن وجود شروط جيدة. كذلك إن ميل المستثمرين للتعامل بالأوراق القابلة للتفاوض مكن

(1) صالح مفتاح، المرجع سبق ذكره، ص 5.

(2) رشيد بوكساني، المرجع سبق ذكره، ص 138-140.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

المصارف الدولية من الإصدار الدولي للأوراق القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وتم اجتياز هذه المرحلة بعد إنشاء سوق الأورو - أسهم عام 1983.

1-2-3-1- تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية

إن التقدم الهائل في عالم الاتصالات والمعلومات ساهم في تقدم عولمة أسواق الأوراق المالية، حيث يوجد سوق مالي عالمي يضم أغلب المراكز المالية الموجودة في العالم ويتم الربط بينها عن طريق آليات تكنولوجيا المعلومات، ومن أهمها: النظام الإلكتروني لتحويلات المالية بين البنوك، النظام الأوتوماتيكي للمقاصة، نظام الاتصالات عبر البنوك والبورصات العالمية ونظام التلكس.

1-3-1- آثار العولمة المالية على أسواق الأوراق المالية

1-3-1-1- الآثار الإيجابية

❖ تساهم العولمة في زيادة معدلات النمو الاقتصادي من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية، وبالتالي يؤدي هذا إلى تخصيص جيد للموارد المالية. كما بينت العديد من الدراسات الحديثة دور أسواق الأوراق المالية في تمويل المؤسسات بالمساهمات برؤوس الأموال في دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، حيث توفر فرصة للمؤسسات والدول بتعويض التمويل بالقروض بالتمويل بمساهمات في رأس المال للمؤسسات، وبالتالي يتم تقادي مخاطر تقلبات الإيرادات أو زيادة معدلات الفائدة.⁽¹⁾

❖ تساهم العولمة المالية في جعل أسواق الأوراق المالية تقوم بدور القائد في توجيه الادخارات الأجنبية وتوفير موارد مالية بالعملة الأجنبية للدول دون اللجوء إلى الافتراضات الخارجية.⁽²⁾

❖ تساهم العولمة المالية في زيادة فعالية وأداء أسواق الأوراق المالية المحلية من خلال تحفيز الاستثمارات الأجنبية، كما أن احتكاك المستثمرين المحليين مع المستثمرين الأجانب ذوي الخبرات العالية في مجال الاستثمار يسمح بنقل الكثير من التقنيات والخبرات التي تساعد في تطوير أداء الأنظمة المالية الوطنية.⁽³⁾

(1) هالة حلمي السعيد، المرجع سبق ذكره، ص 53.

(2) صالح مفتاح، المرجع سبق ذكره، ص 8.

(3) ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، المرجع سبق ذكره، ص 10.

1-3-2- الآثار السلبية

بالرغم من أن العولمة المالية لها آثار ايجابية إلا أنها لم تسلم من سلبيات تؤثر في الدول خاصة النامية والناشئة، ومن أهمها:

❖ المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال

لقد ازداد انسياب رأس المال الخاص نحو الدول النامية في عقد التسعينات من القرن العشرين. وتحليل حركة مكونات هذه التدفقات الرأسمالية، نجد أن استثمارات الحافظة المالية تتم بسرعة كبيرة، حيث ينتقل رأس المال من سوق لأخر وبصورة فجائية وفي مدة زمنية قصيرة. إن ارتفاع درجة تقلب الاستثمار في المحافظ المالية مقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر يرجع إلى أن النوع الأول يعتمد على عوامل قصيرة الأجل، كما أنه يهدف إلى تحقيق الربح السريع. على عكس النوع الثاني الذي يهتم بالأرباح على المدى الطويل وتقوم به الشركات المتعددة الجنسيات، وتحكمه اعتبارات أخرى مثل نمو الأسواق، الدخل القومي والتغيرات الهيكلية في اقتصاد الدولة المضيفة. إضافة إلى سعي الاستثمار المباشر لإيجاد طاقات إنتاجية جديدة أو امتلاك طاقات إنتاجية قائمة. وبالتالي في هذه الحالة يصعب تصفية هذه الطاقات في المدى القصير، في حين أن التخلص من الاستثمار في المحافظ المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في أسواق الأوراق المالية.⁽¹⁾

إن الحركة الواسعة والسريعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي تتسبب بالعديد من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني، نوجزها فيما يلي:⁽²⁾

➤ في حالة التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل:

- ارتفاع شديد في حجم الأصول المالية المحلية؛
- زيادة في الطلب الاستهلاكي المحلي؛
- نمو معدلات التضخم؛

⁽¹⁾ أحمد منير النجار، (2005): عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع - استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة-، المنعقد يومي 15-16 مارس، جامعة فيلادلفيا، الأردن، ص 25.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص ص 25-26.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

▪ حدوث ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية، مما يؤثر سلبا في الصادرات والواردات وبالتالي يزداد عجز الميزان التجاري.

➤ في حالة تدفقات استثمارية تخرج من الدولة بشكل مفاجئ وبأحجام كبيرة:

- انخفاض سعر صرف العملة الوطنية؛
- انخفاض مستوى الاحتياطات الدولية خاصة إذا تدخل البنك المركزي لوقف تدهور العملة المحلية، بسبب انخفاض أسعار الأوراق المالية المحلية؛
- ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات؛
- انخفاض الأسعار وتدهور معدلات الربح؛
- انخفاض وتدهور أسعار الأصول العقارية؛
- فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي.

❖ مخاطر التعرض لموجات المضاربة

خلال فترة السبعينات، خلق نظام تعويم أسعار الصرف بيئة مناسبة للمضاربات على العملة على مستوى واسع، إلى أن أصبحت المضاربات نشاطا رئيسيا للعديد من المستثمرين، بحيث أصبحت أسعار صرف كثير من الدول تتمدد وفقا لمصادمات هؤلاء المضاربين. وجاءت عمليات التحرير المالي لتدعم نشاط هذه المضاربات عبر إلغائها العديد من القيود التي كانت تحد من حدوثها. فبعد أن كان تداول العملات الأجنبية يخضع في غالبية الدول للرقابة الحكومية أصبحت المليارات، في ظل التحرير المالي وقابلية التحويل للحساب الجاري ولحساب رأس المال، تنتقل بسرعة وحرية من سوق لآخر عبر شركات الربط الإلكتروني بحثا عن الفرص لاقتناص الأرباح والتي يتراوح معدلها ما بين 50% إلى 200%⁽¹⁾.

أضف إلى ذلك، الطفرة التي شهدتها تداول الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية)، وهي أوراق تتداول على مدار الساعة، فعندما تغلق بورصة طوكيو أبوابها تنتقل الحركة إلى لندن ومنها إلى نيويورك، لتعود مرة أخرى إلى طوكيو... وهكذا. وقد ارتفعت مؤشرات البورصات العالمية إلى آفاق غير مسبوقة وأصبحت البورصات أكثر ارتباطا وتداخلا، بحيث أصبح بالإمكان أن يؤدي انخفاض

(1) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 43-44.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

سعر الفائدة الأمريكي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في طوكيو أو فرانكفورت أو باريس. ونظرا لضخامة الأرباح المحققة في هذا المجال وسرعة تحققها، قامت العديد من الشركات الصناعية الكبرى والشركات متعددة الجنسيات بالاستثمار في مجال المضاربات في المحافظ المالية وحققت أرباح تفوق الأرباح التي تحققت في إنتاجها الحقيقي.⁽¹⁾

❖ مخاطر تعرض المصارف للأزمات

من أبرز مخاطر العولمة هو تعرض الجهاز المصرفي لأزمات كبيرة بسبب التحرير المالي المحلي والدولي. هناك عدة أسباب تساهم في تعرض الجهاز المصرفي للأزمات غير متصلة بالعولمة المالية مثل الكساد الاقتصادي الكلي، تدهور أسعار الصادرات، أخطار إدارية في الجهاز المصرفي... إلخ. لكن الأزمات التي تعرضت لها البنوك المعاصرة في الدول النامية أكدت وجود علاقة وثيقة بينها وبين العولمة المالية، حيث أثبتت العديد من الدراسات ومن أهمها دراسة Kunt and detriach عام 1990 بين فيها العلاقة بين أزمات المصارف وإجراءات العولمة المالية بـ 65 دولة خلال الفترة 1980-1994 واعتمد على ثلاث متغيرات أساسية ذات صلة بالتحرير المالي وهي:

✓ سعر الفائدة الحقيقي؛

✓ نسبة القروض من الجهاز المصرفي إلى القطاع الخاص؛

✓ معدل نمو الائتمان المصرفي.

إن المصارف غالبا ما تستخدم أدوات التحرير المالي وتلجأ إلى الاقتراض الخارجي لتمويل القروض المحلية وتحقيق الأرباح. وفي الوقت الذي تنخفض فيه قيمة العملة الوطنية تتعرض هذه المصارف إلى مشاكل مالية كبيرة، وخير مثال على ذلك أزمة مصارف المكسيك عام 1994 وأزمة جنوب شرق آسيا عام 1997.⁽²⁾

(1) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص 44.

(2) أحمد منير النجار، المرجع سبق ذكره، ص ص 25-27.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

2- تأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة

إن أداء أسواق الأوراق المالية يتميز بخضوعه للتغيرات التي تحصل في الساحة الدولية وحساسيته لها. والعولمة المالية بالرغم من آثارها الإيجابية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة ومساهمتها في تطويرها، إلا أنها من خلال تسهيل عملية دخول وخروج رؤوس الأموال دون قيود، عرضها إلى العديد من الاضطرابات والأزمات المالية.

حيث تعتبر العولمة المالية إحدى أهم العوامل المسببة للأزمات المالية التي تعرضت لها أسواق الأوراق المالية الناشئة، سواء تلك التي تعرضت لها دول أمريكا الجنوبية في فترة منتصف التسعينات وإلى دول جنوب شرق آسيا في أواخر التسعينات.

إن الأزمات التي تعرضت لها هذه الأسواق قد تفجرت بفعل الضغوط الناشئة عن تغير اتجاه حركة تدفق رؤوس الأموال الخاصة من الداخل إلى الخارج، والنتائج التي ترتبت عن فيضان خروج الدائنين من العملة المحلية ومحاولة تخلصهم من الأصول المحلية على سعر الصرف وأسعار الأصول من جهة وعلى الجهاز المصرفي من جهة أخرى، وتأثير ذلك على الوحدات العاملة في قطاع الأعمال، ومن ثم انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي.

إن الأزمة في الأساس تعود إلى التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال الخاصة قصيرة المدى التي اتجهت إلى هذه الدول نتيجة لقدرة جذب مؤشرات الأداء الاقتصادي الناجح لهذه الدول من ناحية وقوة دفع توافر فائض سيولة عالمية، بجانب تراجع العائد على الأصول في الأسواق العالمية من جهة أخرى. وقد انتقل هذا الانسياب لرؤوس الأموال من خلال مؤسسات الوساطة المالية التي لم تكن مستعدة لهذا التدفق الهائل إلى الداخل ولا إلى تغيير اتجاهه نحو الخارج وبسرعة، ويرجع هذا إلى بعض عوامل الضعف الهيكلي في النظام المالي لهذه الدول.⁽¹⁾

إضافة إلى ذلك أن العولمة المالية تفتح المجال أمام المضاربات ضد العملات والأصول في هذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها، وقد تتوسع هذه الاضطرابات لتنتقل إلى عدة أسواق أخرى إما مجاورة لها جغرافيا أو مشابهة لها من حيث الظروف الاقتصادية.

(1) عمر محي الدين، (2000): أزمة النمر الآسيوية - الجذور والآليات والدروس المستفادة -، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص ص 143-144.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

من خلال تتبع مراحل الأزمة المالية المكسيكية تم التوصل إلى أن الاختلالات الهيكلية للاقتصاد المكسيكي قبل سنة 1995 وانخفاض البيزو بطريقة متتابعة وتزايد العجز في العمليات الجارية، تسببت في تراجع ثقة المستثمرين في عملة البيزو وفي السوق المكسيكية بشكل عام، بالتالي انهار سوق الصرف وبعدها انهار سوق الأوراق المالية في الأشهر الأولى من عام 1995، وانتقلت بعدها الأزمة إلى البرازيل عام 1998. وعليه يمكن القول أن الاندماج المالي والاقتصادي بين أسواق الأوراق المالية في إطار العولمة المالية يساهم في إمكانية حدوث الأزمات.⁽¹⁾

المبحث الثاني: واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر

نظرا للدور الهام الذي يقوم به سوق الأوراق المالية في حشد المدخرات المالية وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية الأكثر إنتاجية التي تساهم في دعم الاقتصاد الوطني، ومواكبة للتطورات الاقتصادية وفي إطار الانتقال إلى اقتصاد السوق الحر، عمدت الجزائر على غرار باقي الدول النامية إلى إنشاء سوق للأوراق المالية، ذلك بهدف الانتقال من نظام تمويلي يركز على الإصدار النقدي والحماية البترولية إلى نظام تمويلي يعتمد على سوق الأوراق المالية. إلا أن تحقيق هذا الهدف واجهته العديد من العراقيل التشريعية، الاقتصادية والاجتماعية، وهذا ما تعكسه مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

وسوف يتم من خلال المبحث التطرق إلى:

- الإطار التشريعي والتنظيمي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة؛
- تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة؛
- العراقيل التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة وسبل تفعيلها.

(1) ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، المرجع سبق ذكره، ص 16.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

المطلب الأول: الإطار التشريعي والتنظيمي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

1- نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة

تعود فكرة إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة في إطار الإصلاحات التي أعلن عنها عام 1987، ودخلت حيز التنفيذ عام 1988، وفي نفس الوقت تمت المصادقة على قوانين اقتصادية خاصة باستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وذلك في إطار انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق.

1-1 - المرحلة التقريرية (1990-1992)

ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وذلك بنص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط. في هذه المرحلة عملت الحكومة على اتخاذ إجراءات بعد تحصل معظم المؤسسات الحكومية على الاستقلالية وكذلك إنشاء صناديق المساهمة. كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن للشركات العمومية الاقتصادية أن تقوم بإصدارها وشروط مفاوضتها، وبتاريخ 9 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة الثمانية بإنشاء "مؤسسة القيم المنقولة" SMV⁽¹⁾ برأسمال اجتماعي مقدر بـ 320.000 دج ليصل إلى 9.320.000 دج عام 1992، وتم بعدها تغيير اسمها ليصبح "بورصة القيم المنقولة" BVM⁽²⁾، وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية الآتية:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي يشمل على تنظيم المعاملات على القيم المتداولة؛
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يحدد أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط إصدارها من طرف المؤسسات؛
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة.

1-2 - المرحلة الابتدائية (1993-1996)

خلال هذه المرحلة تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتماشى مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن

⁽¹⁾ SMV: Société des valeurs mobilières.

⁽²⁾ BVM : Bourse des valeurs mobilières.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

أسهمها لغير المؤسسات العمومية. بالتالي وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تم إجراء بعض التعديلات على القانون التجاري، خاصة التي تتعلق بشركات الأسهم والقيم المنقولة، فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ اللازم الأدنى لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 دج إلى:⁽¹⁾

- خمسة ملايين دينار جزائري في حالة إجراء العرض العمومي للادخار؛
- مليون دينار جزائري عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

أما فيما يتعلق بالقيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل فيما يلي: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب.

1-3- مرحلة الانطلاقة الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية عام 1996 أصبحت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة للقيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم بورصة الجزائر للقيم المنقولة؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛

- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB⁽²⁾ في فيفري 1996 وكذلك شركة تسيير القيم المنقولة؛

- عام 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية الذين يمثلون مختلف المؤسسات المالية، وقد قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتكوين هؤلاء الوسطاء عن طريق الاستعانة بخبراء أجانب مختصين في هذا المجال.

⁽¹⁾ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادرة بتاريخ 25 أبريل 1993.

⁽²⁾ COSOB: Commission D'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

2- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة

تشمل بورصة الجزائر على الهيئات الآتية:

1-2- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

أنشئت هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

تتكون اللجنة من الرئيس وستة أعضاء، حيث يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدتها أربع سنوات، ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية، بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع سنوات.⁽¹⁾

وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خصوصا على ما يأتي:⁽²⁾

✓ **حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية. وتمارس هذه اللجنة زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام، مراقبة بعدية على الشركات المقبولة في التسعيرة، وتتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها الشركات، الكشوف المالية والتقارير السنوية.

✓ **حسن سير بورصة القيم المنقولة وشفافيتها:** تهدف مراقبة سوق القيم المنقولة أساسا إلى ضمان نزاهتها وأمنها. وتتصب على مراقبة النشاطات الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمر المركزي على السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

⁽¹⁾ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، (2010): تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي، ص 8. متاح عبر الموقع الإلكتروني:

www.cosob.org Consulté le: 03/09/2013.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص ص8-9.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

2-2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) (1)

أنشئت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وهي شركة ذات أسهم بـ 4.752.000,00 دج، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها. (2)

طبقا للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في المادة "18"، شركة إدارة بورصة القيم المنقولة أوكلت لها عدة مهام من بينها:
- التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة والتنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة؛

- التنظيم المادي لعمليات البورصة واجتماعاتها وتسيير نظام التداول والتسعيرة؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة ونشر النشرة الرسمية للتسعيرة.

2-3- شركة المؤتمن المركزي للسندات (3)

تم تأسيس المؤتمن المركزي على السندات طبقا للقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المساهمون فيه هم الوسطاء المعتمدون والشركات المصدرة للقيم المنقولة، بالإضافة إلى شركة تسيير القيم المنقولة، برأسمال قدره 65 مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسيه، المتمثلين في خمسة بنوك عمومية (البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك الجزائر الخارجي، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري) بالإضافة إلى المؤسسات المقيدة.

ويتمثل دور المؤتمن المركزي على السندات في:

✓ افتتاح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه؛

✓ يركز حفظ السندات بتسهيل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين؛

✓ تنفيذ العمليات على السندات المقبولة لعملياته وذلك حسب المقياس الدولي ISIN (4)؛

✓ نشر المعلومات المتعلقة بالبورصة.

(1) SGBV: Société de gestion de la bourse des valeurs.

(2) www.sgbv.dz Consulté le: 03/09/2013.

(3) www.sgbv.dz Consulté le: 03/09/2013.

(4) ISIS: International Securities Identification Number.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

وقد ساهم تأسيس هذه الهيئة في تخفيض تكلفة وأجال عمليات الدفع/التوصيل والعمليات الأخرى على السندات (تحصيل ربح الأسهم... إلخ)، الفوائد وممارسة الحقوق.

3- الوسطاء في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

لقد حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، القانون الأساسي لوسطاء عمليات البورصة والذي منحهم احتكار مقارنة القيم المنقولة في البورصة. يتم تنظيم ومراقبة نشاط وسيط عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة السوق كما يخضع لموافقتها.⁽¹⁾ ويطلب وسطاء عمليات البورصة موافقة الفئات المعينة أعلاه:

- وسطاء عمليات البورصة يقومون بنشاط كامل؛

- وسطاء عمليات البورصة يقومون بنشاط محدود.

وتتمثل مهام الوسطاء فيما يلي:⁽²⁾

✚ توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛

✚ التداول في السوق لحساب زبائنهم؛

✚ تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.

المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة

لتحديد درجة تطور أداء بورصة القيم المنقولة للجزائر سوف يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات، تتمثل في مؤشرات حجم السوق ومؤشرات سيولة السوق.

1- مؤشرات حجم السوق

هناك مؤشران لقياس حجم السوق يتمثلان في مؤشر عدد الشركات المدرجة أو المقيدة في السوق ومؤشر نسبة رأسمال السوق.

⁽¹⁾ www.cosob.org Consulté le: 03/09/2013.

⁽²⁾ www.sgbv.dz Consulté le: 03/09/2013.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

1-1- عدد الشركات المدرجة

الجدول رقم (10): عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
عدد الشركات	2	3	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	3	3

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

✓ التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.cosob.org Consulté le: 17/09/2013

يتضح لنا من خلال الجدول (10) أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة ضئيل جدا مقارنة مع عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية، حيث كانت توجد على مستوى البورصة شركتين فقط متمثلتين في شركة صيدال والأوراسي عام 1999، ثم تم إدراج مجمع رياض سطيف لتصبح ثلاث شركات مدرجة في الفترة الممتدة من 2000 إلى 2005، إلى غاية خروج مجمع رياض سطيف عام 2006، أصبح يوجد على مستوى البورصة شركتين فقط، ثم عام 2011 تم انضمام شركة أليانس للتأمينات. ويرجع هذا النقص في عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر إلى التأخر في عملية الخصخصة للمؤسسات التي كان بإمكانها أن تحدث فرق كبير.

1-2- مؤشر رسملة السوق

الجدول رقم (11): تطور رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)

الوحدة: (مليار دج، %)

السنوات	رسملة السوق	الناتج المحلي الإجمالي	معدل رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي
1999	19.175	3248.2	0,5903
2000	21.495	4098.8	0,5244
2001	14.720	4235.6	0,3475
2002	10.990	4455.3	0,2466
2003	11.100	5247.5	0,2115
2004	10.100	6135.9	0,1646
2005	10.400	7544.1	0,1378
2006	6.710	8463.5	0,0792
2007	6.460	9389.6	0,0687
2008	6.500	11042.8	0,0588

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

0,0652	10034.3	6.550	2009
0,0655	12049.5	7.900	2010
0,1040	14384.8	14.967	2011
0,0905	14384.8	13.028	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

✓ التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.cosob.org Consulté le: 17/09/2013.

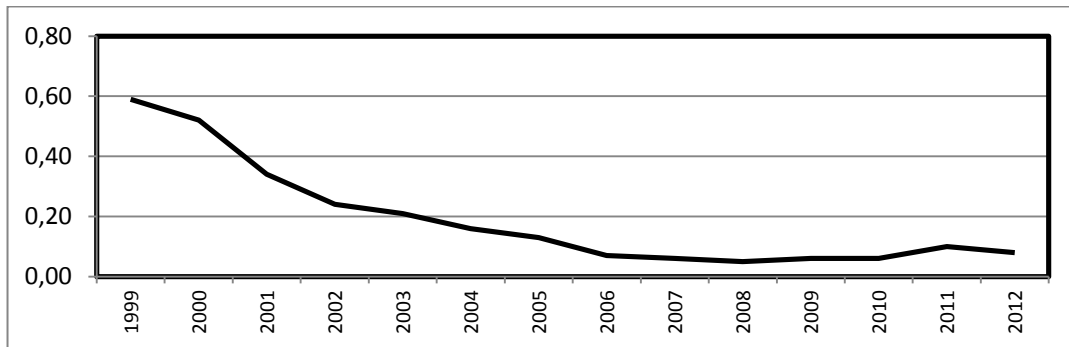
✓ Banque d'Alger, évolution économique et monétaire en Algérie, des rapports annuels. Disponible sur le site web:

www.bank-of-algeria.dz Consulté le: 15/08/2013.

عرفت رسملة السوق لبورصة الجزائر عامي 1999 و 2000 ارتفاعا طفيفا من 19.175 مليار إلى 21.495 مليار دينار جزائري. وخلال الفترة الممتدة من 2001 إلى غاية 2009 عرفت تراجعا كبيرا، حيث وصلت إلى 6.550 ملايين دينار جزائري عام 2009. أما خلال السنوات 2010، 2011، 2012 ارتفعت رسملة السوق بمقدار 7.900، 14.967، 13.028 مليار دينار جزائري على التوالي. ومن هنا يمكن القول أن رسملة السوق لبورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا جدا إذا ما قورنت مع باقي البورصات العالمية.

والشكل رقم (4) يوضح تطور معدل رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012).

الشكل رقم (4): تطور معدل رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)



المصدر: من إعداد الباحثة.

إن مؤشر معدل رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي يعكس مدى قدرة السوق على تعبئة رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المؤسسات المدرجة في البورصة. وكما هو موضح في الشكل رقم (4)، بلغ هذا المعدل 0,5903% عام 1999 ثم أخذ ينخفض

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

تدرجيا وكاد ينعدم تقريبا خلال باقي السنوات حيث وصلت إلى 0,0655% عام 2010، ثم ارتفع قليلا عامي 2011، 2012، حيث قدر بـ 0,1040% عام 2011 ثم انخفض إلى 0,0905% عام 2012. وإن هذا التدهور يرجع إلى عدم وجود توافق بين نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي الذي يعرف انخفاضا كبيرا وبين معدلات النمو التي تعرف استقرارا.

2- مؤشرات سيولة السوق

هناك مؤشران يستخدمان لقياس سيولة هما: معدل قيمة التداول ومعدل الدوران.

2-1- معدل قيمة التداول

الجدول رقم (12): تطور معدل قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)

الوحدة: (دج، %)

السنوات	القيمة المتداولة	الناتج المحلي الإجمالي (مليار)	معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي
1999	108.079.690	3248.2	0,0033
2000	720.039.160	4098.8	0,0175
2001	533.217.905	4235.6	0,0125
2002	112.060.345	4455.3	0,0025
2003	17.257.700	5247.5	0,0085
2004	8.430.000	6135.9	0,2807
2005	4.188.200	7544.1	0,0001
2006	23.755.350	8463.5	0,0161
2007	14.248.515	9389.6	0,1886
2008	21.414.845	11042.8	0,0707
2009	13.891.895	10034.3	0,2722
2010	11.985.965	12049.5	0,0001
2011	185.118.435	14384.8	0,0012
2012	36.038.865	14384.8	0,0256

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

✓ التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.cosob.org Consulté le: 17/09/2013.

✓ Banque d'Alger, évolution économique et monétaire en Algérie, des rapports annuels. Disponible sur le site web:

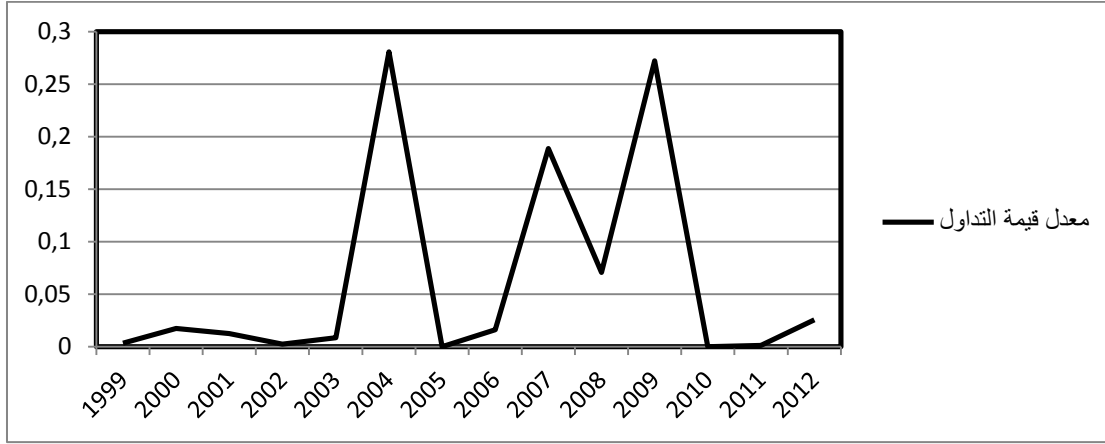
www.bank-of-algeria.dz Consulté le: 15/08/2013.

والشكل رقم (5) يوضح تطور معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر

خلال الفترة (1999-2012).

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الشكل رقم (5): تطور معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر خلال الفترة
(2012-1999)



المصدر: من إعداد الباحثة.

يتبين من خلال الجدول رقم (12) أن القيمة المتداولة لبورصة الجزائر منخفضة جدا، حيث كانت تقدر بمبلغ 108.079.690 دينار جزائري عام 1999، بعدها ارتفعت عام 2000 لتصل إلى 720.039.160 دج، ثم أخذت تتخضع تدريجيا حتى وصلت إلى 4.188.200 دج عام 2005، ثم أخذت ترتفع ثم تتخضع عام 2006، 2007، 2008، 2009، 2010 حيث كانت تقدر بـ 23.755.350، 14.248.515، 21.414.845، 13.891.895، 11.985.965 دينار جزائري على التوالي. ثم ارتفعت عام 2011 إلى أن وصلت إلى 185.118.435 دج ثم انخفضت عام 2012 إلى 36.038.865 دج.

كما يتضح من خلال الجدول أعلاه أن حجم التداول أي عدد الأسهم ضئيل وذلك بسبب قلة الشركات المدرجة في البورصة، عام 1999 عدد الأسهم المتداولة قدر بـ 35.348 سهم، ثم ارتفع عامي 2000، 2001 إلى 323.990، 361.445 سهم على التوالي، ثم أخذ يرتفع وينخفض من عام 2002 إلى عام 2010، ثم ارتفع عام 2011 إلى 231.997 سهم لينخفض عام 2012 إلى 49.471 سهم.

وكما يتبين من خلال الشكل رقم (5) أن معدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر منخفض جدا ومتذبذب بين الارتفاع والانخفاض، وهذا يعني انخفاض مستوى السيولة في بورصة الجزائر.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

2-2- معدل الدوران

الجدول رقم (13): تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)

الوحدة: (دج، %)

السنوات	القيمة المتداولة	الرسملة السوقية (مليار)	معدل الدوران
1999	108.079.690	19.175	0,5636
2000	720.039.160	21.495	3,3497
2001	533.217.905	14.720	3,6224
2002	112.060.345	10.990	1,0196
2003	17.257.700	11.100	0,1554
2004	8.430.000	10.100	0,0834
2005	4.188.200	10.400	0,0402
2006	23.755.350	6.710	0,3540
2007	14.248.515	6.460	0,2205
2008	21.414.845	6.500	0,3294
2009	13.891.895	6.550	0,2120
2010	11.985.965	7.900	0,1517
2011	185.118.435	14.967	1,2368
2012	36.038.865	13.028	0,2766

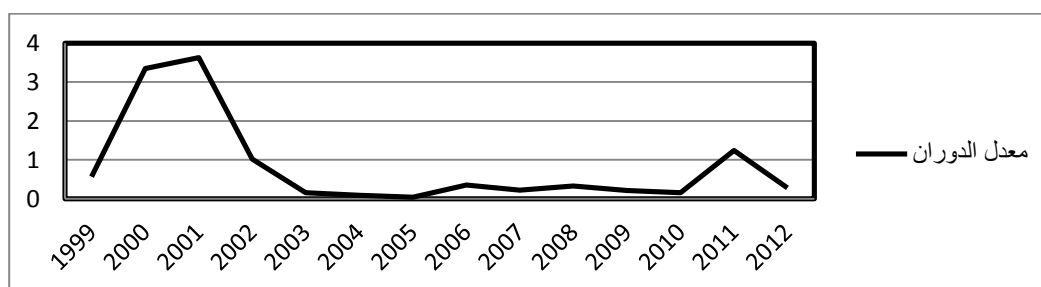
المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

✓ التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.cosob.org Consulté le: 17/09/2013.

والشكل رقم (6) يوضح تطور معدل الدوران بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012).

الشكل رقم (6): تطور معدل الدوران بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2012)



المصدر: من إعداد الباحثة.

بالنسبة لمعدل دوران الأسهم لبورصة الجزائر كما هو موضح في الجدول رقم (13)، كان يقدر بـ 0,5636% عام 1999 ثم ارتفع عامي 2000، 2001 حيث كان يقدر بـ 3,3497%، 3,6224% على التوالي، ثم أخذ ينخفض طيلة السنوات 2002، 2003، 2004، حيث كان يقدر

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

ب 1,0196، 0,1554، 0,0834، 0,0402 بالمائة على التوالي. ارتفع عام 2006 إلى 0,3540% ثم انخفض إلى 0,2205% عام 2007، ارتفع عام 2008 فقدر ب 0,3294%، ثم انخفض عامي 2009، 2010 حيث قدر ب 0,2120%، 0,1517%. وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل الدوران عن الواحد الصحيح. ثم سجل تحسن طفيف عام 2011 حيث قدر ب 1,2368% لينخفض مرة أخرى عام 2012 إلى 0,2766%. وهذه المعدلات تعكس انخفاض سيولة بورصة الجزائر.

المطلب الثالث : العراقيل التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة وسبل تفعيلها

على غرار بورصات الدول النامية تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة مجموعة من العراقيل حالت دون وصولها إلى تحقيق الأهداف المرجوة منها، منها العراقيل الاقتصادية، القانونية والثقافية.

1- عراقيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة

1-1- العراقيل القانونية

يتمثل وجود بيئة قانونية وتنظيمية خطوة رئيسية في تنظيم وإنشاء سوق للأوراق المالية، ويتمثل ذلك في مجموعة التشريعات والقوانين التي تضبط عملية إصدار وتداول الأوراق المالية، وتحدد حقوق المساهمين والمتعاملين فيها.

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، فإن القانون التجاري الجزائري (طبقا للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15 أبريل 1993) عرف القيم المنقولة على أنها "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر". من هنا يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني ما يلي:⁽¹⁾

- تفضيل السندات، وهي قروض لها الأولوية في التسديد في حالة الإفلاس، هذا يعني أن المقرضين في حالة إفلاس الشركة لا يتحملون الخسائر؛

- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتهمل الخسائر بين

المساهمين؛

⁽¹⁾ صالح فلاح، (2004): بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، المنعقد من 31 ماي إلى 2 جوان، الجزائر، ص12.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

يتبين أنه يتم اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة، وهذا يعني فتح رأس المال أمام الخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة، هذا ما يستدعي ضرورة مراقبة كل أنشطتها. أما بالنسبة لاستبعاد الأسهم، وخاصة العادية منها، هذا يعني حرمان شرائح من المساهمة في تمويل المشروعات. من بين شروط قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم وفقا للقانون المتضمن شروط القيد، إلا أن معظم مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص واحد.⁽¹⁾

فيما يخص مدة إنهاء الصفقات أي مدة التسوية والتسليم، فإن المعيار الدولي المعتمد هو أقصى أجل لإنهاء الصفقات يوم إلى ثلاثة أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم +30 يوم. وهو أجل بعيد جدا عن المعايير الدولية، الأمر الذي انعكس سلبيا وعرقل عمل بورصة الجزائر.

كذلك من بين العوامل التي أدت إلى عرقلة عمل بورصة الجزائر الإطار التشريعي البطيء جدا، حيث أنهم تأسيس بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الوقت الذي قد تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، ولكن تعيين الأعضاء كان بتاريخ 1995/12/27، كما أن التصويب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996. بالإضافة إلى أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999 بالرغم من أن القانون الذي ينظم شروط مزاوله الوسيط المالي في البورصة قد صدر بتاريخ 3 جويلية 1996.⁽²⁾

1-2-1- العراقيل الاقتصادية

1-2-1- ضيق نطاق السوق ومحدوديته

يتمثل ضيق نطاق السوق في قلة الشركات المدرجة، حيث يتضح من خلال مؤشرات بورصة الجزائر للقيم المنقولة التي تم التطرق إليها في المطلب السابق، قلة المؤسسات المقيدة فيها هذا ما أدى إلى تقليص الفرص الاستثمارية. إضافة إلى انخفاض القيمة السوقية وقلة نسبة الأسهم المتداولة، كذلك انخفاض سيولة السوق يعكسه انخفاض معدل الدوران وضعف حركة التداول. وزيادة على هذا تمتاز

⁽¹⁾ صالح فلاحي، المرجع سبق ذكره، ص ص 12-13.

⁽²⁾ رشيد بوكساني، المرجع سبق ذكره، ص 281.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

بورصة الجزائر بهيمنة القطاع العام على نسبة كبيرة من الأسهم، والتي تقدر بحوالي 80% من رأس مال كل شركة.

1-2-2- ضآلة الطلب على الأدوات المالية

تعاني بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية من انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية، ذلك بسبب تدني معدل الدخل والادخار الفردي، وانخفاض الوعي الاستثماري لدى العديد من الأفراد، خاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، بالإضافة إلى تفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات، المعادن النفيسة، الودائع في المصارف. إضافة إلى ذلك يرجع انخفاض الطلب على الأوراق المالية في بورصة الجزائر إلى السوق الموازي أو ما يعرف باقتصاد الظل الذي يجذب عدد كبير من المستثمرين والمدخرين، حيث يعمل على تثمين أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، كما يوفر لهم فرص للحصول على أرباح سهلة دون جهد كبير إضافة إلى المردودية الكبيرة.⁽¹⁾

1-2-3- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة

إن من أهم الأسباب التي تؤدي إلى نجاح أي بورصة هو وجود تنوع في الأوراق المالية المعروضة حتى يفسح المجال أمام المستثمرين لاختيار ما يلائمهم حسب قدرته المالية وأهدافه. أما بالنسبة لبورصة الجزائر فيتم فيها تداول ثلاث أوراق مالية لثلاث شركات وهو عدد ضئيل مقارنة مع باقي البورصات العالمية. إضافة إلى ذلك فإن حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين محددة بسقف معين لا يمكن تجاوزه.

1-2-4- الضغط الجبائي

يمارس الضغط الجبائي على الأعوان الاقتصاديين عادة عندما تكون الخزينة الخاصة بالدولة في حالة عجز مفاجئ بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق الدولية والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية. بالتالي ينعكس هذا على السلوك الاستثماري، الاستهلاكي والادخاري لهؤلاء المتعاملين، ويدفعهم إلى تغييره.

⁽¹⁾ رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، (2010): مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 5، قلمة، الجزائر، ص ص 8-9.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

ومن جهة أخرى فإن أهم ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاع معدلاتها أيضا، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح الإجمالية، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين ومن ثمة تخفيض التوزيعات التي توزع على المساهمين، زيادة على الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، وعليه فإن كل هذه الضرائب تقلل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية.⁽¹⁾

1-2-5- التضخم وارتفاع معدل الفائدة

يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد، فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار.⁽²⁾

وإذا ما رجعنا إلى الجزائر خلال مرحلة التسعينات لم يتعد معدل التضخم 9% ذلك بسبب لجوء الدولة إلى إجراءات السيولة النقدية في حالة العجز. مما يؤدي إلى استقرار الأسعار بسبب وجود فائض في عرض النقود. ولكن تخفيض العملة أدى إلى تزايد معدل التضخم المضغوط وارتفاع تكلفة الواردات، وكذلك تكلفة خدمة الديون الخارجية. لقد دفع العجز في الميزانية إلى إصدار نقود إضافية لتغطية ذلك العجز، بالإضافة إلى إتباع سياسة مالية نقدية أدى إلى هبوط معدل التضخم، حيث انخفض إلى 7% مع نهاية شهر مارس.

مع مرور السنوات تطور معدل التضخم في الجزائر بصورة إيجابية حيث وصل عام 2012 إلى 8,9%، إن التضخم بالتالي يؤثر في قيمة النقد وبالتالي يؤثر في القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية.

(1) رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، المرجع سبق ذكره، ص 10.

(2) السيد محمد أحمد جاهين، (2001): سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1978-1981، دار النهضة العربية: القاهرة، مصر، ص 363.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

أما بخصوص معدلات الفائدة فهي تعتبر من محددات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أن انخفاضها يحفز المستثمرين على الاستثمار في البورصة، والعكس، فارتفاع معدلات الفائدة يجعل المستثمرين يلجؤون إلى توظيف أموالهم في شكل ودائع لدى البنوك بدلا من استثمارها في البورصة.

1-2-6- ضعف نظام المعلومات

يعاني المستثمرون في بورصة الجزائر من قلة مصادر المعلومات وصعوبة الحصول عليها، خاصة المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المدرجة، حيث ينتظر المستثمر سنة كاملة لكي يستطيع التحصل على التقارير السنوية والبيانات المالية الخاصة بهذه الشركات وكذا أسعار أسهمها، حتى يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار المناسب. إضافة إلى عدم وجود سماسة وصناع سوق يتعاملون في هذا المجال ووجود قصور في مهنة تدقيق الحسابات.

1-2-7- ارتفاع درجة التركيز⁽¹⁾

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول والتي تعكس صغر حجم عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير خبراء السوق إلى سببين رئيسيين لارتفاع درجة التركيز:

- احتفاظ كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة؛

- انخفاض جودة أغلب الأسهم المدرجة لاسيما شركات القطاع العام.

1-3-3- العراقيل الثقافية والدينية

تعتبر البورصة مفهوم دخيل على المجتمع الجزائري، حيث لا يدركون طريقة التعامل فيها وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها وخصائصها، وعدم وجود إعلام متخصص في هذا المجال وسّع هذه الهوة. هذا ما جعل المدخرين يلجؤون إلى الاستثمار في العقارات والعملات واللجوء إلى البنوك للحصول على التمويل اللازم لمشاريعهم بدلا من استثمارهم في الأدوات المالية على مستوى البورصة. ويجب الإشارة إلى أن السياسة السليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، حيث هناك بعض التحفظ من طرف أفراد المجتمع فيما يخص توظيف الفائض من أموالهم في الأدوات المالية خاصة السندات باعتبارها ذات عائد يحتوي على فائدة والذي يعتبر محرما من الناحية الشرعية باعتبارها ربا.

(1) رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، المرجع سبق ذكره، ص 11.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

2- سبل تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية عاملا مهما في عملية النهوض بالقطاع المالي، وهذا مرتبط بتوفر قاعدة متينة استنادا إلى بيئة اقتصادية وقانونية ملائمة. وفيما يلي بعض الاقتراحات التي نرى أن تطبيقها قد يساهم في تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

2-1- اقتراحات تمس الجانب التشريعي والتنظيمي

إن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي، أي التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي. ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، إضافة إلى أنها يجب أن تكون واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر، وأن تتماشى مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.⁽¹⁾

أما بالنسبة لإصلاح قوانين الشركات:

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم اقتصر توزيعها بين الشركات المنظمة في هذه الصناديق، وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات، مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات، إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.⁽²⁾

⁽¹⁾ محمد زيدان، بومدين نورين، (2006): دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق -، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، المنعقد يومي 21-22 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، ص 18.

⁽²⁾ صالح فلاح، المرجع سبق ذكره، ص 7.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

كذلك العمل على وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية والشهرية وفي نهاية السنة المالية، والعمل على إعداد ونشر القوائم المالية الختامية في وقت مناسب حتى يتمكن المستثمرون من اتخاذ قرار الاستثمار.

2-2- اقتراحات تمس الجانب الاقتصادي والمالي

2-2-1- تطوير حجم السوق

تتطلب عملية تطوير حجم السوق تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة وتنشيط جانب العرض من جهة أخرى.

❖ جانب الطلب

يتم تحفيز الطلب في بورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال:

▪ **تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين⁽¹⁾:** سواء كانوا محليين أم أجانب في السوق يساعد على حمايته من التقلبات الشديدة، وبصفة خاصة في حالة فتح الأسواق للتعامل الأجنبي مباشرة في البورصات، حيث أنها تزيد من عمق وسيولة السوق وتخفف من حساسيته لتعاملات الأفراد. كما أنها يمكن أن تكون بمثابة قوة تعمل على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمارات الأجانب في حالات البيع الجماعية، نظرا لكونها تقوم باستثمار مبالغ كبيرة في الأوراق المالية طويلة الأجل تستطيع من خلالها أن تعيد للسوق توازنه وتحد من عدم استقراره، هذا إضافة إلى تنمية هذه المؤسسات مثل: صناديق الاستثمار، شركات التأمين، صناديق المعاشات، تساعد المدخر المحلي على الاستثمار بتخفيض تكلفة التعامل وتنويع المحفظة وإدارتها من خلال متخصصين، مما يؤدي إلى التغلب على مشكلة عدم توافق المعلومات التي يواجهها الأفراد. ويمكن أن تتم عملية تدعيم نشاط المستثمرين المؤسسين من خلال ما يلي:

- إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، سواء كانت مغلقة، ذات رأسمال ثابت، أو مفتوحة ذات رأسمال متغير. حيث يعد هذا النوع من الاستثمارات الأكثر استقرارا والتي تعود بالنفع على كل من المستثمر الأجنبي والسوق المحلي للبلاد الأم، فيتيح الفرصة للمستثمر للتنويع في

(1) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص 153.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي تخفيض درجة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، أما بالنسبة للشركات فإنه يتيح لها فرصة للنفاذ إلى الأسواق العالمية؛

- تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر وتفعيل دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث تقدم هذه الصناديق التمويل والخبرات الإدارية للشركات التي لم تسجل في البورصة، وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة التي يطبق عليها برنامج الخصخصة، شرط أن يكون متوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه.

■ **زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية:** ويمكن أن يتم ذلك من خلال النظر في تخفيض سعر الفائدة في إطار نظرة شاملة لعناصر السياسة النقدية وأدواتها، وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسين.⁽¹⁾

إن تخفيض سعر الفائدة يشجع المدخرين على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن الأصول المتداولة تعتبر بديلا للودائع المصرفية. كذلك إن إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، والعمل أيضا على تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، كذلك العمل على تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية بهدف زيادة رأس المال المطروح للاكتتاب.

■ **تحفيز الادخار:** ويتم ذلك من خلال تنمية وعي الأفراد اتجاه الادخار، لذا يجب بذل المزيد من الجهود والعمليات التربوية، والعمل على تغيير اتجاهات الفرد وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والابتعاد عن الاستهلاك الزائد الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها.⁽²⁾

■ **التوسع في برامج الخصخصة:** يعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهم الآليات التي تعمل على تنفيذ عمليات البيع لمختلف الشركات والمؤسسات، كذلك البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني. مع الإشارة إلى أن نجاح عملية الخصخصة لا يكون إلا عن طريق خصخصة الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة، الأمر الذي

(1) شذا جمال الخطيب، المرجع سبق ذكره، ص 156.

(2) رشيد بوكساني، المرجع سبق ذكره، ص 313.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين. لذا يجب على السلطات العمومية عوض أن تقوم بتصفية المؤسسات العمومية الخاسرة، يجب أن تعمل على إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح، كما فعلت جمهورية مصر العربية كدولة عربية عام 2002.⁽¹⁾ وتهدف الاستراتيجية الجديدة إلى خوصصة جزء من المؤسسات الوطنية الهامة المعروضة على الأجنب عبر البورصة، حيث تقترح نسبة ما بين 20% إلى 30% من رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات لتداول في البورصة. ومن بين المؤسسات الأولى التي اقترحت من طرف لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، القرض الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر المعروضتين للخوصصة.

■ **عصرنة الجهاز المصرفي:** ⁽²⁾ إن النظام المصرفي الجزائري بعيد كل البعد عن مواكبة التطورات التي تخص تطوير نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات، حيث لم يشهد أي تغييرات منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990. حيث يتصف الجهاز المصرفي الجزائري بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك التي تتميز بضعف رأس المال وبمحدودية دورها في الاستثمارات، كذلك بغياب الشفافية في معاملاته.

إذا كانت البنوك التجارية تقوم باستلام الودائع وتساهم في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن بنوك الاستثمار تقوم أيضا بعدة مهام لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية، فيما يخص إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستثمارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل وإعادة التمويل. إلا أن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار، لذا يجب العمل بإصلاحات جذرية لتفعيل أداء وتدعيم دور القوانين المنظمة للجهاز المصرفي الجزائري.

❖ جانب العرض

يهدف المستثمر في الأوراق المالية دائما إلى تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة وتنقسم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين وهما؛ المخاطر المنتظمة وتتمثل بالمخاطر التي لا يمكن للمستثمر تجنبها وتعود إلى أسباب خاصة بالسوق، ويمكن الحد منها من خلال تحقيق الاستقرار في الأداء الاقتصادي، ووجود بنية أساسية لسوق رأس المال، أما النوع الثاني فيتمثل في المخاطر غير المنتظمة وهي تلك المخاطر التي يستطيع المستثمر التخلص منها حيث أنها ترتبط بالشركات

(1) رشيد بوكساني، المرجع سبق ذكره، ص ص 313-314.

(2) صالح فلاح، المرجع سبق ذكره، ص 9.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

المصدرة لتلك الأوراق، ويمكن للمستثمر أن يتجنب هذه المخاطر عن طريق تكوين محفظة متنوعة تنوعاً جيداً، بحيث يكون الارتباط بين عوائد الأسهم المكونة لتلك المحفظة ارتباطاً سالباً، بما يمكن المستثمر من تحقيق أعلى عائد بأقل درجة مخاطرة.⁽¹⁾

وتتوقف قدرة المستثمر في تحقيق هذا التنوع على مدى توافر الأدوات الاستثمارية المختلفة في السوق بما يحقق الهدف ويرضي رغبات كافة المستثمرين من أفراد ومؤسسات، فهناك بعض الأشخاص يفضلون الاستثمار في أدوات على درجة عالية من المخاطرة متمثلة في الأسهم بأنواعها المختلفة، بينما يتجنب آخرون المخاطرة ويفضلون الاستثمار في أصول ذات درجة مخاطرة منخفضة أو منعدمة مثل السندات بأنواعها المختلفة. ولكي يتحقق هدف التنوع بالنسبة للمستثمر بما يخفض من درجة المخاطرة لا بد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يتم ذلك من خلال:

■ **تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم:** تعد الأسهم المصدر الأساسي الذاتي للتمويل طويل الأجل، سواء كانت أسهماً عادية أم ممتازة، ويستلزم تنشيط سوق الأسهم اتخاذ مجموعة من الإجراءات تؤدي إلى مزيد من الإصدارات التي يراعى فيها أوجه القصور الموجودة في الإصدارات الحالية مثل التركيز القطاعي للشركات المطروحة وعدم كفاءة التسعير.

■ **تنمية سوق الأدوات ذات الدخل الثابت:** كثيرة هي المزايا التي تعود على الاقتصاد القومي من تنشيط سوق السندات المحلية حيث يوفر هذا السوق الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الحيوية لعملية التنمية الاقتصادية، وتقديم أدوات بسعر تنافسي لتكلفة التمويل المصرفي فضلاً عن إتاحة فرصة جاذبة للربح بالنسبة للمستثمرين والوسطاء من خلال توفير أدوات مالية جديدة وإضافية للسوق. وحتى تتحقق هذه المزايا بالنسبة لسوق السندات لا بد أن تتوفر له بعض الخصائص تؤهله لذلك، مثل التمتع بسيولة مرتفعة، تعدد آجال الاستحقاق للأوراق المصدرة، تخفيض درجة المخاطر الائتمانية وتعدد الإصدارات.

ويمكن أن تتم تنمية هذا السوق من خلال:⁽²⁾

(1) شذا جمال خطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 158-159.

(2) هالة حلمي السعيد، نجوى عبد الله سمك، (2001): تحفيز الطلب على سوق الأوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق المال المصري، سبتمبر، ص 109.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

- تحويل الدين قصير الأجل إلى سندات خزانة ذات آجال متنوعة تطرح بمزاد، وكذلك زيادة النسبة المقيدة من إجمالي السندات في السوق لزيادة نسبة المتداول من إجمالي السندات المصدرة، مما يساعد راسمي السياسة النقدية في التحكم في المعروض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة؛
- تقسيم الإصدار الواحد إلى إصدارات متعددة بأحجام صغيرة ذات آجال استحقاق متنوعة وبصفة مستمرة للمساعدة على إيجاد منحى عائد مناسب يعمل كمقياس استرشادي يشجع الشركات من القطاع الخاص ذات الأداء المتميز على إصدار المزيد من السندات؛
- إيجاد استراتيجية متكاملة للترويج تعتمد على مروجين محترفين ومتخصصين، بالإضافة إلى إعداد حملات للإعلان والتوعية بما يؤدي إلى خلق طلب على هذه الإصدارات؛
- تنمية الأدوات والآليات المستحدثة: يستدعي تنشيط جانب العرض استحداث مجموعة الأدوات تقي بالمتطلبات المختلفة لحاجة المصدر والمستثمر، ومن تلك الأدوات التي يمكن استخدامها المشتقات المالية.

2-2-2- تطوير البنية الأساسية للبورصة

تتكون البنية الأساسية للبورصة من مجموعة من العناصر التي تشكل في مجموعها إطارا متكاملا، بحيث يعتمد مدى تطور كل منها وتكاملها على مدى تقدم السوق وترتبط عملية تطوير البنية الأساسية للسوق بالعديد من العوامل منها:

➤ شركات الوساطة

تشمل شركات الوساطة شركات السمسرة وشركات الترويج وتغطية الاكتتاب، بحيث تلعب شركات الوساطة الكفاءة دورا هاما في التأثير على استقرار الأسعار ودرجة سيولة السوق وتنشيط الطلب على الأوراق المالية. لذا يجب العمل على تشجيع شركات السمسرة هذه على الانتشار وربط مواقعها بالبورصة عبر خطوط اتصال ذات قدرة على نقل المعلومات أو حتى ربطها إلكترونيا فضلا عن ضرورة وضع قواعد للعضوية الخاصة بالسماسرة مع مراعاة وضع حد أدنى لرؤوس أموال شركات السمسرة ومعايير للملاءة المالية، أما بالنسبة لشركات الترويج وتغطية الاكتتاب فتساهم بفعالية في

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

تنشيط السوق، حيث تساعد على إصدار الأوراق المالية عن طريق تغيير هيكل وزيادة حجم التمويل الخاص بالشركة وتقديم الخدمات الاستشارية بوقت الإصدار ونوع الورقة المصدرة.⁽¹⁾ وبالرجوع إلى قانون رقم 99-02 المؤرخ في 27 جويلية 1999، نجد خمسة شركات وساطة المتمثلة في الراشد المالي، الشركة المالية للاستثمار والتوظيف، شركة التوظيف في القيم المنقولة، الشركة المالية والاستثمار ووسيط البنك الاتحادي، وهي كلها مكونة من بنوك وشركات تأمين تابعة للدولة، لذا يجب العمل على فسخ المجال أمام الهيئات التابعة للقطاع الخاص.

➤ رفع كفاءة الرقابة على المؤسسات

يتم ذلك من خلال تفعيل الدور الرقابي من خلال القوانين الحاكمة للتعامل في سوق الأوراق المالية مثل قواعد القيد في البورصة وقواعد الإفصاح والشفافية، حيث أن عدم تطبيق المعايير المحاسبية وقواعد الإفصاح والشفافية ينجم عنه ما يسميه بعض المستثمرين "مخاطر المعلومات"، حيث أن عدم تجانس المعلومات يؤدي إلى توفرها لدى مجموعة من المستثمرين دون غيرهم مما ينعكس سلبا على كفاءة السوق وعدالة الأسعار، وبالتالي انخفاض السيولة. لذلك يجب أن تلتزم الشركات المقيدة في البورصة بحد أدنى من متطلبات الإفصاح، يتضمن ما يلي:

- نشر المعلومات التي تسمح للمستثمر بتقييم الأداء العام للشركة القائمة بالطرح، مثل حجم الأرباح، حجم المبيعات، معدل العائد على رأس المال... إلخ؛
- التزام الشركات المقيدة في البورصة بإعداد قوائمها المالية وفقا للنظم المحاسبية العالمية حتى يتمكن المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء أن يقيموا أداء هذه الشركات.

2-3- اقتراحات تخص الجانب الثقافي والديني

2-3-1- إرساء الثقافة البورصية

يجب السعي إلى تشجيع العائلات على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في الأوراق المالية، لذلك يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي، تعمل على تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة البورصة. ويمكن القيام بذلك من خلال

(1) شذا جمال خطيب، المرجع سبق ذكره، ص ص 161-162.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

استعمال وسائل الإعلام بأشكالها المختلفة، ذلك من أجل تبديد مخاوف الأعوان تجاه البورصة وتحسيسهم بأهمية ومزايا الاستثمار المالي للقيم المتداولة في البورصة.

2-3-2- الجانب الديني

يجب العمل على إدراج الأوراق المالية الإسلامية في البورصة حتى يتم دخول عملاء جدد ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها ومشككين فيها، هذا ما يساهم في تنشيط البورصة، ولكن بشرط توفر الأطر القانونية والتنظيمية لإدراجها.

المبحث الثالث: الدراسة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر

يتم القيام من خلال هذا المبحث بدراسة قياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر، ذلك خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2012. بالتالي ستم دراسة إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وكذلك تحديد اتجاه العلاقة السببية بينهما، أي معرفة فيما إذا كانت:

- توجد علاقة تتجه من سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي.
- توجد علاقة تتجه من النمو الاقتصادي نحو سوق الأوراق المالية.
- توجد علاقة تبادلية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.
- لا توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

وذلك من خلال استخدام عدة أساليب حديثة للقياس الاقتصادي، تتمثل في اختبار جذر الوحدة، اختبار التكامل المشترك واختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي. بالتالي سوف يتم التطرق إلى:

- المنهجية المتبعة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية؛
- اختبار التكامل المشترك؛
- اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

المطلب الأول: المنهجية المتبعة ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية

قبل تطبيق اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، سوف يتم التعريف بمعطيات الدراسة والمنهجية المتبعة.

1- معطيات الدراسة والمنهجية المتبعة

نهدف من خلال هذه الدراسة القياسية إلى دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل وكذلك اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية لبعض الاقتصادات الناشئة وللجزائر، مُعبر عنه بثلاث مؤشرات تتمثل في معدل رسملة السوق، معدل قيمة التداول ومعدل الدوران، وبين النمو الاقتصادي مُعبر عنه بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. وقد جُمعت البيانات الخاصة بهذه الدراسة من إحصائيات البنك العالمي للفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2012، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني: www.worldbank.org والبيانات المتاحة عبر موقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة: www.cosob.org.

الملاحق المرقمة من (1) إلى غاية (13) توضح مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي للاقتصادات التالية على الترتيب: ماليزيا، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، الصين، الهند، سنغفورة، تايلندا، هونغ كونغ، الأرجنتين، الشيلي، البرازيل، المكسيك والجزائر.

بالتالي سوف يتم في المرحلة الأولى تطبيق اختبار جذر الوحدة لمعرفة ما مدى استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة وتجنب النتائج المزيفة نتيجة لعدم استقرارها، من خلال استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع. وبعد إثبات أن السلاسل الزمنية مستقرة نتحول إلى اختبار التكامل المشترك أو المتزامن باستخدام اختبار جوهانسن. في المرحلة الثانية يتم تطبيق اختبار غرانجر للسببية لمعرفة اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة، ذلك من خلال إدخال منهجية غرانجر التقليدية في نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي، لمعرفة متى تقترب السلسلة من التوازن في المدى الطويل وتغيرات السلسلة الديناميكية المشتركة في المدى القصير.

مع الإشارة إلى أنه يرمز إلى متغيرات الدراسة كما يلي:

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

❖ المتغيرات المستقلة:

- معدل رسملة السوق "MCR"

- معدل قيمة التداول "SMVR"

- معدل الدوران "TR"

❖ المتغيرات التابعة:

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي "GDP_C"

- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي "GDP_{GR}"

2- اختبار استقرار السلاسل الزمنية

قبل اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة، سوف يتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات، ذلك باستخدام اختبار ديكي- فولر الموسع لاختبار وجود جذر الوحدة. حيث يسمح هذا الاختبار بفحص فرضية العدم بأن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة أي غير مستقرة، مقابل الفرضية البديلة بأن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة أي أنها مستقرة. والجدول رقم (14) يلخص نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF).

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

من خلال نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) الموضحة في الجدول رقم (14) يتبين أن هناك سلاسل زمنية مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5%، بالتالي تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة بأن السلاسل الزمنية لا تحتوي على جذر الوحدة، حيث كانت قيمة (t) المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة، وتكون بالتالي السلاسل متكاملة من الدرجة صفر. وهناك سلاسل زمنية غير مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5%، ولكنها تستقر عند أخذ الفرق الأول، ومنه يتم قبول الفرضية البديلة بأن السلاسل الزمنية لا تحتوي على جذر الوحدة، ومنه تكون السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى.

3- اختبار التكامل المشترك

كما تطرقنا سابقا هناك العديد من الطرق التي يتم استخدامها لاختبار التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية. وسوف يتم في هذه المرحلة استخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك الذي يعتبر الأفضل في هذه الحالة، وذلك عندما يزيد عدد المتغيرات عن متغيرين لاحتمال وجود أكثر من متجه للتكامل المشترك، وذلك بهدف تأكيد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. علما أنه يتم تطبيق هذا الاختبار فقط بين السلاسل الزمنية المتكاملة من نفس الدرجة. والجدول رقم (15) يوضح نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

من خلال الجدول رقم (15) الذي يوضح نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، يتبين أن:
❖ عند التعبير عن النمو الاقتصادي وفق مؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، فإن فرضية وجود علاقة تكامل مشترك بين:

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP_C) ومعدل رسملة السوق (MCR) مرفوضة في 50% من العينة محل الدراسة.

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP_C) ومعدل قيمة التداول (SMVR) مرفوضة في 50% من العينة محل الدراسة.

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP_C) ومعدل الدوران (TR) مرفوضة في 34% من العينة محل الدراسة.

❖ عند التعبير عن النمو الاقتصادي وفق مؤشر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، فإن فرضية وجود علاقة تكامل مشترك بين:

- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP_{GR}) ومعدل رسملة السوق (MCR) مرفوضة في 80% من العينة محل الدراسة.

- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP_{GR}) ومعدل قيمة التداول (SMVR) مرفوضة في 60% من العينة محل الدراسة.

- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP_{GR}) ومعدل الدوران (TR) مرفوضة في 72% من العينة محل الدراسة.

المطلب الثاني: اختبار السببية

في هذه المرحلة وبعد تطبيق اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، واختبار جوهانسن للتكامل المشترك، سوف نجري اختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ وعلى نموذج متجه الانحدار الذاتي، لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة سببية على المدى الطويل بين معدل رسملة السوق، معدل قيمة التداول ومعدل الدوران كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية، وكل من نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمؤشرين للنمو الاقتصادي، ومن ثم معرفة اتجاهها.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

1- اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

توضح الجداول المرقمة من (16) إلى غاية (21) نتائج اختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشرات سوق الأوراق المالية ومؤشري النمو الاقتصادي.

الجدول رقم (16): نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين

GDP_C & MCR

الفرضية الصفرية H ₀				
GDP _C لا يسبب MCR		MCR لا يسبب GDP _C		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
*0.0010	-1.5911	**0.0641	-0.543	ماليزيا
0.2431	-0.7221	*0.0031	-0.598	المكسيك

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول (16) يتبين أن معلمة حد تصحيح الخطأ معنوية وسالبة عند تقدير العلاقة بين معدل رسملة السوق ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في كلا الاتجاهين، وهذا يعني وجود علاقة سببية تبادلية بينهما في حالة ماليزيا. وعلاقة سببية تتجه من معدل رسملة السوق نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في حالة المكسيك.

الجدول رقم (17): نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين

GDP_C & SMVR

الفرضية الصفرية H ₀				
SMVR لا يسبب GDP _C		GDP _C لا يسبب SMVR		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
*0.0047	-1.0352	0.7412	0.342	ماليزيا
0.0688	0.536	*0.0013	-0.563	المكسيك

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

يوضح الجدول (17) وجود علاقة سببية تتجه من نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي نحو معدل قيمة التداول في حالة ماليزيا، وتتجه من معدل قيمة التداول نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في حالة المكسيك.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الجدول رقم (18): نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين

GDP_C & TR

الفرضية الصفرية H ₀				
GDP _C لا يسبب TR		GDP _C لا يسبب TR		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.7132	-0.4377	*0.0029	-0.5450	الأرجنتين
0.1020	-0.5478	*0.0285	-0.1711	المكسيك

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

يوضح الجدول (18) وجود علاقة سببية تتجه من معدل الدوران نحو نصيب الفرد من الناتج

المحلي الإجمالي في حالة كل من الأرجنتين والمكسيك.

الجدول رقم (19): نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين

GDP_{GR} & MCR

الفرضية الصفرية H ₀				
MCR لا يسبب GDP _{GR}		GDP _{GR} لا يسبب MCR		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
*0.0001	-1.629	*0.0000	-1.5572	ماليزيا
*0.0258	-0.6992	*0.0045	-1.0864	كوريا الجنوبية
0.9024	-0.0020	0.0112	0.1423	الصين
*0.0213	-0.3232	*0.0088	-0.9232	هونغ كونغ

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

يبين الجدول (19) وجود علاقة سببية تبادلية بين معدل رسملة السوق ومعدل نمو الناتج

المحلي الإجمالي في حالة كل من ماليزيا، كوريا الجنوبية وهونغ كونغ. بينما لا توجد علاقة سببية بين

هذين المتغيرين في حالة الصين.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الجدول رقم (20): نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين

GDP_{GR} & SMVR

الفرضية الصفرية H_0				
SMVR لا يسبب GDP _{GR}		GDP _{GR} لا يسبب SMVR		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
*0.0005	-1.305	*0.0004	-1.460	ماليزيا
0.2907	-0.0097	0.1137	0.1273	الصين
0.0708	0.6147	0.1740	-0.4873	الهند

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

الجدول (20) يوضح وجود علاقة سببية تبادلية بين معدل قيمة التداول ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في حالة ماليزيا. بينما لا توجد علاقة سببية بين هذين المتغيرين في حالة الصين والهند.

الجدول رقم (21): نتائج اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ بين

GDP_{GR} & TR

الفرضية الصفرية H_0				
TR لا يسبب GDP _{GR}		GDP _{GR} لا يسبب TR		
الاحتمال	المعامل	الاحتمال	المعامل	
0.2801	1.1335	*0.0012	-1.336	ماليزيا
**0.0713	-1.1614	0.0543	0.1847	الصين
0.2496	-0.2932	*0.0157	-0.9812	الهند
*0.0470	-0.7058	*0.0004	-1.4393	تايلندا
0.0871	0.6740	0.0027	1.2897	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

- MCR: لوغاريتم معدل رسملة السوق.

- SMVR: لوغاريتم معدل قيمة التداول.

- TR: لوغاريتم معدل الدوران.

- GDP_C: لوغاريتم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

- GDP_{GR}: لوغاريتم معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

- *, ** تعني أنه تم رفض الفرضية الصفرية H_0 عند مستوى معنوية 5%، 10%.

- الفرضية الصفرية هي أن سوق الأوراق المالية لا يسبب النمو الاقتصادي في الانحدار الأول، ضد الفرضية العكسية أن النمو الاقتصادي لا يسبب تطور في سوق الأوراق المالية في الانحدار الثاني.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

يتضح من خلال الجدول (21) وجود علاقة سببية تتجه من معدل الدوران نحو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في حالة كل من ماليزيا والهند، وعلاقة تتجه من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي نحو معدل الدوران في حالة الصين. بينما لا توجد علاقة سببية بين هذين المتغيرين في حالة الجزائر.

2- اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)

توضح الجداول المرقمة من (22) إلى غاية (27) نتائج اختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج متجه الانحدار الذاتي بين مؤشرات سوق الأوراق المالية ومؤشري النمو الاقتصادي.

الجدول رقم (22): نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذات يبين

GDP_C & MCR

الفرضية الصفرية H ₀		
F(n, k)		
MCR لا يسبب GDP _C	GDP _C لا يسبب MCR	
2.7491	*9.8226	إندونيسيا
2.2699	*16.2018	كوريا الجنوبية
0.1918	*42.3658	الصين
2.9585	1.1954	الهند
0.6559	*42.4025	سنغفورة
*7.8170	1.0740	تايلندا
1.4987	*24.3451	هونغ كونغ
2.2346	*9,3175	الأرجنتين
0.6634	*7,7095	الشيلي
0.1959	*41.7682	البرازيل
1.5360	2.1411	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الجدول رقم (23): نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين

GDP_C & SMVR

الفرضية الصفرية H ₀		
F(n, k)		
GDP _C لا يسبب SMVR	SMVR لا يسبب GDP _C	
2.4796	*5.6135	إندونيسيا
0.8321	*26.8963	الصين
0.8163	*28.8883	الهند
0.8030	*34.2351	سنغفورة
*24.8253	*5.0979	تايلندا
*9.3177	*39.4827	هونغ كونغ
*5.8620	*46.1052	الشيلي
*9.2458	*20.9762	البرازيل
0.5611	0.3693	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

الجدول رقم (24): نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين

GDP_C & TR

الفرضية الصفرية H ₀		
F(n, k)		
TR لا يسبب GDP _C	GDP _C لا يسبب TR	
1.5020	*9.3542	إندونيسيا
2.7123	*16.8249	الصين
*22.4758	*34.3661	الهند
1.5227	*25.0624	سنغفورة
*13.8629	1.3725	هونغ كونغ
*12.8401	*31.6699	الشيلي
*14.2672	*18.6773	البرازيل

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الجدول رقم (25): نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين

GDP_{GR} & MCR

الفرضية الصفرية H_0		
$F(n, k)$		
MCR لا يسبب GDP _{GR}	GDP _{GR} لا يسبب MCR	
1.0321	1.4990	إندونيسيا
0.7725	2.4187	سنغفورة
1.1077	2.4144	تايلندا
1.0972	0.2983	الأرجنتين
2.1157	1.7921	الشيلي
0.4243	*9.4182	البرازيل
1.64	*4.85	المكسيك
0.9603	1.1620	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

الجدول رقم (26): نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين

GDP_{GR} & SMVR

الفرضية الصفرية H_0		
$F(n, k)$		
SMVR لا يسبب GDP _{GR}	GDP _{GR} لا يسبب SMVR	
2.1939	0.7020	إندونيسيا
1.5688	0.1413	كوريا الجنوبية
0.7841	0.9423	سنغفورة
*4.8820	0.6887	تايلندا
*7.8558	1.1488	الشيلي
1.4560	*5.1242	البرازيل
*4.9191	0.5229	المكسيك
1.4560	0.7211	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الجدول رقم (27): نتائج اختبار السببية في إطار نموذج متجه الانحدار الذاتي بين

GDP_{GR} & TR

الفرضية الصفرية H ₀		
F(n, k)		
GDP _{GR} لا يسبب TR	TR لا يسبب GDP _{GR}	
1.2909	0.9093	إندونيسيا
*4.6992	0.7409	كوريا الجنوبية
1.5488	0.5911	سنغفورة
*12.0600	0.7029	الشيلي
*9.6523	2.0678	البرازيل
0.5724	2.6914	المكسيك

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

- n, k عدد درجات التأخر وعدد المشاهدات.

- تم تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي بالاعتماد على الفروق الأولى للمتغيرات.

- **،* الإحصائية (p) معنوية عند مستوى معنوية 5%، 10%.

تبعاً لنتائج السببية في إطار نموذج الانحدار الذاتي الاتجاهي كما هي مبينة في الجداول أعلاه، يتضح أن هناك اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين مؤشرات سوق الأوراق المالية ومؤشري النمو الاقتصادي على مستوى عينة الدراسة.

ومن خلال الجدولين رقم (28) و(29) اللذان يلخصان نتائج اختبار السببية وفق منهجية غرانجر بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، تم التوصل إلى أن:

- 15,21% من عينة الدراسة يكون فيها اتجاه السببية من سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي.

- 13,46% من عينة الدراسة يكون فيها اتجاه السببية من النمو الاقتصادي نحو سوق الأوراق المالية.

- 13,46% من عينة الدراسة تكون فيها العلاقة السببية تبادلية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

- 51,92% من عينة الدراسة تبين عدم وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الفصل الرابع: أثر تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة
بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر -

الجدول رقم (29): طبيعة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على مستوى

الاقتصادات محل الدراسة

لا توجد علاقة سببية	سوق الأوراق المالية → النمو الاقتصادي	النمو الاقتصادي ← سوق الأوراق المالية	سوق الأوراق المالية ← النمو الاقتصادي	
0.25	0.25	0.25	0.25	ماليزيا
0.75	-	-	0.25	إندونيسيا
0.5	0.25	-	0.25	كوريا الجنوبية
0.5	-	0.25	0.25	الصين
0.5	0.25	-	0.25	الهند
0.75	-	-	0.25	سنغفورة
0.5	0.25	0.25	-	تايلندا
0.5	-	-	0.25	هونغ كونغ
0.5	-	0.25	0.25	الأرجنتين
0.25	0.25	0.25	0.25	الشيلي
0.25	0.25	0.25	0.25	البرازيل
0.5	-	0.25	0.25	المكسيك
1	-	-	-	الجزائر
6.75	1.75	1.75	2.75	المجموع
51.92	13.46	13.46	21.15	المجموع %

المصدر: من إعداد الباحثة.

خلاصة الفصل

تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى واقع أسواق الأوراق المالية الناشئة التي تلعب حاليا دورا هاما في تمويل الاقتصاد العالمي، هذه الأسواق التي حققت مستويات أداء عالية جدا خاصة خلال السنوات الأخيرة، ولكن بالرغم من هذا الأداء المتميز إلا أنها تبقى أسواق من الدرجة الثانية وذلك راجع إلى عدة عوامل على عدة مستويات.

كما تم التعرض إلى واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة، حيث بالرغم من مرور عدة سنوات على تأسيسها إلا أن أداءها لم يرق إلى التطلعات المنشودة، ويتضح ذلك من خلال مؤشرات تطورها التي تعتبر ضعيفة جدا، ويمكن إرجاع ذلك إلى عدة عراقيل من بينها قلة عدد الشركات المدرجة، عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة، ضعف نظام المعلومات، قلة الوعي الاستثماري...إلخ. لذا يجب العمل على تفعيلها من خلال تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين، زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية، طرح المزيد من الأدوات المالية ونشر الثقافة الاستثمارية في مجال البورصة...إلخ.

وتم القيام في المبحث الأخير بدراسة قياسية لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في عينة الدراسة المتمثلة في بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر خلال الفترة (1999-2012)، وكذلك تحديد اتجاه العلاقة السببية بينهما، فيما إذا كانت تتجه من سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي، أم من النمو الاقتصادي باتجاه سوق الأوراق المالية، أم أن هناك علاقة تبادلية بينهما أي كلاهما يسبب الآخر، وذلك باستخدام عدة اختبارات.

من خلال نتائج الدراسة القياسية تم التوصل إلى أن هناك اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية ممثلا بمعدل رسملة السوق، معدل قيمة التداول ومعدل الدوران، والنمو الاقتصادي معبر عنه بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث أن بعضها أحادية الاتجاه وبعضها الآخر تبادلية، هذا فيما يخص الاقتصادات الناشئة محل الدراسة. بينما لم تكن هناك علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في حالة الجزائر.

الختامة

تعتبر مناقشة فكرة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي من أهم المواضيع التي لاقت اهتماما بالغا من طرف الاقتصاديين والباحثين في هذا المجال، بدرجة أثرت الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية التي تناولت هذا الموضوع الحيوي. وعندما يتم الحديث عن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي يعني العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

إن دراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي ليست فكرة جديدة، ولكن الذي يتغير هي الآراء المتعلقة بطبيعة هذه العلاقة، حيث أن الفكر الاقتصادي منذ زمن الفكر الكلاسيكي ظل يناقش قضية كيفية توفير التمويل اللازم بهدف زيادة معدلات النمو الاقتصادي، أي منذ فترة ما قبل الكساد العظيم وظهور الفكر الكينزي. ويعتبر Gurley & Shaw من الأوائل الذين تناولوا دراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي، وتوصلا إلى أن أحد الفروق بين الدول المتقدمة والدول النامية يتمثل في التطور الذي عرفته أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة والذي فتح المجال أمام المستثمرين للحصول على التمويل الكافي لزيادة الإنتاجية وتحقيق النمو الاقتصادي. إن تحديد عوامل النمو الاقتصادي وطرق التفاعل بينها ساعد واضعي السياسات الاقتصادية على تفهم عملية النمو الاقتصادي والتأثير على نتائجها. الأمر الذي يعكس أهمية بناء النماذج الاقتصادية لتوضيح عملية النمو الاقتصادي.

ونظرا للدور الهام الذي يقوم به سوق الأوراق المالية في تحريك عجلة النمو الاقتصادي، من خلال المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة والمتوسطة والطويلة الأجل، المساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة كفاءة توزيع الموارد وتراكم رأس المال المادي والبشري وإرساء خطى التقدم التقني، وهي تعتبر دوال أساسية للنمو الاقتصادي.

خلال فترة منتصف الثمانينات تميز أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة بالتذبذب، كما تم توضيحه عند تطرقنا إلى خصائص الأسواق الناشئة في الفصل الأخير، ومنها خطر التقلبات الحادة فيها ومردوديتها المرتفعة المتقلبة، حساسيتها الشديدة لبعض العوامل الخارجية كتطورات أسعار المواد الأولية ووجود قيود على الملكية وعلى التحويلات بالعملة الصعبة، فحسب وجهة نظر المستثمرين، هذه العوامل حالت دون دخولهم إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة لفترة محددة. ولكن في النصف

الثاني من عقد الثمانينات ازداد الاستثمار الأجنبي في هذه الأسواق، حيث أصبحت تسمح للمستثمر بالحصول على مردودية مرتفعة وبتقليل المخاطر التي يتعرض لها، إذا ما أقدم على تنويع محفظته المالية. وتتضح المردودية العالية عبر معدلات النمو الهامة لاقتصادات بلدان الأسواق الناشئة، أما بالنسبة لتقليل الخطر فيظهر من خلال ضعف الارتباط بين المردودية في الأسواق الناشئة والملاحظة في الأسواق المتطورة.

في نفس الإطار، أدركت الجزائر أهمية إقامة سوق للأوراق المالية وقامت بتأسيس بورصة للقيم المنقولة في أمل أن تساهم في إنعاش القطاع المالي ومن ثم الاقتصاد الوطني. إلا أنه ومن خلال تتبع مستويات أدائها تم التوصل إلى أنها بعيدة كل البعد عن مستويات أداء باقي البورصات العالمية، ويرجع ذلك إلى العديد من العراقيل القانونية، الاقتصادية، الثقافية والدينية.

وتبعاً للدراسة القياسية التي تم القيام بها لمعرفة أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة من الاقتصادات الناشئة والجزائر خلال الفترة (1999-2012)، وذلك بالاعتماد على اختبار غرانجر للسببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ ونموذج متجه الانحدار الذاتي، لمعرفة اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات محل الدراسة. تم التوصل إلى أن هناك اختلاف في طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين أسواق الاقتصادات الناشئة، بورصة الجزائر، والنمو الاقتصادي، ويرجع ذلك إلى اختلاف وتباين أداء كل سوق من بين هذه الأسواق.

ولكن بصفة عامة يمكن القول أنه توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في معظم العينة المختارة من الاقتصادات الناشئة، بعضها أحادية الاتجاه وبعضها الآخر تبادلية، ولا توجد علاقة سببية بين هذين المتغيرين في الجزائر.

1- نتائج الدراسة

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- بالرغم من وجود اختلاف بين الاقتصاديين حول طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، واتجاه هذه العلاقة، لا يمكن صرف النظر عن الدور الهام الذي يقوم به سوق الأوراق المالية في تحريك عجلة النمو الاقتصادي من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية، تخفيض تكاليف رأس المال بسبب تسهيل إدارة المخاطر. كل هذه

الوظائف من شأنها أن تسرع تراكم رأس المال وترفع كفاءة توزيع الموارد. ومنه تم قبول الفرضية الأولى للدراسة.

- تعرف أسواق الأوراق المالية الناشئة نموا هائلا يتضح من خلال مؤشرات أدائها. حيث كانت هذه الأسواق خلال فترة زمنية معينة تعاني من خلل في أدائها، ينعكس في ضعف السيولة والانغلاق في وجه المستثمر الأجنبي والافتقار إلى أدوات مالية جيدة ومتنوعة، إضافة إلى ضعف الشفافية ونقص المعلومات. إلا أنها خلال السنوات الأخيرة، في النصف الثاني من الثمانينات، تبنت هذه الدول برامج الإصلاح الاقتصادي والتحرير المالي وبرامج الخصخصة وتنمية القطاع المالي، ما انعكس إيجابيا على مستويات أداء هذه الأسواق. ومنه تم قبول الفرضية الثانية للدراسة.

- يتضح من خلال مؤشرات أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2012 أنها تتميز بصغر الحجم وقلة السيولة. ومنه تم قبول الفرضية الثالثة للدراسة.

- يمكن إرجاع ضعف أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة إلى العديد من العراقيل منها ضيق السوق ومحدوديته بسبب قلة الشركات المدرجة فيه وبالتالي انخفاض القيمة السوقية ونسبة الأسهم المتداولة، وانخفاض سيولة السوق الذي يعكسه انخفاض معدل الدوران وضعف حركة التداول. كذلك من بين الأسباب ضآلة الطلب على الأدوات المالية بسبب انخفاض معدل الادخار ونقص الوعي الاستثماري لدى الأفراد. بالتالي فإن التحديات التي ستواجهها بورصة الجزائر للقيم المنقولة ستكون أكبر في ظل التغيرات الهيكلية التي طرأت على التمويل المحلي والدولي في العقدين الأخيرين. ومنه تم قبول الفرضية الرابعة للدراسة.

- بناء على نتائج الدراسة القياسية تم التوصل إلى أنه فعلا سوق الأوراق المالية يسبب ويؤثر في النمو الاقتصادي. إلا أن هناك اختلاف في اتجاه العلاقة السببية بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث أن بعضها أحادية الاتجاه وبعضها الآخر تبادلية، هذا فيما يخص الاقتصادات الناشئة محل الدراسة، بينما لم تكن هناك علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في حالة الجزائر. وبالتحديد تم التوصل إلى ما يلي:

■ 21,15% من عينة الدراسة يكون فيها اتجاه السببية من سوق الأوراق المالية نحو النمو

الاقتصادي.

■ 13,46% من عينة الدراسة يكون فيها اتجاه السببية من النمو الاقتصادي نحو سوق الأوراق المالية.

■ 13,46% من عينة الدراسة تكون فيها العلاقة السببية تبادلية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

■ 51,92% من عينة الدراسة تبين عدم وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

وبالتالي تم قبول الفرضية الخامسة ورفض الفرضية السادسة للدراسة.

2- الاقتراحات

على ضوء ما سبق ونظرا للدور الهام الذي يقوم به سوق الأوراق المالية يمكن تقديم الاقتراحات التالية، التي نرى أنها ضرورية ويمكن الاستفادة منها في بورصة الجزائر حتى ترقى إلى مستوى باقي البورصات العالمية وتؤدي دورها في النشاط الاقتصادي:

- العمل على إحداث تغييرات في القوانين والتشريعات التي تخص بورصة الجزائر والشركات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج.

- تسريع عملية خصخصة المؤسسات العمومية خاصة التي تتميز بمركز مالي جيد، من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.

- العمل على طرح أدوات مالية جديدة مثل المشتقات المالية وتوسيع قاعدة المستثمرين.

- إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع من خلال مختلف الوسائل الإعلامية وكذلك شبكة

الاتصال العالمية.

- الاستفادة من تجارب الاقتصادات الرائدة - المتقدمة والناشئة - في هذا المجال مع مراعاة

المتغيرات البيئية التي تحكم خصائص وطبيعة بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

- ضرورة إعطاء الأهمية الكافية للدراسات القياسية فيما يخص أسواق الأوراق المالية، هذا من

شأنه أن يساهم في اتخاذ القرارات المستقبلية المناسبة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

1. أبو موسى رسمية أحمد، (2005): الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
2. إدريس ثابت عبد الرحمان، (2005): نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
3. آل شبيب دريد كامل، (2012): الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
4. البكري كامل، (1986): التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية: بيروت، لبنان.
5. البلداوي عبد الحميد عبد المجيد، (2007): الإحصاء للعلوم الإدارية والتطبيقية، دار الشروق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
6. التميمي أرشد فؤاد، (2010): الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
7. الجمل جمال جويدان، (2002): الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
8. الحبيب فايز إبراهيم، (1985): نظريات التنمية والنمو الاقتصادي، جامعة الملك سعود: الرياض، السعودية.
9. الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، (2002): بورصة الأوراق المالية بين النظري والتطبيق، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
10. الحناوي محمد صالح، (1997): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
11. الحناوي محمد صالح، (1998): تحليل وتقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
12. الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد والعبد جلال إبراهيم، (2007): تقييم الأسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية-، المكتب الجامعي الحديث: الإسكندرية، مصر.

13. الخضيرى محسن أحمد، (2005): حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية: القاهرة، مصر.
14. الخطيب شذا جمال، (2008): العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
15. الداغر محمود محمد، (2007): الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات-، دار الشروق: عمان، الأردن.
16. الزراري عبد النافع عبد الله، غازي توفيق فرح، (1999): الأسواق المالية، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
17. الزيدانين جميل سالم، (1999): أساسيات الجهاز المالي، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
18. السيسى صلاح الدين حسن، (1998): بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الوسام للنشر والطباعة: بيروت، لبنان.
19. الشرفات علي جدوع، (2010): التنمية الاقتصادية في العالم العربي- الواقع، العوائق، سبل النهوض -، دار جليس الزمان: عمان، الأردن.
20. الشريف عصام عزيز، (1981): مقدمة في الاقتصاد القياسي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
21. الشيرازي عباس مهدي، (1991): نظرية المحاسبة، مطبعة ذات السلاسل، الكويت.
22. الصافي وليد، البكري أنس، (2009): الأسواق المالية والدولية، دار البداية والمستقبل: عمان، الأردن.
23. الصيرفي محمد، (2008): البورصات، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر.
24. العذاري عدنان داود، (2010): الاقتصاد القياسي- نظرية وحلول تطبيق باستخدام برنامج Minitab, Release 14 -، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
25. العيسوي إبراهيم، (2000): التنمية في عالم متغير- دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها -، دار الشروق: الإسكندرية، مصر.
26. القرشي مدحت، (2007): التنمية الاقتصادية- نظريات، سياسات وموضوعات -، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.

27. القريشي محمد صالح تركي، (2010): علم اقتصاد التنمية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
28. المراني إيمان فاضل، الزعبي هيثم محمد، (2002): نظم المعلومات الإدارية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
29. الملاك وسام، (2003): البورصات والأسواق المالية العالمية - قضايا نقدية ومالية -، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني ومكتبة رأس النبع: بيروت، لبنان.
30. الموسوي ضياء مجيد، (بدون سنة طبع): الاقتصاد النقدي - قواعد، نظم، نظريات، سياسات، مؤسسات نقدية -، مطبعة النخلة ودار الفكر، الجزائر.
31. النجفي سالم توفيق، (2000): أساسيات علم الاقتصاد، الطبعة الأولى، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية: القاهرة، مصر.
32. النشار محمد فتح الله، (2006): التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة: الإسكندرية، مصر.
33. الهواري عادل مختار، (1998): التنمية الاقتصادية، دار المعرفة الجامعية: الإسكندرية، مصر.
34. اندراوس عاطف وليم، (2006): أسواق الأوراق المالية - بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها -، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، مصر.
35. بخيت حسين علي، فتح الله سحر، (2007): الاقتصاد القياسي، دار اليازوري: عمان، الأردن.
36. برهان محمد نور، رحو غازي إبراهيم، (1998): نظم المعلومات المحاسبية، دار المناهل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
37. بن قانة إسماعيل محمد، (2012): اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتيجيات)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
38. بن قدور أشواق، (2013): تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الريادة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
39. تودارو ميشيل، (2006): التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود، دار المريخ: الرياض، السعودية.
40. تومي صالح، (1999): مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

41. جاهين السيد محمد أحمد، (2001): سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1978-1981، دار النهضة العربية: القاهرة، مصر.
42. جبار محفوظ، (2002): الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومه للنشر والتوزيع، الجزائر.
43. جودة صلاح السيد، (2000): بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع: الإسكندرية، مصر.
44. حجازي المرسي السيد، عطية عبد القادر محمد عبد القادر، (2001): مقدمة في الاقتصاد القياسي - المبادئ والتطبيقات -، النشر العلمي والمطابع: الرياض، السعودية.
45. حسين عصام، (2008) : أسواق الأوراق المالية - البورصة -، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
46. حسين مصطفى، شفيق محمد وبدران أمية، (1995): أبعاد التنمية في الوطن العربي، دار المستقبل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
47. حشمان مولود، (1998): نماذج التنبؤ قصير المدى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
48. حماد طارق عبد العال، (2001): المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
49. حماد طارق عبد العال، (2002): بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
50. حماد طارق عبد العال، (2005): حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
51. حمزة حسن كريم، (2011): العولمة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
52. حنفي عبد الغفار، (بدون سنة الطبع): البورصات - أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث: الإسكندرية، مصر.
53. حنفي عبد الغفار، قرياص رسمية والعبد جلال، (2006): الأسواق المالية، أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.

54. حنفي عبد الغفار، قرياص رسمية، (2000): أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة: الإسكندرية، مصر.
55. حنفي عبد الغفار، قرياص رسمية، (2000): الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
56. حنفي عبد الغفار، قرياص رسمية، (2005): أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
57. خلف فليح حسن، (2006): الأسواق المالية والنقدية، دار جدار للكتاب العالمي وعالم الكتب الحديث: عمان، الأردن.
58. خلف فليح حسن، (2006): التنمية والتخطيط الاقتصادي، دار جدار للكتاب العالمي: عمان، الأردن.
59. خليفة محمد ناجي حسن، (2001): النمو الاقتصادي - النظرية والمفهوم -، دار القاهرة للنشر: القاهرة: مصر.
60. داود حسام علي، السواعي خالد محمد، (2013): الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة: عمان، الأردن.
61. رضوان سمير عبد الحميد، (2005): المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات: القاهرة، مصر.
62. رمضان زياد، (1998): مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
63. رمضان زياد، (2007): مبادئ الاستثمار، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
64. زكي رمزي، (1999): العولمة المالية، دار المستقبل العربي: القاهرة، مصر.
65. زهران علاء الدين محمود، (2000): الاستثمار في سوق الأوراق المالية، معهد التخطيط القومي: القاهرة، مصر.
66. سليمان محمد مصطفى، (2006): حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الطبعة الأولى، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
67. شرابي عبد العزيز، (2000): طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

68. شطناوي زكريا سلامة عيسى، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
69. شعباني إسماعيل، (1997): مقدمة في اقتصاد التنمية، الطبعة الثانية، دار هومه للنشر والتوزيع، الجزائر.
70. شمعون شمعون، (1999): البورصة - بورصة الجزائر -، الأطلس للنشر، الجزائر.
71. شيخي محمد، (2012): طرق الاقتصاد القياسي - محاضرات وتطبيقات -، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
72. صقر عمر، (2000-2001): العولمة واقتصاديات معاصرة، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
73. عبد الجواد محمد عوض، الشديفات علي إبراهيم، (2006): الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية -، دار حامد للنشر: عمان، الأردن.
74. عبد الحميد عبد المطلب، (2001): العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
75. عبد الحميد عبد المطلب، (2010): اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات: القاهرة، مصر.
76. عبد القادر السيد متولي، (2009): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر: عمان، الأردن.
77. عبد اللطيف أحمد سعد، (1998): بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
78. عجمية محمد عبد العزيز، الليثي محمد علي، (2001): التنمية الاقتصادية - مفهومها، سياساتها، نظرياتها -، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
79. عجمية محمد عبد العزيز، ناصف إيمان عطية ونجا علي عبد الوهاب، (2007): التنمية الاقتصادية - مفهومها، نظرياتها، سياساتها -، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
80. عجمية محمد عبد العزيز، ناصف إيمان عطية، (2003): التنمية الاقتصادية - دراسات نظرية وتطبيقية -، قسم الاقتصاد: الإسكندرية، مصر.

81. عريقات حربي محمد موسى، (2006): مبادئ الاقتصاد - التحليل الكلي -، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
82. عطون مروان، (2003): الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
83. عطية أحمد صالح، (2003): مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
84. عطية عبد القادر محمد عبد القادر ، مقلد رمضان محمد أحمد، (2005): النظرية الاقتصادية، كلية الاقتصاد: جامعة الإسكندرية، مصر.
85. عطية عبد القادر محمد عبد القادر، (1999): اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
86. عطية عبد القادر محمد عبد القادر، (2005): الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
87. علي عبد الوهاب نصر، شحاتة السيد شحاتة، (2007): مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
88. قحف منذر، (2003): ندوة بعنوان قضايا معاصرة في النقود والبنوك والمساهمة في الشركات، الطبعة الثانية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية.
89. كافي مصطفى يوسف، (2009): بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر: دمشق، سوريا.
90. كميل حبيب، حازم البني، (2000): من النمو والتنمية إلى العولمة والغات، المؤسسة الحديثة للكتاب: طرابلس، لبنان.
91. كيسو دونالد، بجانن جيري، (2005): المحاسبة المتوسطة، ترجمة أحمد حامد حجاج، دار المريخ للنشر والتوزيع: الرياض، السعودية.
92. مجيد ضياء، (2003): البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها - الأسهم والسندات -، مؤسسة شباب الجامعة: الإسكندرية، مصر.

93. محمد أميرة حسب الله، (2004-2005): محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية (دراسة مقارنة: تركيا، كوريا الجنوبية، مصر)، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
94. محي الدين عمر، (2000): أزمة النمر الآسيوية - الجذور والآليات والدروس المستفادة -، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.
95. مصطفى محمد مدحت، أحمد سهير عبد الظاهر، (1999): النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية، مطبعة الإشعاع الفنية: الإسكندرية، مصر.
96. معروف هوشيار، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر: عمان، الأردن.
97. مكيد علي، (2007): الاقتصاد القياسي - دروس ومسائل محلولة -، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
98. هاني حسين بني، (2002): الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
99. هندي منير إبراهيم، (1994): صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر.
100. هندي منير إبراهيم، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر.
101. هندي منير إبراهيم، (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر.
102. هندي منير إبراهيم، (2008): أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر.
103. ياسين محمد يوسف، (2004): البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية: بيروت، لبنان.

ب- الدوريات والمجلات العلمية

1. الجنابي نبيل مهدي، حسين كريم سالم، (2011): العلاقة بين أسعار النفط الخام وسعر صرف الدولار باستخدام التكامل المشترك وسببية (Granger)، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 1، بغداد، العراق.
2. السعيد هالة حلمي، (1999): الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة: مسح مرجعي، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، بنك الكويت الصناعي، الكويت.
3. الصفاوي صفاء يونس، يحيى مزاحم محمد، (2008): العلاقة بين الأسعار العالمية للنفط، اليورو والذهب باستخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR)، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، المجلد 8، العدد 14، الموصل، العراق.
4. الطائي فاضل عباس، (2006): التنبؤ والتمهيد للسلاسل الزمنية باستخدام التحويلات مع التطبيق، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، المجلد 17، عدد خاص بوقائع المؤتمر العلمي الثاني للرياضيات الإحصائية والمعلوماتية، الموصل، العراق.
5. العبدلي سعد عبد نجم، سليمان هيفاء يوسف، (2013): تحليل العلاقة السببية بين إجمالي تكوين رأس المال الثابت والنتاج المحلي الإجمالي للقطاع الزراعي العراقي للمدة 1980-2010، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 73، بغداد، العراق.
6. العبدلي عابد بن عابد، (2007)، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، العدد 32، القاهرة، مصر.
7. النواس رافد عبيد، (2008): أثر حوكمة الشركات على جودة أداء مراقب الحسابات - نموذج مقترح -، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد 50، بغداد، العراق.
8. بن حاسين بن اعمر، جديدين لحسين وبن بوزيان محمد، (2012): كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب -، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، ورقلة، الجزائر.
9. بن معزو زكريا، حمادة كمال، (2013): قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (kaopen): دراسة قياسية (1970-2010)، مجلة الباحث، ورقلة، الجزائر.

10. بورقبة شوقي، (2010): دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، سطيف، الجزائر.
11. بوكساني رشيد، أوكيل نسيمة، (2010): مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 5، قالمة، الجزائر.
12. جبار محفوظ، (2007): اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004: دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 10، العدد 1، عمان، الأردن.
13. دربال أمينة محمد، بوزيان محمد عبد القادر، (2012): اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية بطريقة التكامل المتزامن، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد 32، العدد 1، جدة، السعودية.
14. سلامي أحمد، شيخي محمد، (2013)، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، مجلة الباحث، العدد 13، ورقلة، الجزائر.
15. شرف سمير، شعبان إسماعيل واسبر هدى، (2009): دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، اللاذقية، سوريا.
16. عبد المطلب إيمان، (2011): مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 23، تكريت، العراق.
17. عريش شفيق، نقار عثمان وإسماعيل رولي شفيق، (2011): اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية - ، المجلد 33، العدد 5، اللاذقية، سوريا.
18. عمر دينا أحمد، (2009): أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 31، العدد 96، الموصل، العراق.

19. كاتا ارنستو هيرنانديز، (ديسمبر 2000): لزيادة النمو والاستثمار في إفريقيا جنوب الصحراء ماذا يمكن عمله؟، مجلة التمويل والتنمية، الصادرة عن صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية.
20. لطرش سميرة، (2009): العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 32، قسنطينة، الجزائر.
21. مفتاح صالح، معارفي فريدة، (2009-2010): متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها -، مجلة الباحث، العدد 7، ورقلة، الجزائر.
22. مفتاح صالح، (2002): العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2، بسكرة، الجزائر.
23. نقار عثمان، العواد منذر، (2012): استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سوريا، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، دمشق، سوريا.
24. يونس مفيد ذنون، الدباغ مثنى عبد الرزاق، (2008): الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 91، الموصل، العراق.

ج- الرسائل الجامعية

1. بن شعيب فاطمة الزهراء، (2010-2011): دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية -، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.
2. بودخدخ كريم، (2009-2010): أثر سياسة الإنفاق العام على النمو الاقتصادي - دراسة حالة الجزائر -، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر.
3. بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.
4. زيطاري سامية، (2004): ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

5. طويطي مصطفى، (2010): الجودة والتخطيط الإجمالي للإنتاج في المؤسسات المصرفية باستخدام النماذج الرياضية والإحصائية "حالة القرض الشعبي الجزائري"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.
6. مباركي سامي، (2003-2004): فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس-، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر.
7. محسن سميرة، (2006): المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة البنك BNP PARIBAS)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر.
8. مواسة إلهام، (2010): الهندسة المالية بين ابتكارات لإدارة المخاطر ومنتجات مسببة للأزمات - دراسة حالة بعض الاقتصاديات الناشئة -، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر.
9. ولد حام الطالب مصطفى، (2004): التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر.

د- الملتقيات العلمية

1. الحاج عرابة، تبر زعودة، (2013): حوكمة الشركات كآلية للرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية، المؤتمر الدولي حول دور حوكمة الشركات في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، المنعقد يومي 19-20 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.
2. السحبياني صالح إبراهيم، (2007): سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، الملتقى السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، المنعقد خلال الفترة 2-4 جوان، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية.
3. النجار أحمد منير، (2005): عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع - استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة -، المنعقد يومي 15-16 مارس، جامعة فيلادلفيا، الأردن.

4. بن رجم محمد خميسي، (2009): المنتجات المالية المشتقة - أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟ -، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، المنعقد يومي 20-21 أكتوبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
5. جودي محمد رمزي، (2012): اهتمام لجنة معايير المحاسبة الدولية بالإفصاح المحاسبي كمدخل لحوكمة الشركات، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، المنعقد يومي 6-7 ماي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
6. زاهلر روبيرتو، (2003): التطور المالي في الشيلي، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي، المنعقد يومي 7-8 ديسمبر، أبو ظبي.
7. زايدي عبد السلام، بوعظم كمال، (2009): حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، المنعقد يومي 18-19 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر.
8. زيدان محمد، نورين بومدين، (2006): دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، المنعقد يومي 21-22 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر.
9. فلاح صالح، (2004): بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، المنعقد من 31 ماي إلى 2 جوان، الجزائر.
10. محمد طيفور أمينة، بودوشن ياقوتة، (2013): حوكمة الشركات ودورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة)، المؤتمر الدولي حول دور حوكمة الشركات في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، المنعقد يومي 19-20 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.

11. مرابط ساعد، بلميهوب أسماء، (2006): العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، المنعقد يومي 21-22 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.

12. موننتيل بيتر، (2003): التمويل والرفاهية والنمو، ورقة بحث مقدمة خلال الندوة الثالثة تحت إشراف معهد السياسات الاقتصادية في صندوق النقد العربي، المنعقد يومي 7-8 ديسمبر، أبو ظبي.

ه- النصوص التشريعية

1. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادرة بتاريخ 25 أبريل 1993.

و- التقارير

1. التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني: www.cosob.org Consulté le: 17/09/2013

2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، (2010): تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي. متاح عبر الموقع الإلكتروني: www.cosob.org Consulté le: 03/09/2013.

ز- الأوراق والبحوث العلمية

1. السعيد هالة حلمي، سمك نجوى عبد الله، (2001): تحفيز الطلب على سوق الأوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق المال المصري، سبتمبر.

2. الفقهي فخر الدين، وفا محمد محمود، (2008): أسواق الأوراق المالية العربية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، ورقة عمل متاحة عبر الموقع الإلكتروني: <http://www.docsto.com/docs/136704668/> Consulté le: 10/11/2012.

3. الكواز أحمد، اقتصاديات التنمية والنمو، متاحة عبر الموقع الإلكتروني: [www.arab-api.org/ar/training-programbists.aspx?trainingcatid=1#prettyphoto\[iframe\]/17/](http://www.arab-api.org/ar/training-programbists.aspx?trainingcatid=1#prettyphoto[iframe]/17/) Consulté le: 06/01/2014.

4. الميداني محمد أيمن عزت، (2002): تطوير أسواق الأوراق المالية في سوريا، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، متاحة عبر الموقع الإلكتروني:

<http://www.mafhoum.com/syr/articles02/midani/midani.htm> Consulté le: 23/04/2014.

5. بخاري عبلة عبد الحميد، (2009): التنمية والتخطيط الاقتصادي: نظريات النمو والتنمية الاقتصادية، الجزء الثالث، متاحة عبر الموقع الالكتروني:

Faculty.mu.edu.sa/public/uploads/نظريات%20النمو1342618978.7265.pdf

Consulté le: 14/11/2013.

6. دحمان سمير بواعلي، عبد الكريم البشير، قياس أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي - حالة الاقتصاد الجزائري -، المتاحة عبر الموقع الالكتروني:

www.univ-chlef.dz/ar/seminaires_2008/com_international_albachir/com_8.pdf

Consulté le: 06/01/2014.

7. مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال تعاون الشركات، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن، متاحة عبر الموقع الالكتروني:

<http://www.oecd.org/dataoecd/13/63/35032070.pdf> Consulté le: 10/05/2013.

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية

A- Periodicals and journals

1. Atje Raymond, Boyan Jovanovic, (1993): stock market and development, European economic review, Volume 37, Number 2-3, Netherlands.
2. Caporal Gugliemo Maria, Howells Peter G. A and Soliman Alaa M, (2004): Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage, Journal of Economic Development, Volume 29, Number 1, Korea.
3. Chee K. Choong, ZulkorainYusop, Siong H. Law, Venus L.K. Sen, (2001): Financial development and economic growth in Malaysia: the stock market perspective, Investment management and financial innovation, Volume 2, Number 2, Ukraine.
4. Demirguc-Kunt Asli, Levine Ross, (1996): Stock market development and Financial intermediaries: Stylized facts, the World Bank economic review, Volume 10, Number 2, USA.
5. Demirguc-Kunt Asli, Levine Ross, (1996): Stock markets, corporate finance and economic growth: An overview, the World Bank economic review, Volume 10, Number 2, USA.
6. Eugene Fama, (1970): Efficient capital Market: A review of theory and Empirical Work, Journal of finance, Volume 25, Number 2, USA.
7. Josephe Stiglitz, (1985): Credit-Markets and the control of capital, journal of Money, credit and banking, Number 17, USA.

8. Korajczyk Robert. A, (1996): A measure of stock market integration for developed and emerging markets, the World Bank economic review, Volume 10, Number 2, USA.
9. Levine Ross, (1996): Financial development and economic growth: views and agenda, journal of economic literature, American economic association, Volume 35, Number 2, USA.
10. Levine Ross, (2003): Finance and growth: theory, evidence and mechanisms, NBER working paper series, Cambridge, Massachusetts.
11. Levine Ross, Zervos Sara, (1996): stock market development and long - run growth, the World Bank economic review, Volume 10, Number 2, USA.
12. Levine Ross, Zervos Sara, (1998): Stock market, Banks and Economic Growth, The American economic review, American Economic Association, Volume 88, Number 3, USA.
13. Lucas Robert R, (1988): On the mechanics of economic development, journal of monetary economics, Volume 22, Issue 1, Netherlands.
14. Romer Paul, Endogenous technological change, Journal of political Economy, Volume 98, Issue 5, USA.

B- Reports and legislations

1. OCDE, Principles and Annotations on Corporate Governance, Organization for Economic Cooperation and Development Publication Service, Arabic translation. Disponible sur le site web:

www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/35032070.pdf

Consulté le: 10/05/2013.

C- Scientific researches

1. Carroll Christopher D, the Lucas Growth Model. Disponible sur le site web:www.econ2.jhu.edu/people/carool/public/lecturenotes/growth/lucasgrowth.pdf

Consulté le: 19/01/2014.

2. Lean Hooi-Hooi, Halim Marwan et Wing Keung Wong, (2000): Bivariate causality between stock prices and exchange rates and stock prices on major Asia countries. Disponible sur le site web:

www.baseco.monash.edu/eco/research/papers/2005/1005consulity.pdf

Consulté le: 07/08/2014.

ثالثا: المراجع باللغة الفرنسية

A- Les livres

1. Arrons Jean, (1999): Les théories de la croissance, édition du seuil: Paris, France.
2. Barro Robert, Sala -I- Martin Xavier, (1996): La croissance économique, traduire par Fabrice Magrolle, édition Ediscience internationale: Paris, France.
3. Bendib Rachid, (2001): Econométrie: théorie et applications, office des publications universitaires, Alger.
4. Bourbonnais Régis, (2012): exercices pédagogiques d'économétrie, 2^{ème} édition, Economica: paris, France.
5. Bourbonnais Régis, (2003): économétrie, 3^{ème} édition, Dunod: Paris, France.
6. Chazot Christophe, Claude Patrick, (1999): Les swaps: concepts et application, 2^{ème} édition, Economica: Paris, France.
7. Guellec Dominique, Ralle Pierre, (2003): Les nouvelles théories de la croissance, 5^{ème} édition, la découverte: Paris, France.
8. Jacquillat Bernard, Solnique Bruno, (2002): Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques, 4^{ème} édition, édition Dunod: Paris, France.
9. Plihon Dominique, (1997): Les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au-delà des mythes, édition Casbah, Alger.
10. Romer David, (1997): Macroéconomie approfondie, traduire par Fabrice Magrolle, édition Ediscience international: Paris, France.
11. Vendriné Jean Pieer, (1985): Technique quantitative de gestion, librairie Vuibert: Paris, France.
12. Zambotto Christian et Mireille, (2000): Gestion financière - Finance de marché -, 2^{ème} édition, Dunod: Paris, France.

B- Rapports

1. Banque d'Alger, évolution économique et monétaire en Algérie, des rapports annuels. Disponible sur le site web: www.bank-of-algeria.dz Consulté le: 15/08/2013.

C- Recherches scientifiques

1. Ambapour Samuel, Massamba Christophe, (2005) : croissance économique et consommation d'énergie au Congo: une analyse en termes de causalité.

Disponible sur le site web:

<http://file:///E:/article:nouveau%20dossier/BAMSI12.pdf> Consulté le: 05/08/2014.

2. Dufour Jean-Marie, (2000): tests de causalité. Disponible sur le site web:

mode.cirano.qc.ca/dufourj/website/resE/dufour2000CTScasualitytestF.pdf

Consulté le: 08/08/2014.

3. Lambelet Jean Christian, (2001): Cours de modèles macroéconomique.

Disponible sur le site web: www.hec.unil.ch/modmacro/receuil.pdf

Consulté le: 07/08/2014

4. yildizoğlu Murat, (2011): Sources de la croissance économique, université Bordeaux, France. Disponible sur le site web:

Yildisoglu.10.mx/croissance/sources-croissance-économique-Yildisoglu.pdf

Consulté le: 12/10/2013.

رابعاً: المواقع الالكترونية الرسمية

1. موقع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية:

www.oecd.org Consulté le: 10/05/2013.

2. موقع الاتحاد الدولي للبورصات:

www.world-exchanges.org Consulté le: 14/04/2014.

3. موقع البنك العالمي:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013 et le: 28/06/2014.

4. موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في الجزائر:

www.cosob.org Consulté le: 05/09/2013 et le: 17/09/2013.

5. موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في الجزائر:

www.sgbv.dz Consulté le: 03/09/2013.

الملاحق

الملحق رقم (1): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة
(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
6.1	3457	39.8	61.3	183.8	1999
8.9	4005	44.6	62.4	124.7	2000
0.5	3878	17.5	22.4	129.3	2001
5.4	4131	22.7	27.4	122.8	2002
5.8	4427	34.3	45.5	152.8	2003
6.8	4918	33.4	48.0	152.3	2004
5.3	5554	26.9	34.8	126.3	2005
5.6	6180	32.1	41.1	144.7	2006
6.3	7218	53.5	77.5	168.3	2007
4.8	8460	33.2	36.9	81.0	2008
-1.5	7278	32.9	36.1	126.6	2009
7.4	8754	27.1	36.4	165.8	2010
5.1	10058	32.0	44.6	136.6	2011
5.6	10432	28.6	40.8	156.2	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (2): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في إندونيسيا خلال الفترة
(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
0.8	680	46.2	14.2	45.8	1999
4.9	790	31.5	8.7	16.3	2000
3.6	757	38.8	6.0	14.3	2001
4.5	910	49.2	6.7	15.3	2002
4.8	1076	34.9	6.3	23.3	2003
5	1161	43.1	10.7	28.5	2004
2.3	1273	54.2	14.7	28.5	2005
5.5	1601	44.3	13.4	38.1	2006
6.3	1871	64.4	26.1	49.0	2007
6	2178	71.3	21.7	19.4	2008
4.6	2272	83.3	21.4	33.0	2009
6.2	2947	48.1	18.3	50.8	2010
6.5	3470	37.2	16.5	46.1	2011
6.3	3551	23.3	10.4	45.2	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (3): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في كوريا الجنوبية خلال

الفترة (1999-2012)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
10.7	10432	319.6	185.4	88.8	1999
8.8	11948	376.6	200.2	32.2	2000
4.5	11256	359.5	139.5	43.6	2001
7.4	12789	337.3	137.5	43.3	2002
2.9	14219	235.7	106.0	51.2	2003
4.9	15922	168.5	88.5	59.4	2004
3.9	18657	209.8	142.4	85.0	2005
5.2	20917	172.5	140.8	87.8	2006
5.5	23101	201.6	188.1	107.1	2007
2.8	20475	181.2	157.4	53.1	2008
0.7	18339	237.6	189.6	100.3	2009
6.5	22151	168.9	160.3	107.3	2010
3.7	24156	195.1	182.4	89.2	2011
2.3	24454	139.2	134.0	104.5	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (4): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الصين خلال الفترة

(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
7.8	865	134.2	34.8	30.5	1999
7.6	949	158.3	60.2	48.5	2000
8.3	1042	81.3	33.9	39.5	2001
9.1	1135	67.5	22.9	31.9	2002
10	1274	83.3	29.1	41.5	2003
10.1	1490	113.3	38.7	33.1	2004
11.3	1731	82.5	26.0	34.6	2005
12.7	2069	102.0	60.3	89.4	2006
14.2	2651	180.1	223.0	178.2	2007
9.6	3414	121.3	121.0	61.8	2008
9.2	3749	229.6	179.4	100.3	2009
10.4	4433	164.4	135.4	80.3	2010
9.3	5447	188.2	104.8	46.3	2011
7.7	6093	164.4	70.8	44.9	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (5): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الهند خلال الفترة
(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
8.8	455	192.4	59.7	39.5	1999
3.8	457	306.5	107.0	31.1	2000
4.8	466	192.9	50.5	22.3	2001
3.8	487	163.3	37.6	25.0	2002
7.9	565	138.9	46.1	45.1	2003
7.9	650	113.7	52.5	53.7	2004
9.3	740	92.2	52.0	66.3	2005
9.3	830	93.1	67.3	86.3	2006
9.8	1069	84.0	89.4	146.9	2007
3.9	1042	85.2	85.8	52.7	2008
8.5	1147	119.3	79.8	86.4	2009
10.3	1417	75.6	61.9	94.6	2010
6.6	1540	56.3	39.4	54.0	2011
4.7	1503	54.6	33.5	68.0	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (6): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في سنغفورة خلال الفترة

(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
6.1	21796	66.9	115.4	233.8	1999
8.9	23793	52.1	97.0	162.1	2000
-1	21577	46.9	72.3	133.8	2001
4.2	22017	51.2	61.9	112.4	2002
4.4	23574	53.1	91.6	239.0	2003
9.5	27405	32.1	72.2	245.8	2004
7.5	29870	40.4	95.5	252.5	2005
8.9	33579	62.2	126.6	189.7	2006
9.1	39224	122.0	216.0	198.7	2007
1.8	39722	101.6	142.1	94.5	2008
-0.6	38577	102.8	133.6	164.6	2009
15.2	46570	82.9	121.8	159.7	2010
6.1	52871	74.8	95.5	116.1	2011
2.5	54007	43.3	56.6	149.8	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (7): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تايلندا خلال الفترة

(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
4.4	1990	89.2	33.9	47.6	1999
4.8	1969	52.9	19.0	24.0	2000
2.2	1832	108.5	30.9	31.5	2001
5.3	1989	115.4	37.5	36.4	2002
7.1	2212	115.4	67.7	85.0	2003
6.3	2479	91.7	67.6	72.3	2004
4.6	2690	73.9	50.6	70.8	2005
5.1	3143	75.8	48.7	68.1	2006
5	3738	64.2	43.8	79.4	2007
2.5	4118	78.2	42.8	37.6	2008
-2.3	3979	112.1	51.2	52.4	2009
7.8	4803	104.8	68.3	87.1	2010
0.1	5192	85.1	67.2	77.7	2011
7.7	5480	70.4	62.7	104.7	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (8): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في هونغ كونغ خلال
الفترة (1999-2012)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
2.5	25092	52.0	149.3	367.4	1999
7.7	25757	61.3	220.1	363.1	2000
0.6	25230	34.8	115.9	298.7	2001
1.7	24666	43.5	126.6	278.4	2002
3.1	23977	48.0	151.0	341.6	2003
8.7	24928	46.3	168.5	393.4	2004
7.4	26650	43.3	162.0	381.9	2005
7.0	28225	50.8	208.7	462.6	2006
6.5	30594	89.1	433.3	549.4	2007
2.1	31516	130.5	741.6	606.0	2008
-2.5	30697	132.7	695.9	427.9	2009
6.8	32550	160.1	698.5	472.1	2010
4.8	35143	157.6	623.8	357.7	2011
1.5	36708	123.1	467.0	420.9	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (9): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأرجنتين خلال الفترة

(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
-3.4	9406	12.0	2.7	29.6	1999
-0.8	9329	4.8	2.1	58.4	2000
-4.4	8732	2.3	1.6	71.6	2001
-10.9	3285	0.9	1.3	101.4	2002
8.8	4135	6.9	3.8	30.0	2003
9	4785	17.9	5.0	30.3	2004
9.2	5768	30.4	9.0	33.6	2005
8.4	6784	6.4	2.1	37.2	2006
8	8384	9.9	3.2	33.2	2007
3.1	10233	19.3	4.1	16.0	2008
0.1	9457	5.4	0.9	15.9	2009
9.1	11460	4.6	0.7	17.3	2010
8.6	13694	4.8	0.6	9.8	2011
0.9	14680	3.8	0.3	7.2	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (10): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الشيلي خلال الفترة

(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
-0.8	4782	11.4	9.4	93.5	1999
4.5	5133	9.5	7.7	76.1	2000
3.3	4625	7.2	5.8	77.8	2001
2.2	4487	6.0	4.4	67.0	2002
4	4688	9.8	8.4	110.9	2003
6	6224	11.4	11.5	116.3	2004
5.6	7615	14.9	15.2	109.7	2005
4.4	9371	18.5	18.6	112.9	2006
5.2	10379	23.0	25.7	123.0	2007
3.3	10686	21.2	20.4	73.7	2008
-1	10142	22.0	21.8	121.8	2009
5.8	12682	19.7	25.0	157.0	2010
5.8	14511	18.6	22.7	107.6	2011
5.4	15245	16.0	9.4	116.1	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (11): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في البرازيل خلال الفترة

(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
0.3	3412	44.9	14.9	38.8	1999
4.3	3694	44.6	15.7	35.1	2000
1.3	3128	31.6	11.8	33.6	2001
2.7	2811	31.1	9.6	24.6	2002
1.1	3040	33.7	10.9	42.5	2003
5.7	3607	33.1	14.1	49.8	2004
3.2	4739	38.3	17.5	53.8	2005
4	5788	42.9	23.4	65.3	2006
6.1	7194	56.2	42.8	100.3	2007
5.2	8623	74.3	44.0	35.6	2008
-0.3	8373	73.9	40.1	72.1	2009
7.5	10978	66.4	42.0	72.1	2010
2.7	12576	69.3	38.8	49.6	2011
1	11320	67.9	37.0	54.6	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (12): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المكسيك خلال الفترة

(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
2.7	5663	29.3	6.1	26.3	1999
5.3	6582	32.5	6.6	18.1	2000
-0.6	6880	31.8	5.5	17.2	2001
0.1	6948	24.2	3.7	13.7	2002
1.4	6601	20.8	3.3	17.0	2003
4.3	7042	29.1	5.5	22.2	2004
3	7824	25.7	6.1	27.5	2005
5	8623	27.3	8.3	36.1	2006
3.1	9190	31.0	11.1	38.1	2007
1.4	9560	34.3	9.8	21.2	2008
-4.7	7690	26.9	8.6	38.0	2009
5.1	8921	27.3	10.4	43.4	2010
4	9803	26.0	9.7	35.2	2011
4	9818	25.3	10.0	44.6	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

الملحق رقم (13): مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة
(2012-1999)

الوحدة: (دولار أمريكي، %)

مؤشرات النمو الاقتصادي		مؤشرات سوق الأوراق المالية			
GDP _{GR}	GDP _C	TR	SMVR	MCR	
3.2	1555	0.5636	0.0033	0.5903	1999
2.2	1727	3.3506	0.0175	0.5244	2000
4.6	1703	3.6224	0.0125	0.3475	2001
5.6	1743	1.0196	0.0025	0.2466	2002
7.2	2056	0.1554	0.0085	0.2115	2003
4.3	2550	0.0834	0.2807	0.1646	2004
5.9	3039	0.0402	0.0001	0.1378	2005
1.7	3391	0.3540	0.0161	0.0792	2006
3.4	3846	0.2205	0.1886	0.0687	2007
2	4787	0.3294	0.0707	0.0588	2008
1.6	3771	0.2120	0.2722	0.0652	2009
3.6	4350	0.1517	0.0001	0.0655	2010
2.8	5272	1.2368	0.0012	0.1040	2011
3.3	5310	0.2766	0.0256	0,0905	2012

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.worldbank.org Consulté le: 09/08/2013.

www.cosob.org Consulté le: 17/09/2013.

الجدول رقم (14): نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF)

GDP _{GR}		GDP _C		TR		SMVR		MCR		
الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	المستوى	
/	*-4.36	/	*3.37	/	*-3.07	/	*-4.39	/	*-3.85	ماليزيا
/	*-3.85	/	*3.70	*-3.39	-0.79	*-3.49	-0.72	*-4.09	-0.75	إندونيسيا
/	*-4.36	*-3.44	1.70	*-4.46	-2.26	*-1.65	-0.30	/	*-5.17	كوريا الجنوبية
*-3.18	-0.29	/	*4.59	*-6.32	-3.11	*-4.57	-2.17	*-4.52	-1.08	الصين
*-4.61	-1.05	/	*3.36	*-9.26	-1.28	*-4.36	-1.59	*-5.22	-0.74	الهند
/	*-3.51	/	*3.64	*-2.85	-0.76	*-3.38	-0.89	*-3.96	-0.98	سنغفورة
/	*-4.55	/	*3.96	/	*-3.25	*-3.16	0.16	*-4.12	0.12	تايلندا
*-4.26	-1.58	/	*2.91	*-2.12	0.42	*-2.03	0.69	*-3.83	-0.15	هونغ كونغ
*-3.73	-1.90	*-2.71	0.62	*-3.59	-1.65	*-4.51	-1.43	/	*-5.28	الأرجنتين
/	*-3.82	/	*3.22	*-2.00	0.11	*-2.59	0.05	*-4.30	0.92	الشيلي
/	*-4.72	*-4.96	1.84	*-2.22	0.60	*-2.33	0.50	*-4.03	-0.14	البرازيل
/	*-3.21	*-3.84	1.21	*-3.90	-0.50	*-2.86	0.38	*-3.83	0.17	المكسيك
*-5.77	-0.33	*-3.82	1.76	*-4.02	-1.53	/	*-3.88	/	*-4.52	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

-الفرضية الصفرية: السلسلة تحتوي على جذر الوحدة.

-الفرضية البديلة: السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة.

- الخانة المضللة تعني أن السلسلة الزمنية مستقرة عند أخذ الفرق الثاني.

-تم اختبار (ADF) وفق النموذج الذي لا يحتوي على ثابت ولا على اتجاه عام، وحسب معياري Schwarz&Akaike تم استخدام 2 درجات للتأخر.

*-تعني أنه تم رفض الفرضي الصفرية عند مستوى معنوية 5%، علما أن القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5%: -1.97.

الجدول رقم (15): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

$H_0 : r = 0 \quad H_1 : r = 1$						
$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$						
مؤشر النمو الاقتصادي: GDP_{GR}			مؤشر النمو الاقتصادي: GDP_C			
$GDP_{GR} \& TR$	$GDP_{GR} \& SMVR$	$GDP_{GR} \& MCR$	$GDP_C \& TR$	$GDP_C \& SMVR$	$GDP_C \& MCR$	
*30.946	*37.887	*19.544	13.692	*17.472	*15.825	ماليزيا
..	..	..	..	..	..	إندونيسيا
..	..	*15.695	7.800	12.514	..	كوريا الجنوبية
*20.394	*19.013	*20.523	..	..	..	الصين
*32.245	*15.828	12.002	..	..	..	الهند
..	..	..	..	..	..	سنغفورة
*16.535	..	..	14.708	..	..	تايلندا
15.298	13.804	*15.509	..	..	..	هونغ كونغ
13.131	7.743	..	*17.709	14.421	..	الأرجنتين
..	..	..	..	..	..	الشيلي
..	..	..	..	..	..	البرازيل
..	..	..	*9.195	*17.828	*16.220	المكسيك
*26.590	..	..	12.746	..	..	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

- حسب معياري Akaike & Schwarz تم استخدام 2 درجات للتأخر.
- تم تبني القيم المعيارية ماكينون - هوج - ميشيلس (1999).
- * تعني وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%.
- .. المتغيرات غير مستقرة من نفس الدرجة.

الجدول رقم (28): ملخص نتائج اختبار السببية وفق منهجية غرانجر

GDP _{GR} & TR		GDP _{GR} & SMVR		GDP _{GR} & MCR		GDP _C & TR		GDP _C & SMVR		GDP _C & MCR		
← GDP _{GR} TR	← TR GDP _{GR}	← GDP _{GR} SMVR	← SMVR GDP _{GR}	← GDP _{GR} MCR	← MCR GDP _{GR}	← GDP _C TR	← TR GDP _C	← GDP _C SMVR	← SMVR GDP _C	← GDP _C MCR	← MCR GDP _C	
لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	..	..	نعم	لا	نعم	نعم	ماليزيا
لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	لا	نعم	لا	نعم	إندونيسيا
نعم	لا	لا	لا	نعم	نعم	..	..	لا	نعم	لا	نعم	كوريا الجنوبية
نعم	لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	لا	نعم	لا	نعم	الصين
لا	نعم	لا	لا	..	..	نعم	نعم	لا	نعم	لا	لا	الهند
لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	لا	نعم	لا	نعم	سنغفورة
نعم	نعم	نعم	لا	لا	لا	..	..	نعم	نعم	نعم	لا	تايلندا
..	..	..	..	نعم	نعم	لا	لا	نعم	نعم	لا	نعم	هونغ كونغ
..	..	..	..	لا	لا	لا	نعم	..	..	لا	نعم	الأرجنتين
نعم	لا	لا	نعم	لا	لا	نعم	نعم	لا	نعم	لا	نعم	الشيلي
نعم	لا	لا	نعم	لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	لا	نعم	البرازيل
لا	لا	نعم	لا	لا	نعم	لا	نعم	لا	نعم	لا	نعم	المكسيك
لا	لا	لا	لا	لا	لا	..	..	لا	لا	لا	لا	الجزائر

المصدر: من إعداد الباحثة.