



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

تخصص مالية المؤسسة

بعنوان

كفاءة الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي

دراسة تحليلية قياسية لدول عربية مختارة خلال الفترة 2010-2016

إشراف الأستاذ الدكتور:

دادن عبد الغني

إعداد الطالب:

منصوري حاج موسى

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة ورقلة	أ / الدكتور شيخي محمد
مقررا	جامعة ورقلة	أ / الدكتور دادن عبد الغني
عضوا	جامعة الوادي	الدكتور غربي هشام
عضوا	جامعة ورقلة	الدكتور حفصي رشيد
عضوا	جامعة الوادي	الدكتور مسعودي محمد
عضوا	المركز الجامعي تمنراست	الدكتورة بن قدور اشواق

السنة الجامعية 2018/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ

وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ

عَالَمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ

تَعْمَلُونَ ﴾

سورة التوبة: 105

صدق الله العظيم

كلمة شكر

اشكر الله عز وجل أن وفقني لإتمام هذا العمل

وأقدم بالشكر الخالص إلى الأستاذ الفاضل الأستاذ الدكتور دادن عبد الغني على

توجيهاته القيمة وتحفيزه لي جزاه الله خير الجزاء

وكما أشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم النظر في هذه

الأطروحة

الإهداء

أهدي هذا العمل:

إلى والدي الكريمين اللذان كانا عوناً لي طيلة مشواري حفظهما الله وبارك في
عمريهما

إلى زوجتي العزيزة التي كانت لي سندا في انجاز هذا العمل

إلى إخوتي وأبنائي رعاهما الله

إلى أصدقائي وزملائي الأوفياء

إلى كافة أفراد العائلة

إلى كل من قدم لي يد العون في انجاز هذا العمل، ولو بكلمة طيبة

إليكم جميعاً أهدي هذا العمل المتواضع

ملخص

تهدف هذه الأطروحة إلى دراسة علاقة كفاءة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي خلال الفترة 2010-2016 من خلال تحليل مؤشرات الأسواق المالية لدول عربية مختارة. ومن ثم دراسة علاقتها بالنمو الاقتصادي.

واستخدم في دراسة كفاءة الأسواق اختبارات الاستقرارية ADF، PP، KPSS، بالإضافة إلى اختبار ACF، واختبار التباين VR. ومن خلال نتائج الاختبارات توصلنا بأن السوقين الماليين، سوق المال البحريني وسوق المال السعودي لا يتمتعان بفرضية السير العشوائي، ومنه غير كفؤين على المستوى الضعيف.

وعليه تبحث الدراسة في إيجاد العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في ظل عدم كفاءتها عند المستوى الضعيف. وتم استخدام مؤشر القيمة السوقية (الرسمة) وكمية الأسهم المتداولة كمتغيرات مستقلة، تعتبر مؤشرات هامة في التعبير عن أداء السوق، في حين عبر عن النمو الاقتصادي بالنتائج المحلي الإجمالي. ولتحليل العلاقة تم استعمال منهج حديث، وهو منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL التي تسمح بتقدير الأثر غير المتناظر للتغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر الرسمة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في إطار التكامل المشترك.

وكانت نتيجة الدراسة أن سوق المال السعودي استطاع أن يساهم في دعم النمو الاقتصادي رغم عدم كفاءته. وتوجد علاقة طردية بين التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر القيمة السوقية والناتج المحلي الإجمالي. ووجدنا هذا الأخير يتأثر بشكل كبير للتغيرات السالبة لمؤشر القيمة السوقية لسوق المال البحريني. وان نموذج Asymmetric ARDL نموذج كفؤ يساعد على دراسة تكامل كفاءة الأسواق المالية والنمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية:

كفاءة، اسواق مالية، نمو اقتصادي، أوراق مالية، Asymmertic ARDL

Abstract

The aim of this thesis is to study the relationship between the efficiency of the financial markets and economic growth during the period 2010-2016 through analyzing the indicators of the financial markets of selected Arab countries. And then study their relationship to economic growth.

The ADF, PP, KPSS, ACF and VR contrast tests were used in market efficiency studies. Through the results of the tests we found that the financial markets, the Bahraini capital market and the Saudi stock exchange do not enjoy the hypothesis of random walk, and since it is inefficient at the weak level.

The study examines the relationship between financial markets and economic growth in light of their inefficiency at the weak level. The market value index (capitalization) and the amount of shares traded were used as independent variables, which are important indicators of market performance, while economic growth is expressed in GDP. A recent approach, the Asymmetric ARDL methodology, has been used to analyze the relationship, which allows the estimation of the asymmetric effect of positive and negative changes of the market capitalization index on GDP in the framework of co-integration.

The result of the study was that the Saudi stock exchange was able to contribute to support economic growth despite its inefficiency. There is a positive correlation between the positive and negative changes of the index of market value and GDP. We found that the latter is heavily affected by the negative changes of the market value index of the Bahraini capital market. The Asymmetric ARDL model is an efficient model that helps to examine the integration of financial market efficiency and economic growth.

Keywords:

Efficiency, Financial Markets, Economic Growth, Securities, Asymmetric ARDL

II	الآية الكريمة
III	الشكر
VII	الإهداء
VII	الملخص
VII	قائمة المحتويات
VII	فهرس الجداول والأشكال البيانية
أ- ح	المقدمة

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

2	تمهيد الفصل الأول.....
3	المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية وأنواعها.....
3	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية.....
12	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.....
21	المبحث الثاني: الأسواق المالية وظائفها والأوراق المالية المتداولة فيها.....
21	المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية.....
26	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
35	المطلب الثالث: طرق تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.....
42	خلاصة الفصل الأول.....

الفصل الثاني: النمو الاقتصادي و الأسواق المالية

44	تمهيد الفصل الثاني.....
45	المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي.....
45	المطلب الأول: مفاهيم حول النمو الاقتصادي وعناصره.....
53	المطلب الثاني: الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.....
56	المبحث الثاني: النمو الاقتصادي في الفكر التقليدي والكينزي.....
56	المطلب الأول: النمو الاقتصادي في الفكر التقليدي(الكلاسيك).....
64	المطلب الثاني: النمو الاقتصادي في الفكر الكينزي.....
74	المبحث الثالث: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي.....
74	المطلب الأول: أدبيات الاقتصاد حول علاقة تطور القطاع المالي بالنمو الاقتصادي.....
81	المطلب الثاني: الدراسات السابقة التي درست علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي.....
91	خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث: المؤشرات المالية وكفاءة الأسواق المالية

93.....	تمهيد الفصل الثالث.....
94.....	المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأسواق المالية.....
94.....	المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية وأنواعها.....
100.....	المطلب الثاني: مزايا مؤشرات الأسواق المالية وأساليب بناءها.....
108.....	المبحث الثاني: ماهية كفاءة الأسواق المالية.....
108.....	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية وأنواعها.....
119.....	المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة في الأسواق المالية وعوامل تحقيقها.....
122.....	المطلب الثالث: الحركة العشوائية للأسعار وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية وأنواعها.....
131.....	خلاصة الفصل الثالث.....

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

133.....	تمهيد الفصل الرابع.....
134.....	المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية العربية ومميزاتها.....
134.....	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية.....
141.....	المطلب الثاني: مميزات الأسواق المالية العربية.....
147.....	المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية.....
148.....	المطلب الأول: مشكلات تطوير الأسواق المالية العربية.....
150.....	المطلب الثاني: معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية.....
151.....	المبحث الثالث: اختبار كفاءة سوق المال البحريني والسعودي وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.....
151.....	المطلب الأول: اختبارات كفاءة الأسواق المالية.....
154.....	المطلب الثاني: دراسة كفاءة سوق المال البحريني والسعودي على المستوى الضعيف.....
167.....	المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين السوق المال والنمو الاقتصادي للبحرين والسعودية وفق نموذج Asymmetric ARDL.....
182.....	خلاصة الفصل الرابع.....
183.....	الخاتمة.....
187.....	قائمة المراجع.....

فهرس الأشكال

6	الشكل (1-1) آلية انتقال الأموال بين الوحدات
14	الشكل (2-1) العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولية والسوق الثانوية
73	الشكل (1-2) الحجم الأمثل للتدخل الحكومي والنمو الاقتصادي
75	الشكل (2-2) تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي حسب Levine
80	الشكل (3-2) العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال المدة (1956-1985)
104	الشكل (1-3) أسس استخراج المؤشر
114	الشكل (2-3) لحظة انعكاس المعلومات على أسعار الأسهم
115	الشكل (3-3) علاقة السوق الكفاء باللعبة العادلة
118	الشكل (4-3) طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للسوق الكفاء
125	الشكل (3-5) حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في حالة وورد معلومات سارة وغير سارة
126	الشكل (3-6) اثر عدم تماثل المعلومات على السوق المالية
158	الشكل (1-4) تطور مؤشر السوق المالي البحريني (BAH) والسعودي (TASI)
164	الشكل (2-4) نتائج اختبار الارتباط المتسلسل لسلسلة عوائد BAH و TASI
179	الشكل (3-4) المجموع التراكمي للبواقي العائدة CUSUM لسوق المال البحريني
179	الشكل (4-4) المجموع التراكمي لمربع البواقي العائدة CUSUM_S لسوق المال البحريني
180	الشكل (4-5) المجموع التراكمي للبواقي العائدة CUSUM لسوق المال السعودي
180	الشكل (4-6) المجموع التراكمي لمربع البواقي العائدة CUSUM_S لسوق المال السعودي

فهرس الجداول

31	الجدول (1-1) خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية
143	الجدول (1-4) مؤشر الرسملة السوقية بين سنتي 2010، 2016
144	الجدول (2-4) عدد الأسهم المتداولة والشركات المدرجة بين سنتي 2010، 2016
145	الجدول (3-4) مؤشر القيمة المتداولة بين سنتي 2010، 2016
146	الجدول (4-4) معدل دوران السهم بين سنتي 2010، 2016
159	الجدول (5-4) الإحصاء الوصفي لمؤشرات الأسواق المالية BAH وTASI
	الجدول (6-4) نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF) لمؤشر BAH،
161	TASI
162	الجدول (7-4) نتائج اختبار Phillips et Perron (PP) لمؤشر BAH و TASI
162	الجدول (8-4) نتائج اختبار (KPSS) لمؤشر BAH وTASI
166	الجدول (9-4) نتائج اختبار نسبة التباين لمؤشرات الأسواق المالية BAH، TASI
171	الجدول (10-4) نتائج اختبار جذر الوحدة ADF لسلسلة LnGDP, LnVol, LnCapit
171	الجدول (11-4) نتائج اختبار جذر الوحدة PP لسلسلة LnGDP, LnVol, LnCapit
	الجدول (12-4) نتائج نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric
172	ARDL
	الجدول (13-4) نتائج اختبار الحدود للتكامل غير المتماثل Bounds test for cointegration
173	Asymmetric
174	الجدول (14-4) معاملات نموذج Asymmetric ARDL في الأجل الطويل
175	الجدول (15-4) اختبار عدم تماثل التكامل المشترك
176	الجدول (16-4) نتائج اختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity Test)
177	الجدول (17-4) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء
177	الجدول (18-4) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (Normality test)

المقدمة

تمهيد

تعد الأسواق المالية أحد ركائز النظام المالي، فهي تعمل كحلقة وصل بين المتعاملين الاقتصاديين، تسهل عملية انتقال رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى وحدات ذات العجز المالي. ولها دور كبير في الاقتصاد الوطني، بتوفير الاحتياجات التمويلية للمتعاملين، وتوفير السيولة. وتساهم في تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ وهذا عندما تتوفر الكفاءة التسعيرية والتنشغيلية، وبالتالي تحريك ودعم النمو الاقتصادي.

وفي الآونة الأخيرة شهدت الأسواق المالية المتقدمة، تطورا كبيرا في أدائها والقوانين المنظمة لها. وتم استحداث أدوات مالية جديدة تفي وتلبي رغبات المستثمرين. ولهذا أخذت الأسواق المالية النامية، وخاصة العربية منها حذو تلك الأسواق المتطورة، بوضع آليات وأنظمة تسمح لها بتسهيل المعاملات المالية كقوانين وأنظمة إفصاح متطورة تعمل على زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق. إلا أنها لم ترقى إلى المستويات المطلوبة. فهي لا تزال تعاني الكثير من العقبات والتحديات كمحدودية الأوراق المالية المتداولة فيها، وقصور التشريعات.

إشكالية الدراسة:

بناء مما سبق، تتجلى الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة فيما يلي:

كيف و إلى أي مدى يمكن لكفاءة الأسواق المالية دعم النمو الاقتصادي؟

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي يمكن الاستعانة بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي الأسواق المالية؟ وفيما يتمثل وظيفتها ومتطلبات إنشائها؟
- فيما تتمثل مؤشرات أداء الأسواق المالية، والنمو الاقتصادي؟
- ما هو واقع الأسواق المالية العربية؟ وما هي أسباب ضعف أدائها؟
- هل استطاعت الأسواق المالية العربية دعم عملية النمو الاقتصادي؟
- هل يمكن الاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL في دراسة علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي؟

فرضيات الدراسة:

تنتقل هذه الدراسة في معالجة الإشكالية من الفرضيات التالية:

- النمو الاقتصادي يتأثر بكفاءة الأسواق المالية.
- توجد علاقة طردية بين التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر الرسملة السوقية والنتائج المحلي الإجمالي السعودي والبحريني.
- نموذج Asymmetric ARDL نموذج كفو يساعد على دراسة تكامل كفاءة الأسواق المالية والنمو الاقتصادي.

أسباب اختيار الموضوع:

يرجع اختيارنا لهذا الموضوع إلى عدة أسباب، نلخصها فيما يلي:

- نتيجة الأحداث والتطورات التي عرفتھا الأسواق المالية، خاصة فيما يتعلق بآثار الأزمة المالية العالمية 2008
- عدم توفر دراسة أكاديمية -في حدود علمنا- حول علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي، تناولت الموضوع بأسلوب منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في التطورات والمستجدات التي تعرفھا الأسواق المالية خاصة في مجال كفاءة الأسواق، ولتعدد أدوات اختبار الكفاءة، ولأهمية التغيرات الموجبة والسالبة التي تشهدها مؤشرات أداء أسواق المال، تحاول الدراسة معرفة أثرها على الناتج المحلي الإجمالي. وإبراز أهمية الأساليب القياسية في دراسة العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي. وإضافة إلى ذلك محاولة فهم حركة المؤشرات المالية وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية.

أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى الوصول لجملة من الأهداف التالية:

- التعرف بكفاءة الأسواق المالية .
- دراسة واقع الأسواق المالية العربية والتحديات التي تواجهها.
- قياس كفاءة سوق الأسهم السعودي، وسوق البحرين للأوراق المالية على المستوى الضعيف.
- دراسة علاقة سوق الأسهم السعودي، وسوق البحرين للأوراق المالية بالنمو الاقتصادي.
- دراسة اثر التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر الرسملة السوقية على النمو الاقتصادي.

حدود الدراسة:

تم اختيار السوقيين الماليين، سوق الأسهم السعودي، وسوق البحرين للأوراق المالية، لتوفر المعلومات الإحصائية الخاصة بهذين السوقيين. وكما تركز الدراسة إلى تحليل العلاقة بين سوق المال والنمو الاقتصادي.

أما الحدود الزمانية للدراسة تم تحديدها لتشمل المدة 2010-2016 فترة تعافي الأسواق المالية من الأزمة المالية العالمية 2008. واقتصرت الدراسة على حالتين، السعودية والبحرين، لعدم توفر بيانات ربع سنوية للنتائج المحلي الإجمالي لباقي الدول العربية الأخرى.

ولدراسة علاقة السوقيين الماليين بالنمو الاقتصادي، تم الاستعانة بالبرنامج القياسي Eviews9، وذلك بتحليل مؤشر الرسملة السوقية وعلاقته بالنمو الاقتصادي.

منهج وأدوات الدراسة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على مجموعة من المناهج تخدم دراستنا وكانت كما يلي:

المنهج التاريخي من اجل معرفة حيثيات الموضوع خاصة فيما يتعلق بأدوات قياس كفاءة الأسواق المالية. وعرض التطورات الحاصلة في حقل النمو الاقتصادي.

المنهج الوصفي من اجل توضيح علاقة كفاءة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي، بالإضافة إلى ذلك تم استخدام المنهج القياسي، مستعملا أسلوب الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL ، لتوضيح أثر التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي. وكما تم الاعتماد على منهج دراسة حالة، والمتمثل في السوقين الماليين السعودي والبحريني وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.

الدراسات السابقة

فيما يخص موضوع الدراسة "كفاءة الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي" تم الاطلاع على مجموعة من الأعمال السابقة، بحوث ودراسات لها صلة بالموضوع. وسيتم تقييمها في الفصول المقبلة، ومن أهمها:

- دراسة: باريك مراد، بن مريم محمد بعنوان "السوق المالي ونمو الأداء الاقتصادي في الجزائر"، وهي عبارة عن ورقة علمية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، يومي 17 و18 نوفمبر 2015، جامعة سكيكدة، الجزائر، تهدف الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تطور السوق المالي الجزائري بالنشاط الاقتصادي.

- دراسة: Osama M.Badr بعنوان **Stock Market Development and Economic Growth : Evidences from Egypt**

وهي عبارة عن ورقة علمية مقدمة إلى International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 6, No. 2, April 2015 تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين تطور السوق المالية المصرية والنمو الاقتصادي.

- دراسة: محمد عيسى شحاتيت، سعود موسى الطيب، قصي محمد الطراونة بعنوان "أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن" وهي عبارة عن ورقة علمية مقدمة إلى مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 1، الأردن، 2014. هدفت الدراسة إلى بيان أثر نشاط سوق عمان المالي خلال 1980-2011 على الاستثمار في الأردن.

- دراسة: عبد الحفيظ خزان، بعنوان "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي" دراسة سوق عمان للأوراق المالية 2002-2013، وهي عبارة عن مذكرة ماجستير تخصص الأسواق

المالية والبورصات، جامعة بسكرة، 2014/2013، هي تعالج المذكرة الإشكالية التالية: ما هو أثر سوق الأوراق المالية لتحقيق معدلات النمو الاقتصادي؟

- دراسة: أديب قاسم شندي بعنوان "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة" وهي عبارة عن ورقة علمية مقدمة إلى مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد خاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013. هدفت الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية، والنمو الاقتصادي.

- دراسة: سمير شرف، إسماعيل شعبان، هدى اسبر بعنوان "دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية". وهي ورقة علمية مقدمة إلى مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، سوريا، 2009. تهدف الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وكذا التجارة الخارجية.

- دراسة: طلال محمود كداوي، بعنوان "دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في الدول العربية"، وهي ورقة علمية مقدمة إلى مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 17، العراق، 2007. تهدف إلى إبراز دور الأسواق المالية في اقتصاديات دول عربية مختارة.

- دراسة: سليمان عبادي بعنوان "دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية" وهي عبارة عن ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، غزة، فلسطين، سبتمبر 2007. تهدف إلى إبراز الدور الذي لعبه السوق فلسطين للأوراق المالية في الاقتصاد.

- دراسة: Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani بعنوان **Stock markets, Bank, and economic growth : Empirical evidence from the MENA region**

وهي عبارة عن ورقة علمية مقدمة إلى *Research in International Business and Finance*, Volume 21, Issue 2, June 2007, Pages 297–315

تهدف الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي لعينة من دول منطقة MENA

- دراسة: Thorsten Beck, Ross Levine بعنوان **Stock markets, banks, and growth : Panel evidence**

ورقة علمية مقدمة إلى 423-442 (2004) 28 Journal of Banking & Finance، تهدف إلى إيجاد العلاقة بين أسواق الأسهم، البنوك و النمو.

دراسة: Ross Levine, Sara Zervos بعنوان "Stock markets, Banks, and Economic Growth"

وهي عبارة عن ورقة علمية مقدمة إلى 537-558. (Jun., 1998), pp. 537-558. تهدف الدراسة إلى الإجابة عن السؤال التالي: هل أسواق الأوراق المالية والبنوك يعملان إلى تعزيز النمو الاقتصادي في المدى الطويل؟

وما يلاحظ أن معظم الدراسات السابقة حاولت تقييم أداء الأسواق المالية والدور الذي تؤديه في الاقتصاد، والمزايا التي تقدمه للمتعاملين الاقتصاديين. إلا أن الدراسات التي اهتمت بعلاقة الأسواق المالية العربية بالنمو الاقتصادي لم تستطع دراستها قياسياً لعدم توفر النماذج القياسية الملائمة التي تأخذ بعين الاعتبار صغر حجم العينة. واكتفت بالوصف والتحليل.

ودراستنا تحاول إيجاد نموذج ملائم يساعد في إبراز العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والنمو الاقتصادي. بنموذج قياسي يسمح بنمذجة الظاهرة في ظل صغر حجم العينة.

هيكل الدراسة:

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة، تم تقسيمها إلى أربعة فصول رئيسية، وهي:

- الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان الإطار المفاهيمي للأسواق المالية. تم تقسيمه إلى مبحثين، فالمبحث الأول تطرق إلى نشأة الأسواق المالية وأنواعها، من خلال عرض لمفاهيم حول الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها والمبحث الثاني الأسواق المالية وظائفها والأوراق المالية المتداولة فيها.

- الفصل الثاني فقد كان بعنوان النمو الاقتصادي والأسواق المالية، واشتمل على ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول كان بعنوان ماهية النمو الاقتصادي، تم تقديم مفاهيم حول النمو الاقتصادي وعناصره، بالإضافة إلى إبراز الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، والمبحث الثاني تمثل في النمو الاقتصادي في

الفكر التقليدي والكنزي. والمبحث الثالث علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي، مبينا علاقة تطور القطاع المالي بالنمو الاقتصادي، وتم التطرق إلى الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع.

- الفصل الثالث جاء تحت عنوان المؤشرات المالية وكفاءة الأسواق المالية، تم تقسيمه إلى مبحثين، فالمبحث الأول ماهية مؤشرات الأسواق المالية، عرض مفاهيم حول المؤشرات وأنواعها ومزايا استخدامها وأساليب بنائها. والمبحث الثاني كان بعنوان ماهية كفاءة الأسواق المالية، تم عرض المفاهيم المتعلقة بكفاءة الأسواق ومتطلباتها. والحركة العشوائية للأسعار وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية.

- الفصل الرابع كان تحت عنوان دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، حيث تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول نشأة الأسواق المالية العربية ومميزاتها. ثم تم الطرق في المبحث الثاني إلى واقع الأسواق المالية العربية، أما المبحث الثالث خصص لاختبار كفاءة سوق المال البحريني والسعودي وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.

الفصل الأول
الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

تمهيد

تعد الأسواق المالية أحد الفضاءات المالية التي تمتاز بالتجديد والتغيير، وفي الآونة الأخيرة لقيت اهتماما كبيرا من قبل حكومات الدول النامية، خاصة العربية منها. لما تقدمه من خدمة اتجاه جميع المتعاملين الاقتصاديين ومختلف أفراد المجتمع، بالإضافة إلى أنها تساهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي. وتعمل الأسواق المالية عدة وظائف هامة، قد تكون على مستوى الاقتصاد الكلي، أو الاقتصاد الجزئي.

وهذا ما أدى بنا إلى تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية وأنواعها

المبحث الثاني: الأسواق المالية ووظائفها والأوراق المالية المتداولة فيها

المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية وأنواعها

حظيت الأسواق المالية لدى الدول النامية اهتمام الحكومات لها، وهذا للدور الذي تؤديه في الاقتصاد. وتطورت الأسواق المالية فوصلت إلى مستويات متقدمة في الدول المتقدمة. فمن خلال هذا المبحث نستعرض نشأة الأسواق المالية ومراحل تطورها، أنواعها، والعوامل المؤثرة فيها.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية

نشأت الأسواق المالية نظرا للحاجة إلى رؤوس الأموال الضخمة التي تطلبها التوسع الكبير في إنشاء الشركات المساهمة والمشاريع التجارية، وسوق الأوراق المالية هو المكان المناسب لاستثمار مدخرات الأفراد والتي توجه نحو الاستثمار المناسب¹

إن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبطت بتعدد جهات وقيم أشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى حيث ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع من الشرق، تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة الصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر وتحديدا في مدينة بروج البلجيكية وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد فاندر بورز حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتاب بوالص التأمين، ومن اسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لان اسم بورز بالفرنسية تعني سوق الأوراق المالية².

وفي الحقيقة يبدأ التطور التاريخي لظهور الأسواق المالية من القرن السابع الميلادي، وذلك لمجموعة من الأسباب³:

1- أن هذا القرن شهد نهاية الإمبراطورية البيزنطية بسقوط القسطنطينية على أيدي الإمبراطورية الإسلامية، وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث نشاط غير مسبوق في حركة التجارة في حوض

¹ - حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد، جامعة الأزهر، غزة، 2010، ص: 15.

² - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار المسيرة، عمان الاردن، 2012، ص: 34

³ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، عمان الاردن، 2010، ص: 58-59

شرق المتوسط، بينما في غرب البحر المتوسط انهارت وتوقفت التجارة تقريبا بين الموانئ أو عبر الأنهار بسبب عودة القراصنة، ولكن التوقف يرجع أساسا لغياب التمويل؛

2- أن هذا القرن تبعه ما عرف بعصر الظلام في أوروبا، فبينما تزامن نمو الدولة الإسلامية واتساع نطاقها زادت التجارة في المناطق التي وصل إليها المسلمون، وفي المقابل ظلت أوروبا لما يقرب من 1000 عام في عصر الظلمات، فلا نقود ولا تجارة ولا تمويل ولا فائض في الإنتاج المحلي ولا وجود للأسواق، حيث لم يكن أي شيء موجود لكي يمكن مبادلتها بالنقود ويستحق أو يتطلب وجود أسواق في أوروبا كلها خلال هذه العصر؛

3- في هذه الأثناء ظهرت الكنيسة الكاثوليكية كقوة اجتماعية واقتصادية في أوروبا، ومن خلال التعاليم المسيحية التي بثتها هذه الكنيسة، والتي تركزت على أن مصلحة المجتمع يجب أن تسبق مصلحة الفرد على أساس مبادئ الأخوة والمحبة، فقد أثرت الكنيسة الكاثوليكية في طريقة حياة الأوروبيين ومعاملاتهم مع بعضهم أثناء هذه الفترة، وما يهمننا هنا أن الانقلاب على هذا المبادئ والتعاليم الكاثوليكية شكل فيما بعد العقيدة الرأسمالية بأبعادها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

وفكرة الأسواق المالية ونشئها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للبلد وهي:

- **المرحلة الأولى:** تتميز بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية؛
- **المرحلة الثانية:** تمتاز ببداية ظهور المصارف المركزية وسيطرتها على المصارف التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة؛
- **المرحلة الثالثة:** مرحلة ظهور المصارف المتخصصة في الإقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية)؛
- **المرحلة الرابعة:** مرحلة بداية ظهور الأسواق النقدية المحلية، فوجود سوق نقدي متطور يقضي وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تجري فيها؛

- المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه¹.

أولاً: تعريف الأسواق المالية:

ظهرت سوق الأوراق المالية لأول مرة مع انطلاقة الثورة الصناعية، وتجسدت عملياً منذ ما يزيد على 400 عام وتحديداً في هولندا ثم ظهرت في فرنسا في عام 1724م وفي بريطانيا بورصة لندن في عام 1776م، ثم ظهرت في الولايات المتحدة في عام 1821 م حيث أنشأت بورصة نيويورك في وول ستريت، ثم تلتها بورصة طوكيو في اليابان في عام 1878م وكانت بورصة باريس هي السوق المالية الأهم عالمياً حتى قيام الثورة الفرنسية، فاحتلت عندها بورصة لندن المرتبة الأولى في العالم، ومع نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي تغير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة واليابان².

فيمكن تعريف السوق المالي بأنه "ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق (الفاكس والتلكس أو البريد، أو التلفون أو الانترنت، أو عن طريق السماسرة والوسطاء والوكلاء) بحيث يجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة تعد متداولة فيه"³.

ويعرفها محمد مطر، فايز تيم بأن "السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم

¹ - عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية للمدة 1990 - 2010)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة الكربلاء، المجلد 8، العدد 32، العراق، 2012، ص: 201

² - بوعوبنة سليمة، جدي أسماء، المصارف الإلكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة، العدد 3، الجزائر، ديسمبر 2013، ص: 139.

³ - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، ط1، دار الأيام، عمان، الأردن، 2015، ص: 71.

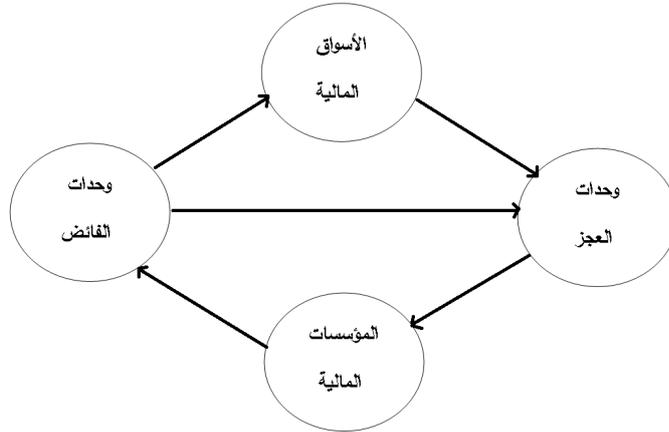
فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه¹."

وبالمفهوم أعلاه يوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تتيح لعملية التبادل أن تتم فيه بين البائعين والمشتريين، وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما، أو بطريقة غير مباشرة عبر التلكس أو التليفون، أو البريد أو الكمبيوتر. كذلك ليس بالضرورة أن يكون جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية مالكيين للأوراق أو ممن يسعون إلى تملكها، بل يمكن أن تكون من بينهم فئة يقتصر دورها على إدارة وتنظيم عملية التبادل، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، ويطلق على هذه الفئة مصطلح الوسطاء².

وعلى العموم، المفهوم الحديث للسوق المالي تجاوز فكرة المكان والحيز، إذ أصبح يعتمد في تعريف السوق على تنفيذ الصفقة، مهما كان الأمر، كما أشرنا سابقاً، عن طريق الشبكات مثل الانترنت أو الاتصال... الخ، فإذا تمت الصفقة تولد السوق³.

ويمكن توضيح آلية انتقال الأموال بين الوحدات كما يلي:

الشكل رقم (1،1): آلية انتقال الأموال بين الوحدات



المصدر: سعيد سفيان العبادلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة

ماجستير، تخصص اقتصاديات التنمية، الجامعة الإسلامية غزة، 2013، ص 27

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، ط1، عمان، الأردن، 2005، ص: 60 و 61.

² - محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط7، دار وائل، عمان، الأردن، 2015، ص: 175.

³ - عبد الغفار دادن، إبراهيم بختي، إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة 2005-2009، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، المجلد 2، العدد 7، 2014، ص: 46

ثانياً: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية إلى ما يلي¹:

- المقومات الأساسية:

- توفر فلسفة اقتصادية واضحة تتبناه الدولة، تهدف أساساً لتنظيم وتطوير بورصتها ضمن رؤيا - تؤمن بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل ودورا أكبر للقطاع الخاص في قيادة التنمية ومن المهم أن تتفق هذه الرؤيا مع رغبة واضعي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره؛
- مناخ ملائم للاستثمار يتمتع بوضوح السياسات المالية والنقدية ويضم قوانين مشجعة للاستثمار؛
- وجود مؤسسات متخصصة تؤدي دور الوساطة المالية؛
- وجود حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى البورصة من خلال الأصول المالية المتنوعة؛

- وجود عدد كافي من المتعاملين يضمن التوزيع لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة صغيرة.

- المقومات المساندة:

- وجود إطار تنظيمي تقوده نظم إدارية وتشريعية متكاملة، تحت إشراف هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق تتمتع بالكفاءة والنزاهة والحياد؛
- قوانين تنظم عمليات التداول داخل البورصة بشكل يضمن المنافسة العادلة ويمنع الاحتكارات؛
- تشريعات واضحة تحمي حقوق المتعاملين من الغش والتلاعب، ما يعزز من ثقة المستثمرين؛
- توفر البورصة على أنظمة إفصاح مالي ذات كفاءة ووجود أجهزة رقابة فعالة للتحقق من الوجود الفعلي للشركات؛
- توفر شبكة اتصال متقدمة بين الأعضاء المتعاملين في السوق لضمان توفر المعلومة بالدقة والزمن المناسب؛
- الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق المالية²؛

¹- بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير، تخصص

اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، 2013، ص: 6-7

²- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 23.

- الاستقرار السياسي، فكلما كانت الدول بعيدة عن الحروب وتدخل الدول الأجنبية، أي أن هذا يؤدي إلى اطمئنان المستثمرين على مصير أموالهم¹؛
- استقرار القوانين، فعلى الجهاز التشريعي أن يكون مرنا ويتماشى مع التطورات الاقتصادية الحاصلة وبالتالي المساهمة في ازدهار البورصة ونموها، أي وجود إطار تشريعي وتنظيمي من قادر على مواكبة التطورات المالية والاقتصادية ذات الصلة بالسوق المالي ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين ومنع التلاعب والاستغلال؛
- الأعباء الضريبية: حيث أن انخفاض الضرائب والرسوم على الأموال المستثمرة يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال مما يؤدي إلى ازدهار البورصة ونموها، أما بالنسبة للدخل فكلما انخفضت الضرائب والرسوم على الدخل فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع الدخل الحقيقي للفرد، وبارتفاع الدخل يزيد الادخار بصورة أكبر من الاستهلاك أي التوجه إلى الاستثمار².

ثالثا: العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية

إن الأسواق المالية تؤثر وتتأثر بالمغيرات الاقتصادية المختلفة، كالتغير في الناتج المحلي الإجمالي، مستوى التضخم، سعر الصرف، وغير ذلك من متغيرات البيئة الاقتصادية. كما أن الحالة الاقتصادية في الدول تتأثر بما يجري في العالم من أحداث، كالحروب والتغيرات السياسية والاجتماعية والاقتصادية في دولة بعينها. وهذه الأحداث عادة ما تترك آثارا على اقتصاد دولة أخرى ويكون لها بصمات على حركة أسواق رأس المال بها³، ومن العوامل المؤثرة فيها وهي:

1- العوامل الاقتصادية: هي اعتماد العملاء بتمويل جانب واحد من الاقتصاد، وقد تقع حادثة ما

تؤدي بهم إلى الإفلاس وبالتالي تدهور قيمة السوق المالي الذي كانت تتداول فيه هذه الورقة؛

1- عثمان لخلف، معمر حمدي، إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، دفاثر البحوث العلمية، العدد3، المركز الجامعي تيبازة، ديسمبر

2013، ص: 235

2- نفس المرجع: ص: 235-236

3- نادية العقون، سامية مقعاش، دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار المسنول اجتماعيا وتحقيق التنمية المستدامة، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، يومي 14 و15 افريل 2016، جامعة المسيلة، ص: 9.

- 2- **العوامل المالية:** تخضع سوق الأوراق المالية لقانون العرض والطلب فكلما زادت كمية رؤوس الأموال الموضوعة في التداول كلما تحسنت أسعار أوراق السوق واتجهت نحو الصعود كذلك كلما قلت كمية رؤوس الأموال المعروضة كلما اتجهت أسعار السوق نحو الهبوط؛
- 3- **السياسة الائتمانية:** يجب على الدولة أن تراعي إلى جانب الأسواق المالية أثناء إصدارها للقوانين تواجه سياستها المالية. فالسياسة المالية التقليدية تؤدي إلى انخفاض الأموال المدخرة مما يؤثر مباشرة على السوق الخاصة بتلك الشركة. وهذا ما يؤدي بالشركة إلى تقليل من نشاطها داخل الأسواق المالية؛
- 4- **العوامل الأمنية:** قد تحدث عملية تغير اتجاه رؤوس الأموال من بلد إلى آخر نتيجة الحروب أو الأزمات السياسية، وهذا راجع إلى خوف العملاء على أموالهم مما يؤدي إلى تدهور السوق في تلك المنطقة؛
- 5- **العوامل النفسية:** تتمثل هذه العوامل في الإشاعات الزائفة التي تحدث اضطرابا على مستوى الأسواق المالية، كما يمكن أن تحدث أزمة داخل الأسواق المالية¹؛
- 6- **التضخم:** يعد التضخم العدو الأول لرأس المال لما يمثله من انخفاض في كل من قيمته والقوة الشرائية للمدخرات فتكون نتيجة ذلك سرعة التخلص من تلك الأصول التي فقدت قيمتها وإحلال الأصول العينية محلها؛
- 7- **المضاربة:** وهي تتم بقصد الإفادة من تقلبات أسعار الأوراق المالية، حيث تتم بناء على تقديرات المضاربين. غير أنه لا يمكن اعتبار جميع المضاربات ذات تأثير سلبي في أسواق الأوراق المالية، إذ إنها تساعد، إذا ما بنيت على الحقائق الاقتصادية، على ازدهار البورصة وتنشيطها. أما في الحالات التي تتم فيها المضاربة بشكل سريع ومفاجئ فإنها قد تتسبب في انهيار البورصات. ولذلك يتم في الغالب فرض عقوبات شديدة لأي مضارب يحاول التأثير في أسعار البورصة بأي وسيلة غش؛

¹ - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 181

8- انتقال العدوى بين البورصات: إذا ما حدث هبوط في إحدى البورصات أو تطور في

أسعار بعض الأوراق المالية فإنه سرعان ما تنتقل عدواه إلى باقي البورصات وذلك بناء

على مدى الاتصال القائم بين البورصات بعضها ببعض¹.

قد يكون وضع الشركة جيداً وكذلك الوضع الاقتصادي متيناً إلا أن الأسعار قد تتجه نحو الهبوط والعكس

صحيح، فالتحركات الدورية في الأسعار قد تتأثر بأحداث فنية أو سيكولوجية أو عاطفية غير منظورة².

ويوجد من يحدد العوامل المؤثرة في السوق المالي إلى عاملين وهم³:

عوامل أساسية، وهي تنشأ خارج السوق، وتعكسها مقدماً أو تتعكس عليها مؤخراً وهي أساسية لأنها

تتعلق بتطورات اقتصادية أو أساسية ترتبط بتركيب الاقتصاد القومي ومستويات نشاطه. وهي خارجة

لأنها لا تنشأ داخل السوق.

وعوامل فنية، وهي تنشأ داخل السوق، وتتعلق بطبيعة عملياته والطرئ التي يستخدمها المتعاملون في

مجال تخطيطهم للعمليات المالية التي يهتمون بها.

رابعاً: عمليات التمويل في السوق المالية

إن طريقة تمويل السوق المالي تستهدف تحويل الأرصدة المالية من القادرين على الادخار إلى

المقترضين، بفضل الترتيبات لخلق وتبادل الحقوق بالنسبة لأي أصول مالية بين المتعاملين فيه، حيث

تساهم الصناعة المالية بعكس صورة أداء السوق المالي الذي يعكس بدوره قوة النظام المالي. وعليه فإن

عملية التمويل في النظام المالي تأخذ الأشكال التالية:

1- التمويل المباشر: يتم التعامل مباشرة بين المدخرين القادرين على التمويل والمستثمرين

المستعدين للاستثمار، دون وساطة. إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره أصول

¹ - فاضل جويد عواد، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية، مجلة كلية بغداد، العدد 47، العراق، 2016، ص: 113.

² - نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيها-تاريخها-مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، 2012، ص: 180.

³ - حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، ص: 19 متاح على الرابط التالي:

<http://t1t.net/book/save.php?action=saveattach&id=373>.

مالية مباشرة (أسهم، سندات، ووثائق أخرى) لصالح المقرض¹. وذلك بمساعدة السماسرة وتجار الأوراق المالية، أي أن الأوراق المالية تنتقل في هذه الحالة من الوحدات ذات العجز مباشرة إلى الوحدات ذات الفائض مقابل انتقال النقود. ومثل هذه الأوراق المالية تعرف بالأوراق المالية الأولية. كما يطلق على تلك الإصدارات الجديدة للأوراق المالية مصطلح السوق الأولية. وقد يتولى البيع عن الجهة المصدرة احد السماسرة أو تجار الأصول المالية منفردا في حالات الإصدار الصغيرة نسبيا، أما في حالات الإصدارات الكبيرة فقد يتطلب الأمر أن يتولى عملية البيع مجموعة سماسرة أو تجار أوراق مالية يكونون ما يسمى بمجموعة استثمارية². وهي أداة تسمح للحكومات والشركات برفع مواردها المالية تلبية لمتطلباتها من الاستثمار او الوفاء ببعض الالتزامات³.

- خصائص نظام التمويل مباشر⁴:

- هيئة التمويل المباشر، إذ يتقابل عرض وطلب رؤوس الأموال مباشرة، دون ما حاجة إلى الوسطاء الماليين. ويشارك هؤلاء في السوق كطالبين و/أو عارضين للأوراق المالية بدلا من الاعتماد على منح القروض بصورة انفرادية.
- ارتفاع نسبة التمويل الذاتي لدى المؤسسات والتي تبرز قدرة التمويل الذاتي لهذه المؤسسات لاستثماراتها بالاعتماد على مواردها الداخلية.
- الأوراق المتفاوض عليها مشكلة أساسا من المديونية العمومية (سندات الخزينة) والتي تشكل وسيلة لتنويع التوظيفات مما يعمل على تطوير السوق.
- تمثل معدلات الفائدة في النمط سعر التوازن بين عرض وطلب رؤوس الأموال وتكلفة الموارد الإضافية.

2- التمويل غير المباشر: وذلك من خلال أجهزة الوساطة المالية مثل: البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات وغيرها. وتقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من وحدات الفائض

¹ حمداني زهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية دولية، جامعة وهران، 2012، ص: 111

² - محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص: 338

³ - Ronak Nangalia, Sohrab Kothari, **Basic of Stock Market**, p:9 available at: http://www.flame.edu.in/pdfs/fil/presentations/FIL_Stock%20Market.pdf

⁴ - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2006، ص: 261

بطريقتين: الأولى، من خلال الودائع بأشكالها كافة: جارية، لأجل، التوفير، والثانية: من خلال إصدار أوراق مالية خاصة مثل: وثائق التأمين على الحياة وشهادات الإيداع وشهادات الاستثمار، ثم تقوم المؤسسات السابقة باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو استخدامه في شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها وحدات العجز المالي¹.

- خصائص نظام التمويل غير المباشر²:
- سيطرة القروض على هذا النظام، إذ تقوم البنوك بتقييم المخاطر وعلى ضوءها تقوم بتمويل المشاريع المتوقع مردوديتها، وبالتالي تشكل القروض الشكل الأساسي لتمويل النشاط الإنتاجي.
- لا يتوقف عمل البنوك على تحويل آجال استحقاق الموارد المعبأة وإنما تعمل أيضا على خلق وسائل تمويل تستجيب للطلبات والحاجات الخاصة بكل عون اقتصادي.
- تساهم السوق النقدية بجزء قليل في عملية التعديل النقدي، ويكون التدخل في الغالب للبنك المركزي فيها من أجل منح السيولة للبنوك التجارية (إعادة التمويل). ويكون البنك المركزي مرغما على التدخل عند الحاجة إلى السيولة بغض النظر عن مستويات أسعار الفائدة.
- أساس الإصدار النقدي عملية داخلية، فالغالب على مقابلات الكتلة النقدية هو القروض المقدمة للاقتصاد.
- معدلات الفائدة تتحدد بشكل إداري، ولا تعبر عن التوازن التلقائي بين عرض وطلب النقود.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تتعدد تقسيمات الأسواق المالية نظرا لما يتضمنه مفهوم السوق المالية من أنماط مختلفة للتمويل وتعدد في الأصول المتداولة إضافة إلى التوسع الحاصل في النشاط الاقتصادي وقد أدت الصعوبات إلى فصل كل نوع من أنواع الأسواق المالية إلى الاتجاه نحو شمولية السوق المالية المعاصرة من خلال تداخل الوظائف وتعدد الأدوات والأصول في السوق الواحدة³.

¹- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سابق، ص: 69

²- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، ص: 264.

³- محمد مدلول علي، أسواق المال العربية الواقع وتحديات المستقبل، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، العدد 4، العراق، 2008، ص: 1241.

وفي الواقع، يشتمل تعبير السوق المالية على نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال. وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساساً في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين¹.

ويمكن تقسيم الأسواق المالية إلى عدة أنواع كالاتي :

أولاً: حسب طبيعة عمل الأسواق :

1- السوق الأولية أو سوق الإصدار:

وهي السوق التي تدخل فيها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، وهذه العملية غير متكررة، أي أنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب بها أو بين المقترض والمقرض، وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق، إذ أن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار وتسويقه، في حين يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة، إذن هي السوق التي يكون فيها البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي².

وتعرف السوق الأولية بأنها: السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية.

وتعرف أيضاً بأنها: السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية³.

2- السوق الثانوية:

في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي اقترض الشركة (عن طريق شراء السندات من السوق الأولية) أن يبيع دينه أو جزءاً منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها.

¹ - رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007، ص: 10.

² - دينا أحمد عمر، اثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الراقدين، جامعة الموصل، العراق، العدد 96، مجلد 31، 2009، ص: 58.

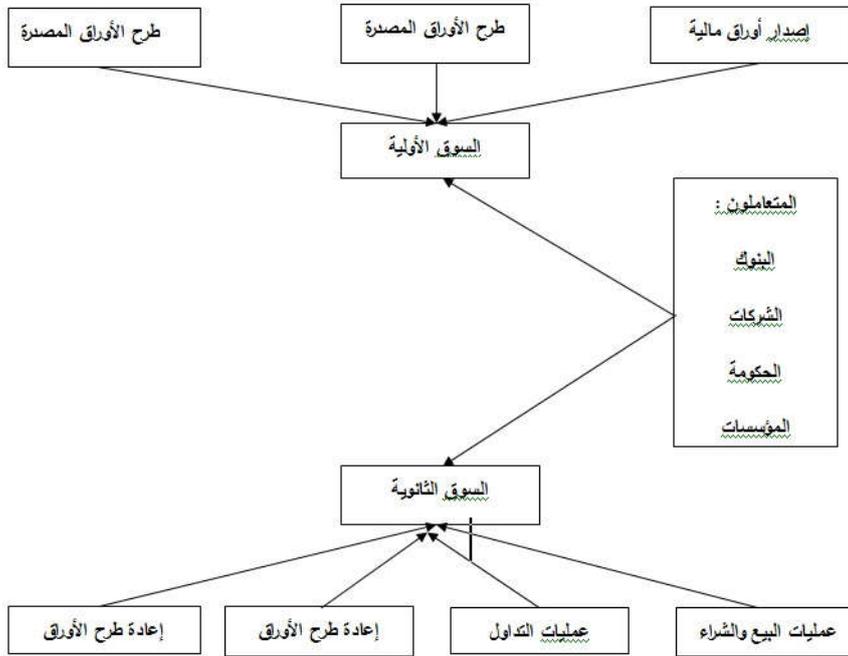
³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 68.

كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة (عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية) أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه لآخر، وذلك ببيع هذه الأسهم أو جزء منها¹.

وفق ذلك فالسوق الثانوية سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليها كثير من المتعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية، بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها، بل ليبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق، ليبرح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها².

ويمكن توضيح العلاقة بين السوق الأولية والسوق الثانوية وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (1،2): العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولية والسوق الثانوية



المصدر: بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج في الدراسات العليا

PGS، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2007، ص: 16

¹ - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مذكرة تدرسية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، ط1، 2010، ص: 8

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 75

ثانياً: من حيث آجال الأوراق المالية

1- أسواق منظمة:

وهي تلك الأسواق التي تتميز بوجود هيئة رسمية ولها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية وفق قواعد وشروط معينة يجب استيفاؤها والالتزام بها من قبل الشركات والمؤسسات المختلفة لكي يتم قيد أدواتها المالية والتداول بها.

2- أسواق غير منظمة:

من خلال هذا السوق يتم تداول الأوراق المالية التي تتعامل وفق قوانين وسياسات وتعليمات هيئات السوق المنظمة بحيث يتم التداول على أسهم شركات قد لا تريد الإفصاح عن معلومات مالية خاصة بها وغالبا ما تسمى هذه الأسواق بأسواق خارج المقصورة¹.

ولها تسميات أخرى كالسوق غير الرسمية، والسوق الموازية، والسوق غير القارة. وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين².

وتنقسم الأسواق غير المنظمة بدورها إلى:

- **السوق الثالث:** ويمثل السوق الثالث جزءا من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق. وهذه البيوت في الواقع أسواق على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة.

- **السوق الرابع:** يتم التعامل في السوق الرابع مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات السمسة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات وخاصة في حالة

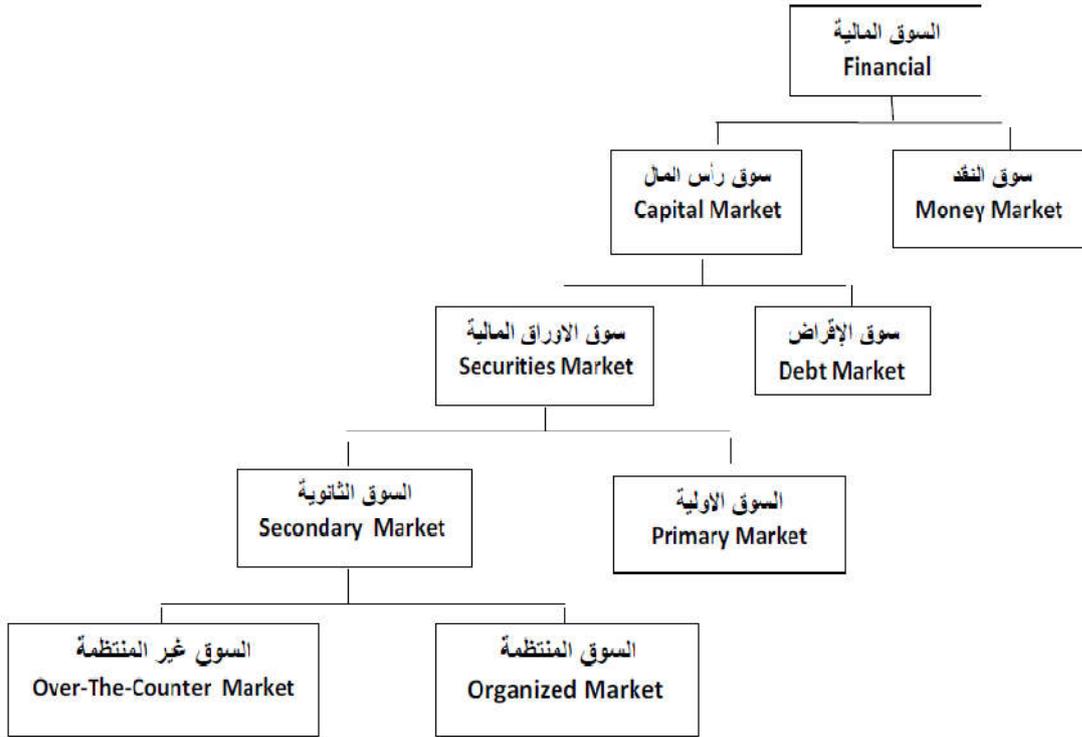
¹ - سعيد سفيان العبادلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 29

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج 1، ط 1، دار كنوز اشبيليا، 2005،

الصفقات الكبيرة، وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل من خلال شبكة اتصال إلكترونية حيث يمكن عن طريقها معرفة الأسعار وفقاً لحجم التعامل¹.

ويمكن توضيح هيكل السوق المالي وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (3،1): هيكل السوق المالي



المصدر: فاضل جويد عواد، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية، مرجع سابق،

ص:110

¹ - حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص:18.

ثالثاً: من حيث طريقة التداول

1- أسواق النقد:

أسواق النقد هي عبارة عن أسواق مفتوحة تنافسية تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالباً سنة واحدة وبالتالي فإن تسمية الأسواق المعنية بهذه الأدوات أسواق نقدية جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى السيولة¹.

وتستخدم أدوات سوق النقد من قبل مجموعة من المستثمرين الأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى سيولة لتنفيذ أنشطتها المختلفة، وتلعب المصارف دوراً أساسياً مع مؤسسات الوساطة المالية في هذا السوق، ويتمتع سوق النقد بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي يتم التعامل بها فيه، وتتصف بالمرونة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرعة إنجازها وتنفيذها².

وما يميز هذه السوق ما يلي³:

- استخدام الأموال الواردة من مصادر أدوات التوفير المختلفة من قبل الوحدات التي تحتاج لهذه الأموال؛
- تأمين السيولة للمؤسسات والمشروعات الإنتاجية دون اللجوء إلى الديون الطويلة والمتوسطة الأجل مما يؤدي إلى زيادة سرعة دوران رأس المال؛
- توفير السيولة للنظام المصرفي كما يسمح للبنك المركزي من التأثير في حجم السيولة وسعر الفائدة.

2- سوق رأس المال:

يعتبر سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الدين الذي يبلغ أجل سداده عاماً واحداً أو أكثر وأدوات الملكية المتمثلة بالأسهم. وتحدد مهمة سوق رأس المال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة طويلة الأجل. وعليه فإن المنشآت تلجأ إلى أسواق رأس المال لأجل تمويل

¹ - محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 20

² - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص: 170.

³ - محمد مدلول علي، أسواق المال العربية الواقع وتحديات المستقبل، مرجع سابق، ص 1242، 1243

استثماراتها في رأس المال الثابتة (المصانع والمعدات). ويعني ذلك أن أسواق رأس المال تساهم بقسط وافر في عملية التكوين الرأسمالي، ودعم الرفاهية الاقتصادية¹.

يعرف سوق رأس المال بأنه ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية ذات الاستحقاقات الطويلة والمتوسطة الأجل كالسندات والأسهم حيث تعمل على تفعيل الاستثمارات الرأسمالية داخل الاقتصاد، لأنها توفر التكتل الطويل الأجل للعمل والقيام بالمشاريع الاستثمارية، حيث أن من أهم الأوراق المتداولة في هذه السوق هي استثمارات حق الملكية واستثمارات المديونية كما أن مخاطر السوق الرأسمالية تكون أكبر من مخاطر السوق النقدي².

ويعرف سوق رأس المال بأنه: الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبيين أو المقرضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين³.

وإنما سميت سوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة⁴.

ومن الخصائص المميزة لسوق رأس المال، أنه اقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما.

كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة. ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكييف سياساتهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة⁵.

¹ - محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 341.

² - محمد مدلول علي، أسواق المال العربية الواقع وتحديات المستقبل، مرجع سابق، ص: 1243.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 61.

⁴ - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 7.

⁵ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، ط3، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2014،

رابعاً: موقع سوق الأوراق المالية ضمن أسواق التمويل

باعتبار سوق الأوراق المالية مكاناً يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال سيطرة لتبادل السلعة هي الأسهم والسندات وتعرف بسوق المال طويلة الأجل فهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة.

ولإقامة سوق كاملة يجب أن تتوفر العناصر التالية:

- وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين بحيث لا يستطيع أحدهم بائع أو مشتري بمفرده أن يؤثر على سعر السوق؛
- سهولة وتوافر الاتصالات بين أطراف السوق مما يحقق علم كل من البائع والمشتري بما يجري في السوق مما يستتبع أن البائع لا يبيع إلا بأعلى سعر مطلوب في السوق وبالمثل المشتري لا يشتري إلا بأقل من السعر المعروض في السوق؛
- تجانس وحدات السلعة المعروضة في السوق بحيث لا يوجد تفاوت بين ما يعرضه أحد البائعين وبين ما يعرضه بائع آخر وبالتالي لا توجد علامات تجارية وتترتب على التجانس عدم طلب بائع معين سعر مميز لسلعته على أساس أنها مميزة عن غيرها من السلع؛
- سهولة نقل السلع من مكان لآخر بمعنى أنه إذا كان السعر مرتفع في مكان ما من السوق ومنخفض في مكان آخر فإن السلعة تنتقل من المكان ذي السعر المنخفض إلى المكان ذو السعر المرتفع فيزداد العرض منها مما يؤدي في النهاية إلى توحيد السعر؛
- يكون عنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع وبالنسبة للمشتري فلا يهتم البائع لمن يبيع ولا يهتم المشتري ممن يشتري وعنصر ارتفاع السعر هو الذي يحفز البائع للبيع فإذا لم تتوفر شرط من الشروط السابقة لا يحدث كمال للسوق¹.

¹ - ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري، مجلة جامعة بابل، المجلد 21، العدد 1، 2013، ص:68.

خامساً: أسباب ودوافع إنشاء سوق الأوراق المالية:

توجد عدة أسباب ودوافع تعجل في إنشاء سوق الأوراق المالية نذكر من أهمها:

- إن الدول التي ترغب في التخلي عن نموذج القطاع العام بالمؤسسات الصناعية وبعض الهيئات الخدمية الحكومية في مجال النقل والمواصلات والاتصالات السلوكية واللاسلكية ومنشآت اقتصادية حكومية أخرى، وتسعى نحو خصصتها أو تحويلها إلى شركات خاصة أو مساهمة في ظل برنامج الإصلاح الاقتصادي الهيكلي فإن وجود سوق الأوراق المالية يفسح المجال أمام نجاح الخصخصة¹.
- ومن المزايا التي تحققها عند لجوئها إلى عملية الخصخصة عن طريق الاسواق المالية ما يلي²:
 - إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تميز فئة دون أخرى عن إجراء البيع.
 - إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة.
 - توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين.
- قيام سوق مالية يشكل عنصر جذب للمدخرات الوطنية المحلية وجذب رؤوس الأموال للمهاجرين في الخارج ويرفع من حجم الادخار المحلي قياساً إلى الناتج الوطني المحلي.
- إيجاد قدرات وطاقات تمويلية كافية لآجال طويلة إلى جانب القطاع المصرفي في سد (الفجوة التمويلية) والتي يحتاجها القطاع الخاص³.
- الحاجة إلى التدفق المستمر للمدخرات لتمويل المشروعات الجديدة كانت سبباً في قيام تلك الأسواق خصوصاً وان النمو الاقتصادي يعتمد إلى حد كبير على قيام المشروعات ذات الحجم

¹- حسن صبحي العباس، الأفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 10، العراق، 2005، ص: 109

²- سعيد سفيان العبدلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاديات التنمية، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2013، ص: 63

³- حسن صبحي العباس، الأفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 110

الكبير، والتي تتخذ شكل الشركات المساهمة بعد أن أصبح من المتعذر على فئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال تمويل تلك المشروعات، وحبس أموالهم فيها مدة طويلة¹.

المبحث الثاني: الأسواق المالية وظائفها والأوراق المالية المتداولة فيها

تقوم الأسواق المالية بعدة وظائف في الاقتصاد على المستويين الكلي والجزئي، وتعتبر الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في السوق. سنعرض من خلال هذا المبحث وظائف السوق المالي، والأدوات المتداولة فيه، التقليدية والحديثة. وطرق تداولها في السوق.

المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال -مدخرات- إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية مرتبطة بالمعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات². والسوق المالية هي الآلية التي تتسبب من خلالها الرساميل وتوظيفها في مجال الاستثمار وتعكس مدى درجة تطور الاقتصاد الكلي وحركة نموه في مختلف قطاعات الإنتاج وخدمات التنمية³.

كما وتحل الأسواق المالية دوراً مهماً في دعم وتحريك عجلة النمو الاقتصادي، من خلال مجموعة من القنوات، فأولاً يشجع وجود قطاع مالي متطور على زيادة نسبة الادخار في الاقتصاد، حيث تتمكن الأسواق المالية وشركات الوساطة من خلال استخدام وفورات الحجم والخبرة المتوفرة لديها من توفير عائد أعلى للمدخرين مما يؤدي إلى رفع مستوى الادخار في الدولة، وثانياً يساهم القطاع المالي في النمو الاقتصادي من خلال تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات، وثالثاً تحل وظيفة توفير السيولة للمشاريع

¹ - جابر عبد العزيز، بورصة الأوراق المالية الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 29.

² - محمود محمد سمير، تحليل سلوك الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص: 19.

³ - جليل كاظم مدلول العارضي، علي رزاق العابدي، الآفاق والمقومات الرئيسية لإستراتيجية تفعيل آلية سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 4، جامعة الكوفة، العراق، 2005، ص: 99

الاستثمارية¹. لأن عدم توفر السيولة سيضطر المستثمر بالاحتفاظ بالأوراق المالية حتى تتغير الظروف التي تسمح بالتخلص منها²، وهذا مما يعيق من تطور السوق.

ويمكن تصنيف الدور الذي تقوم به الأسواق المالية اتجاه النشاط الاقتصادي إلى دورين: كلي وجزئي.

أولاً: دور الأسواق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

تعمل الأسواق المالية عدة وظائف وتتمثل فيما يلي:

- المساهمة في تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث تقوم الحكومة ومؤسساتها بتوفير بعض احتياجاتها التمويلية من خلال طرح السندات للاكتتاب العام للجمهور، ومن ثم تقوم الأسواق المالية من ناحية بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية وبالأخص مشاريع البنية التحتية؛
- تقويم أداء الشركات والمشروعات الاستثمارية، فتعد سوق الأوراق المالية سلطة رقابة خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار أسهمها المتداولة في السوق فور شيوخ أية أنباء عنها في السوق، فترتفع أو تنخفض أسعارها، ويكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء³؛
- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسبهم، كما تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي⁴؛
- إعطاء مؤشر يوحى عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وعروض البيع، وطلبات الشراء في سوق المزايمة تتحدد فيها

¹-عاطف علاونة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي السادس حول المؤسسات المالية والاستثمارية، يومي 17 و18 نوفمبر 2008، دمشق، سوريا، ص: 7

²-Frank J.Fabozzi, Pamela Peterson Drake, Finance : capital markets, financial management, and investment management, hoboken, New Jersey, 2009, p114

³- السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط1، مؤسسة رؤية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 119-120

⁴- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص: 82

- الأثمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛
- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة وتمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة؛
 - المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقا لقوانين الاستثمار المحلي وللاجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي¹.
 - يساعد على امتصاص المدخرات الموجودة لدى المجتمع وتوجيهها نحو المشاريع المختلفة؛
 - يساعد أصحاب المشاريع الإنتاجية في الحصول على الأموال اللازمة لتشغيل تلك المشاريع؛
 - يتيح للدولة فرصة تطبيق أدق للسياستين المالية والنقدية وذلك بسبب ما يوفره السوق من معلومات حول حركة الأموال واتجاهاتها وكمياتها المتداولة؛
 - يساعد على جذب المدخرات الخارجية إلى الداخل (إذا ما تمتع بدرجة من الفاعلية) بحيث يعمل على سد الثغرة (إذا ما حصلت) ما بين الطلب المرتفع على الأموال وبين العرض المنخفض لها².

ثانياً: دور الأسواق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي

- قياس قيم الأصول: تعتبر السوق المالية وسيلة قياس فريدة من نوعها لقيمة المؤسسة التي بلغتها حيث يتم نشر أسعار كل القيم المنقولة في كل حصة تعقد في البورصة، وتعتبر تسعيرة البورصة إلى جانب تقنيات التنظيم الأخرى (تحليل الميزانيات، استشراف مستقبل المؤسسة في السوق، تقدير وسائل الإنتاج...)، طريقة سهلة التحديد، حيث أن مجموع قيم الأوراق المالية للمؤسسة في البورصة يساوي لمجموع قيمتها وتلقى اعتراف من قبل كل من يهيمه معرفة قيمة المؤسسة

¹- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج في الدراسات العليا PGS، مرجع سابق، ص: 27

²- اباد فلاح حسن الزيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، مذكرة ماجستير، تخصص العلوم الاقتصادية، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنيمارك، 2009، ص: 38

- (البنوك، إدارة الضرائب، المستثمرين...) فالعلاقة التي تربط المؤسسة بالبورصة هي أسعار أسهمها وسنداتها التي تعكس وصدق إلى حد ما كفاءة السوق المالية¹.
- توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخيل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعتها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.
 - رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.
 - المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج، ورفع مستويات التشغيل أو التوظيف، وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي².
- ولكن نجاح جهاز سوق الأوراق المالية على تحقيق هذه الوظائف، هي السرعة التي تساعد المستثمر على التخلص فيها من استثماراته في أي وقت، إلى جانب إعطاء الحق للمساهم في التنازل عن أسهمه يتطلب أمرين:
- إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع والشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير وبذلك يهيئوا للمستثمر سوقا مستمرا لما يمتلكه من أوراق مالية؛
 - وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين. ودرجة التعامل بمثابة دعاية طيبة للاستثمار في الأوراق المالية فكلما كان هناك نشاط في التعامل دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها والعكس صحيح³.

¹ - سفيان حنوفي، اثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة، مذكرة ماجستير، تخصص التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، جامعة قسنطينة، 2011، ص: 95-96

² - دينا أحمد عمر، اثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 60-61

³ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 276-277

ثالثاً: وجه الشبه والاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق

سوق الأوراق المالية شأنها شأن سائر الأسواق تلتنفي فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسها الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث انه يجري في تلك الأسواق التعامل على الثروة ذاتها، بينما في أسواق الأوراق المالية يجري التعامل في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المتعاملين، ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتهما لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع الحقوق وتشتري دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع¹.

إن لسوق الأوراق المالية صفات معينة تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى، يمكن إجمالها فيما يلي:

- التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات؛
 - الصفقات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبياً مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء²؛
 - العقود التي تجرى في الأسواق العادية تتم على أشياء موجودة بالفعل غالباً، أما في الأسواق المالية فيتم العقد إما على رؤية عينية من الشيء المعقود عليه، أو بالوصف الشامل له؛
 - العقود الجارية في السوق تحدث في جميع أنواع السلع، أما في الأسواق المالية فلا بد في المعقود عليه أن يكون قابلاً للدخار، بالإضافة إلى قابلية أثمانها للتغير في فترة زمنية معينة بسبب ظروف العرض والطلب³؛ وعليه يمكن إجمال شروط السلع في سوق الأوراق المالية فيما يلي⁴:
- ✓ أن تكون السلعة قابلة للبقاء والتخزين مدة طويلة دون تلف.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ط1، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص: 31

² - فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل، عمان، الأردن، 2008، ص: 46

³ - أسماء مصطفى احمد شاويش، الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي، مذكرة ماجستير، تخصص: الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، 2007، ص: 17

⁴ - اضاءات مالية ومصرفية، البورصة، نشرية توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 5، الكويت، 2010، متاح على الرابط التالي: http://www.kibs.edu.kw/Ar_Edaat_2010.cms

- ✓ أن تكون السلعة مثلية، تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد.
- ✓ أن تكون السلعة ذات أهمية عظيمة ويكون التعامل بها كثيرا ومتكررا.
- ✓ أن يكون إنتاج السلعة عرضة للتغيير والتبديل من وقت لآخر، وتبعاً لذلك عرضة لتقلبات الأثمان.

- في السوق العادية عمليات البيع والشراء حقيقية، تهدف لتسليم السلعة ودفع الثمن، بينما في الأسواق المالية الهدف الرئيسي هو المضاربة، والحصول على فروق الأسعار؛
- يتم العقد في السوق العادية بين البائع والمشتري، أما في الأسواق المالية يتم تنفيذ العقد من خلال السماسرة¹.

ولهذا يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية هي أكثر الأسواق اقتراباً من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة في الاقتصاد الحر (الاقتصاد الرأسمالي)، وهي بالتالي تعتبر من أقوى الأسواق اتحاداً وتنامياً وتجانساً على المستوى المحلي وحتى العالمي².

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في سوق المال، ومن ثم فهي تمثل عصب الحياة لهذه السوق. وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحاملي الورقة تجاه المنشأة لهذه الورقة، والتي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المنشأة أو هما معاً³. وبصورة أخرى هي عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح العوائد الثابتة أو المتغيرة⁴.

ويوجد العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ويمكن تمييزها ما بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية المعاصرة.

¹ - أسماء مصطفى احمد شاويش، الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي، مرجع سابق، ص: 17

² - فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص: 46

³ - محمد صالح الحناوي، طارق الشهراوي، جلال ابراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية،

مصر، 2014، ص: 07

⁴ - فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص: 75

أولاً: الأدوات المالية التقليدية

1- الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية شيوعاً واستخداماً بين المستثمرين في سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن مستند ملكية يمثل جزءاً أو حصة من رأس المال لشركة ما، تصدرها الشركات المساهمة العامة لتكوين رأسمالها، ويكون لها قيمة اسمية¹.

وهي وسيلة لتمويل الشركات المساهمة، ويعتبر المشتري أحد ملاك الشركة المساهمة بقدر عدد الأسهم التي يملكها. ويستطيع حاملو الأسهم بيع في أي وقت إما عن طريق سوق الأوراق المالية أو شركات السمسرة أو غيرها. ويعطي السهم لحامله حق التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية للشركات صاحبة إصدارات الأسهم. وعادة ما يتم شراء الأسهم نقداً أو بالتقسيط أي بإقراض نسبة من الثمن المطلوب سدادها عن طريق شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية. ويتم نشر معلومات عن الأسهم يومياً ودورياً في الصحف والمجلات المتخصصة وعن طريق الانترنت وأجهزة الاتصالات الحديثة Teletrende².

إذا هي أداة ملكية ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص لها قابلية على التداول في الأسواق الثانوية وتتصف بكونها دائمة مع عمر الشركة أو المشروع، ولا تترتب عند إصدارها التزامات على الشركة تجاه المستثمرين فيها سواء من حيث استحقاق قيمتها أو قيمة وتاريخ توزيع الأرباح، وعند إصدارها فإن كويون إصدار السهم يتضمن اسم الشركة المصدرة للسهم ونوع السهم وتسلسله وعدد الأسهم في الكويون، ويحصل حامل السهم على عدد من الحقوق أهمها تملكه حصة في الشركة وحق الحصول على الأرباح والاطلاع على دفاتر الشركة والتصويت في الجمعية العمومية والترشيح لمنصب إداري أو المساهمة في انتخاب مجلس الإدارة، وقد يحصل على الأرباح نقداً أو في شكل أسهم، وفي حالة إفلاس الشركة أو تسهيل أصولها يقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد الدائنين مثل المقرضين وحملة الأسهم الممتازة³.

¹ - محمود محمد سمير، تحليل سلوك الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 21

² - فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 193

³ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص: 180

إلا انه يبقى يستخدم للإشارة إلى ذلك السهم الذي لا يمتلك أي تفضيلات أو أسبقيات خاصة، سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية. وتمثل الأسهم العادية مصالح المالكين في المنظمة، كما أنها تعد الأساس لهدف المنظمة بتعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية وتعرف بأنها جزء من رأس المال المنظمة المساهمة وتحدد قيمته عند الإصدار¹.

وللسهم أكثر من قيمة مالية، يمكن استعراضها كالتالي²:

- قيمة الإصدار (القيمة الاسمية): وهي القيمة التي يحددها عقد التأسيس ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب؛
- القيمة المحاسبية (القيمة الدفترية): وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطيات والأرباح المدورة) على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها؛
- القيمة المتداولة (القيمة السوقية): وهي القيمة التي يتم التداول بموجبها على السهم في السوق الثانوية وبهذا المعنى فإنها تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق وتعد أكثر أهمية من القيمتين السابقتين؛
- القيمة العادلة أو الحقيقية: وهي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

في الأخير تعد الأسهم العادية من أكثر الأدوات المالية صعوبة من حيث التقييم ذلك أن العائد الذي تقدمه هذه الأسهم تكثفه عدم التأكد سواء فيما يخص مقسوم الأرباح النقدي أو المكاسب الرأسمالية بجانب إمكانية تغير ذلك العائد بين مدة وأخرى فضلا عن عدم استقرار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية إذ يخضع كل من مقسوم الأرباح وأسعار الأسهم إلى توقعات المستثمرين

¹ - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 45-46

² - فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص: 79

الأمر الذي ينعكس على قرارات الاستثمار بالأسهم وان ما يزيد من تعقد عملية التقييم تعدد طرائقه¹.

2- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وان كانت تختلف من ملكية التي تنشأ في السهم العادي)، غير أن له القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم المصدرة، وعلى الرغم من أن ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق². وتتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي يتمتع بها حامل السهم العادي مثل:

- إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى؛
- الأولوية في الحصول على الأرباح (العائد) قبل حملة الأسهم العادية³.

3- السندات:

يعرف السند على أنه قيمة منقولة، وعقد التزام يصدر من قبل مؤسسات (تجارية، بنوك، مؤسسات عمومية، الجماعات المحلية، الحكومة... الخ)، تتعهد بدفع لحامل السند تدفقات محددة بدقة في وثيقة السند، معبر عنها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند⁴.

ويعتبر السندات من أشكال التمويل طويل الأجل والسند عبارة عن عقد مكتوب ومختوم بختم الطرف الذي أصدره أو أنشأه وهو أداة دين يشتريها المستثمر ويتعهد مصدرها (المدين) بدفع فائدة دورية وإرجاع أصل المبلغ المتفق عليه في تاريخ محدد لمشتريها (الدائن).

ولذا تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي، وآخرون، أبعاد المنطق الاستراتيجي وتأثيرها في قيمة الاسهم في سوق المال، مجلة الغري، المجلد 12، العدد 35، 2015، ص: 239

² - بوضياف عبير، سوق الاوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج في الدراسات العليا PGS، مرجع سابق، ص: 68.

³ - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، جلال ابراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 17

4 - Éric Chardoillet, Marc Salvat, L'essentiel des marchés financiers, Groupe Eyrolles, édition d'organisation, 2010, p :175

يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي هذا الاتفاق على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأموال الثابتة ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق¹.

فيمكن تعريف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار. وبهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال².

- حقوق حملة السندات:

لصاحب السند، ككل دائن، الحق في الحصول على فائدة ثابتة تدفع في مواعيدها، وكذلك استرداد قيمة السند في الأجل المحدد له. ولا يجوز للشركة تقديم ميعاد الوفاء أو تأخيرها. ولما كان الوفاء بقيمة السندات دفعة واحدة قد يؤدي إلى إرهاق الشركة. جرت العادة على أن تعلن الشركة عند الاكتتاب على أن عدداً معيناً من السندات سوف يستهلك كل عام ويتم هذا الاستهلاك عن طريق القرعة في أغلب الأحيان.

كما يشترط عند إصدار سندات القرض النص على إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم كي تتخلص الشركة من عبئ دفع فوائد القرض أو رد قيمته وهي مازالت في حاجة ماسة إليه. وفي هذه الحالة تحدث مقاصة بين حق الشركة في قيمة السهم والتزامها أداء قيمة السند، ويتحول حملة السندات من دائنين للشركة إلى شركاء مساهمين فيها³.

والجدول التالي يلخص الخصائص المختلفة لكل نوع من الأوراق المالية كالتالي:

¹ - ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، ط1، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2015، ص: 23

² - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 106

³ - ميسون علي حسين الليلة، تحليل واقع العمل في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، المجلد 208، الإصدار 13، جامعة بابل، العراق، 2014، ص: 189-190

الجدول رقم(1،1): خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الورقة المالية	عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً: الحق في الحصول على دخل: 1 - من حيث الأسبقية	2 - من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية: 1 - درجة الأسبقية 2 - المبلغ	ثالثاً: الحق في استرداد القيمة: 1 - تاريخ الاستحقاق	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
المرتبة الأولى محدد إجباري	المرتبة الثانية محدد (القيمة الاسمية)	المرتبة الثالثة محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد المتبقي غير ملزم
محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 62

ثانياً: الأدوات المالية المعاصرة

إن التغيير في أسعار السلع والخدمات والتضخم ومعدلات الفائدة وأسعار الصرف حتم البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائداً¹.

¹ - طروبيا نذير، الهندسة المالية الإسلامية كاستراتيجية لعلاج تصدع النظام المالي الدولي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 4، ديسمبر 2014، جامعة أدرار، ص: 61.

لذا استحدثت أدوات عصرية حديثة نشأت على ضوء التطور العلمي والتكنولوجي وما أفرزته الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة للتقليل من المخاطر. الأمر الذي جعل تلك الأدوات وسيلة للتحوط من التقلبات لاسيما وان الأدوات في حقيقتها لا تنشئ تدفقات مالية نقدية إلا بشكل بسيط¹.

1- مفهوم المشتقات المالية:

أنشئت المشتقات المالية في القرن التاسع عشر، نتيجة العرض والطلب على السلع الزراعية وما يترتب عنها من تقلبات في الأسعار. تم التعامل بها على أنها أدوات مالية تشتق قيمتها من أصل آخر، ويسمى هذا الأصل بـ "الأصل الضمني"، الذي يمكن أن يكون: معدن ثمين، سلعة، أوراق مالية كالأسهم والسندات... الخ، والتي لها قيمة الخاصة بها. هذه المشتقات ليست بأصول تستقل بقيمتها، وإنما ترتبط بحركة سعرها بالأصل الضمني².

ويمكن ان تشتق قيمتها من قيمة الأصول المالية والحقيقية كأسعار الصرف، معدلات الفائدة، مؤشرات البورصة... الخ³

إذا هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط من المخاطر بين الأسواق و أخيرا المضاربة⁴.

إلا أنها تحمل عنصر المخاطرة، وينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية عن حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل. ولعل من أفضل الشواهد على هذه الحقيقة حادثة إفلاس بنك Brings Merchant Bank عام 1995 التي نتجت عن المبالغة في

¹ - عبد الجبار سهيلة، السلامي اسماء، اثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 4، ديسمبر 2014، جامعة أدرار، ص: 203.

² - حمداني الزهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية دولية، جامعة وهران، 2012، ص: 83.

³ - Yves Jégourel, Marchés, produits et acteurs les produits dérivés : outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation ?, cahiers français , n 361, p :40

⁴ - شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2015، ص: 165 .

تعامل كبير المتعاملين لدى فرعه سنغافورة والمدعو Nick Lesson بالمشتقات، وبالذات عقود الخيار والعقود المستقبلية سواء للعملات الأجنبية أو للأوراق المالية، مما تسبب في خسارة إجمالية تقارب 1.3 مليار دولار¹.

1- مبررات عصرنة الأوراق المالية

إن أهم العوامل التي ساعدت على عصرنة وتحديث الأدوات المالية بما يتلاءم مع البيئة الاقتصادية ما يلي:

- تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل: حيث ظهرت الاحتياجات لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق من أجل إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال، لذلك ظهرت الحاجة للابتكار وابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.
- تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض: نظرا لظهور شبكات الاتصال فقد تحولت الأسواق المالية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات، أدى إلى عمل المبتكرين والمصممين على ابتكار أدوات جديدة من أجل مقابلة هذه الاحتياجات.
- زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها: نتيجة للتقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، فقد ظهرت الحاجة إلى إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية، وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق النقدية وفي أسواق رأس المال وكذلك الأسواق الجديدة².
- ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية: يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة وبسرعة ودقة عاليتين وهذان المعياران (الكفاءة

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص: 255

² - بوعزة عبد القادر، مسعودي محمد، قراءة في ماهية الابتكار المالي والهندسة المالية، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 4، ديسمبر 2014، جامعة أدرار، ص: 10

والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تقديم الخدمات للعملاء بجودة عالية¹.

ثالثاً: المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية

يمكن أن تتعرض الأوراق المالية إلى مجموعة من المخاطر نذكر منها:

- مخاطر سعر الفائدة: هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية؛
- مخاطر السوق: هي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي أو الحروب؛
- مخاطر التضخم: ففي حالة التضخم، يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون (مثل في حالة السندات الحكومية)؛
- مخاطر الأعمال: هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة على سبيل المثال، يمكن أن تواجه شركة محلية لصنع السيارات منافسة قوية من منتجين أجنبين؛
- المخاطر المالية: هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأس المال الشركة؛
- مخاطر سعر الصرف: هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولاسيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية؛
- المخاطر السياسية: تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي².

رابعاً: حجم التداول في سوق الأوراق المالية

إن عدد الأسهم والسندات المتداولة في السوق المالية يحدد قوة السوق وتوقعات صعود الأسعار أو هبوطها بالمستقبل إذ أن كثافة حجم التداول يعني تفاؤلاً للمستثمرين وإقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الأسعار نتيجة لذلك إما إذا حققت السوق تقدماً أو عرضاً ولم يرافقه تداول كثيف. فعندها تبقى الأسعار على حالها أو تتجه نحو الانخفاض أو الجمود النسبي للمشاركة وبالتالي توجه المستثمرين نحو تصفية استثماراتهم حيث تستمر الأسعار باتجاه النزول.

1- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، مرجع سابق، ص: 29-30

2- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مرجع سابق ص: 188

ومن هنا يتبين لنا بأن كثافة التداول وزيادة الأسعار هي التي تولد الطلب والتي تعقبها حصول الزيادات المتتالية بعد ذلك، فالطلب إذن ليس وحده الذي يؤدي إلى زيادة الأسعار في الأسواق المالية¹.

المطلب الثالث: طرق تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية

السوق المالية هي آلية للتوسط بين قطاعي الادخار المحلي والاستثمار الوطني والأجنبي وعملية التمويل الاستثماري أو إعادة ضخ الاستثمارات في البنية التمويلية للمشروعات توفير حاجاتها من الأموال الكافية لإعادة توسيع الإنتاج وتجديد حركته المتنامية على مستوى اقتصاد السوق، وهكذا توصف السوق المالية عادة أنها (الميكانيزم الاصطناعي المنظم الذي يربط بين قطاعي الادخار والاستثمار وإعادة تمويل الاستثمار لآجال متوسطة وطويلة الأمد عن طريق أجهزة متخصصة (الوسطاء الماليين) ومهمتها تسويق منتجات مالية قابلة للتداول مثل الأسهم والسندات وعقود مالية وتجارية وسلعية متنوعة في مجال البيع والشراء².

ويقوم هؤلاء الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته³. ويجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح دفعا لكل التباس في المستقبل كبيان نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة وكمية الاسناد المطلوبة والسعر الذي يريد صاحب الأمر أن تجري الصفقة بموجبه. كما ويجب تسمية الورقة المالية حسب ورودها في التسعيرة وبيان نوعها فيما إذا كانت أسهما أو سندات، حصصاً أم حقوقاً، وكذلك تحديد نوع الأسهم فيما إذا كانت أسهم رأس مال أو أسهم تمتع، أسهما عادية أو أسهما ممتازة، أسهما قديمة أو جديدة. أما فيما يتعلق بالاسناد فيجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار وحقوق التمتع المنبثقة عن الصك⁴. وتضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي: السماسرة، وصانعو الأسواق، ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية⁵.

¹ - عبد الرسول عبد الجاسم، أزمة الأسواق المالية الدولية وتداعياتها، مجلة كلية بغداد، العدد 9، العراق، 2009، ص: 398
متاح على الرابط التالي: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=72877>

² - حسن صبحي العباس، الأفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 108

³ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 135.

⁴ - مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، ط2، المطبعة التجارية، بيروت، لبنان، 1967، ص: 91.

⁵ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 135.

1- السماسرة:

عندما يقوم الوسيط المالي بدور السماسر، يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل. وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر والتي في اغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما:

- سعر التنفيذ: ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسماح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء.
- وقت التنفيذ: ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسماح خلالها أو بحلوله بتنفيذ سواء بيعا أو شراء¹.

وأنواع الأوامر السائدة في السوق أربعة وهي:

- **أوامر السوق:** وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا وهنا يصدر المستثمر أمرا للسماح لشراء أو بيع عددا محددًا من الأوراق فورا. وهنا يكون السماسر ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن في وقت صدور الأمر.
- **أوامر محددة:** وهنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسماح. فإذا كان الأمر محدد خاص بالشراء، فإن السماسر سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر اقل من السعر المحدد أو يتساوى معه. وإذا كان الأمر خاص بالبيع، فإن السماسر سينفذ على أساس سعر اكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه². ويعتبر من الأوامر الأبسط والأكثر شيوعا، وهو يعكس الحد الأدنى للسعر الذي يقبل المشتري دفعه وبالمقابل السعر الأقصى الذي يطلبه البائع³.

¹ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية، مرجع سابق، ص: 200.

² - محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح، السيد الصيفي، الاستثمار في البورصة مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر،

2011، ص: 132.

³ - Banque Transatlantique Luxembourg, Notice D'information Sur Les Instruments Financiers, p:4

http://www.banquetransatlantique.com/lu/fr/telechargements/Banque-Transatlantique-Luxembourg_bourse-et-marches-financiers.pdf

- أوامر الإيقاف: تعرف أيضا باسم أوامر إيقاف الخسارة. وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف، فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع، وبالعكس.
- أوامر إيقاف محددة: تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف. في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين: سعر إيقاف وسعر محدد، وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعده، فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد. وبالتالي يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط¹.

1- صانعو الأسواق:

وهم الذين يقومون بعملية بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق، وفي هذه الحالة يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في السوق الثانوي أو السوق الموازي. وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

- توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب؛
- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي وبما يتحقق نوع من الاستقرار للأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية².

2- متعهدو تغطية الإصدارات المالية:

حيث يقوم الوسيط في هذه الحالة بمهمة تسويق الإصدارات الجديدة لصالح الشركة المصدرة مقابل عمولة محددة بموجب اتفاق بينهما يتعهد الوسيط بتغطية الإصدار بشكل كامل أو جزئي، وعادة ما تقوم بنوك الاستثمار بذلك³.

¹ - محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص: 47-48

² - جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 2002، ص: 28

³ - ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، مرجع سابق، ص: 27.

وتكمن أهمية الوسطاء في تخفيض ثلاث أنواع من التكاليف وهي:

- تخفيض التكاليف الناتجة عن تماثل المعلومات، وتكاليف المعلومات حيث لا يستطيع المستثمر المباشر أن يتابع ويراقب تصرفات الشركات، أما مؤسسات الوساطة المالية فتجمع أموال المدخرين معا وتستثمرهم في أوراق مالية أولية (التي تصدرها الشركات) فتستطيع تجميع المعلومات ومراقبة تصرفات الشركات، وتظهر هنا كذلك اقتصاديات الحجم في تجميع المعلومات نظرا لكبر حجم الاستثمار؛
- تكاليف المعاملات وتعني تكلفة بيع وشراء الأوراق المالية وتحقق هنا اقتصاد الحجم في تكلفة المعاملات، وقدرتهم على تخفيض تكاليف عقد الصفقات، وتخفيض مخاطر السعر لكبر حجم الصفقات ولضخامة الأموال المتاحة لديهم للاستثمار في العديد من الأوراق المالية بما يمكنهم من التنويع وما يترتب على ذلك من تخفيض المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية؛
- تمثل دورا حيويا في رفع الكفاءة الاقتصادية داخل المجتمع من خلال مساعدة الأسواق المالية على تعبئة المدخرات ثم بعد ذلك توجيه هذه المدخرات لمنح القروض وشراء الأوراق المالية للمنظمات المالية الذين تتوافر لهم الفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية؛
- تقديم الائتمان من خلال أموال المدخرين، وتتوقف قدرة مؤسسات الوساطة المالية على خلق الائتمان وفقا لقدرتها على زيادة المعروض من القروض والتسهيلات المالية إذ أنها تملأ الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك؛
- توفير السيولة¹.

أولا: طرق تسعير الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية

يقصد بتسعير الورقة المالية في سوق الأوراق المالية، تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الورقة عند بدأ التعامل على سهم معين، ويتم تدوين هذا السعر في لوحة الأسعار بسوق الأوراق المالية ليمثل، السعر الرسمي. والذي يعرف على انه القيمة التي يبلغها سهم ما أثناء إحدى جلسات السوق، والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعيرة. ويتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم المتداولة في السوق، وذلك عند بدأ

¹ - عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، ط1، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015، ص: 90.

التعامل اليومي بطرق عدة في جوهرها ومضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات¹. ونذكر منها ما يلي²:

- 1- **التسعير بالمناداة:** وهو يتم باجتماع الوسطاء في ردهة سوق الأوراق المالية والمناداة بصوت مرتفع وعالي ويلجأ الوسطاء هنا نتيجة للصوت العالي والضجيج إلى استعمال إشارات معينة متعارف عليها ومتفق عليها سواء أكان ذلك باليد أو بالشفاه، وذلك للدلالة على اتفاق الشراء أو البيع.
- 2- **التسعير بالعروض والطلبات:** وهنا يعتمد البائعون والمشترون إلى تقديم طلباتهم وعروضهم وتقوم لجنة السوق بعد أن تقوم بدراسة هذه الطلبات وتحديد السعر على أساس وضوء مطابقة العروض والطلبات مع بعضها البعض.
- 3- **نقطة التوازن:** وهي تلك النقطة التي تتلاقى فيها الطلبات بالعروض ويتحدد السعر نتيجة لذلك مع الوضع في الاعتبار مراعاة الحد الأقصى المسموح به بفروق الأسعار وهي تتشابه مع فكرة التسعير بالعروض والطلبات ولكن مع فارق في أن نقطة التوازن تتحدد حال قصور العرض عن مجارة الطلب وذلك عندما لا يمكن تلبية طلبات المشترين والعكس صحيح في حالة عدم مجارة الطلب للعرض حيث لا يتم أيضا تلبية طلبات البائعين.

ثانيا: نظام التداول الإلكتروني

إن عملية التغيير من نظام التداول التقليدي إلى نظام التداول الإلكتروني أكثر تطورا يعني هناك مجموعة هائلة من الإيجابيات يحملها هذا التحول من بينها:

- السرعة القياسية في إجراء عمليات البيع والشراء ومن أي مكان يريده أو يكون فيه المستثمر وإجراء عمليات الاستثمار منه دون الحاجة للحضور إلى داخل السوق؛
- الحصول على المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية في أي لحظة لاتخاذ القرارات الاستثمارية حسب تقديره؛

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سابق، ص: 173-174

² - مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 46-47

- البيع والشراء الفوري استنادا إلى المعلومات التي حصل عليها من خلال الشبكة ومراقبته للأسعار، ويمكن تكرار عملية البيع و الشراء في نفس اليوم، وذلك لما تتميز به عملية التداول الإلكتروني من سرعة كبيرة في التسوية والمقاصة واستلام الشهادة والاستثمار؛
- زيادة نشاط السوق من خلال زيادة عدد المستثمرين، و كذا معدلات التداول فضلا عن جذب رؤوس الأموال الأجنبية وزيادة سيولة السوق¹؛
- زيادة دقة وسهولة وسرعة أداء العمليات، فقد أصبح من الممكن عرض الأسهم والسندات للبيع في عدة أسواق معا وبنفس الوقت، وكذلك الأمر بالنسبة لطلبات شراء الأسهم والسندات. كما أن اللوحات الإلكترونية في سوق الأوراق المالية (التي تظهر مؤشرات الأسعار) قد ضبظت بشكل تقفل معه آليا (إيقاف التعامل مؤقتا) عندما تتجاوز حدود تقلبات أسعار الأسهم والسندات هامشا معيناً 5% مثلا، وهذا بهدف الحيلولة دون حصول تقلبات حادة في القيم المتعامل بها يمكن أن تؤدي إلى ظهور الأزمات؛
- سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر، ومن ثم انتشارها وبالتالي اكتسابها الطابع الدولي².
- إلا أن هناك سلبيات قد تحدث أثناء تطبيق نظام التداول الإلكتروني، يمكن حصر أهمها في الآتي³:
- ينبغي للمستثمر توخي الحذر عند الضغط على زر الحاسبة، حيث إن سهولة تحقيق الربح تقابلها سهولة حدوث خسارة؛
- تؤدي الأعطال المحتملة في أجهزة الحاسوب أو حصول تزامن على الشبكة الإلكترونية نتيجة وجود طلبات كثيرة على الموقع سواء بالبيع أو بالشراء إلى تقليل فرصة إتمام الصفقة أو عدم إمكان تنفيذها من جانب المستثمر، وبذلك قد تحدث بعض الخسائر مما يتطلب البحث عن وسائل بديلة لإتمام الصفقة؛

¹ - منور أوسرير، امحمد بزيرية، الإدارة الإلكترونية وأثارها على كفاءة أسواق الأوراق المالية سوق الأسهم السعودي نموذجا، مجلة دفاثر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة ، العدد3، ديسمبر 2013، ص: 127

² - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ج1، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008، ص: 230

³ - هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد22، العدد 92، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2016، ص: 255.

- تتغير السوق المالية في ظل التداول الإلكتروني بسرعة عالية جداً، إذ يتطلب أخذ الاحتياطات اللازمة كي لا يتعرض المستثمر إلى أزمات سيولة أو إلى دفع أكثر مما يرغب؛
- صعوبة الاتصال بالوسيط بسبب ضعف نظام الاتصالات أحياناً.

ثالثاً: شروط الدخول إلى الأسواق المالية

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن سوق مالي إلى آخر داخل نفس الدولة¹. ويمكن إيجاز الشروط المتعارف عليها في النقاط التالية:

رابعاً: دوافع إدراج الشركات لأسهمها في السوق المالي

يوجد عدة مزايا تكون سبباً في إدراج الشركات لأسهمها في السوق المالي نذكر منها:

- يعتبر الإدراج فرصة ترويجية ودعائية للشركات المدرجة من خلال الظهور في النشرات التداول اليومية وفي كافة مطبوعات السوق وبالتالي تزداد المعرفة الوثيقة بها والمتابعة المستمرة لنشاطاتها ومنتجاتها المختلفة من جمهور المستثمرين والمتعاملين؛
- توفر السوق تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الشركات المدرجة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية للأسهم كما أن الضوابط القانونية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة؛
- يقدم السوق أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الشركات، لكي تحصل على الزيادات التي تحتاجها لرؤوس أموالها وبطريقة يسهل توزيعها مما يوفر لها فرص تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية بتكاليف نقل كثيراً عن تكاليف الاقتراض من الجهات الممولة².

¹- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2012/2011، ص: 52 و 53

²- هاني انور صالحه، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007، ص: 18

خلاصة الفصل

أصبح وجود الأسواق المالية، ضرورة حتمية للمكانة التي تحتلها والدور الذي تؤديه في الاقتصاد الوطني على المستويين الكلي والجزئي. وخاصة أنها تعمل على تسهيل نقل الأموال من الوحدات الفائضة إلى الوحدات ذات العجز المالي. عبر مؤسسات الوساطة المالية، قصد تلبية رغبات المستثمرين.

وتتقسم الأسواق المالية إلى عدة أقسام وذلك من خلال تداخل الوظائف والأدوات المالية المتداولة فيها، والمتمثلة في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والسندات، بالإضافة إلى الأوراق المالية الهجينة المتمثلة في المشتقات المالية.

والأسواق المالية تتأثر كغيرها من المؤسسات المالية، نتيجة التغيير في الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف، ومستوى التضخم.

وكما للأسواق المالية دورا هاما في تحريك عجلة النمو الاقتصادي لأي بلد. وحتى يتضح دور الأسواق المالية، سنعرض في الفصل الموالي علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي.

الفصل الثاني
النمو الاقتصادي والأسواق المالية

تمهيد

تسعى كل دول العالم إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادي عالي، حتى تتمكن من تحقيق الرفاهية لمجتمعاتها. وهذا لا يكون إلا بوجود نظام مالي قوي، يسمح بتخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات، ومن بينها الأسواق المالية.

إلا أن الكثير من الاقتصاديين والمفكرين، اختلفوا في طبيعة العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، هل الأسواق المالية تؤثر في النمو الاقتصادي؟ أو النمو الاقتصادي يؤثر في الأسواق المالية؟ فاختلوا بين مؤيد بالإيجاب، ورافض بالسلب حول دور السوق المالي في دفع عجلة النمو الاقتصادي.

ويعتبر النمو الاقتصادي أولى مراحل الانطلاق نحو تحقيق التنمية الاقتصادية، والوصول إلى ما يسمى بالتنمية الشاملة.

وحتى نتمكن من توضيح مفهوم النمو الاقتصادي وعلاقة بالأسواق المالية. استوجب علينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، وهي كآآتي:

المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي

المبحث الثاني: النمو الاقتصادي في الفكر التقليدي والكنزي

المبحث الثالث: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي

المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي

لقد اختلف الاقتصاديون في تحديد مفهوم النمو الاقتصادي، وخاصة العناصر المحدد له، وهذا ما أدى إلى ظهور عدة أنواع من النمو الاقتصادي. ويعود الفضل في إبراز مفهوم النمو الاقتصادي إلى مفكري المدرسة الكلاسيكية. فحاول من خلال هذا المبحث التعمق في مفهوم النمو الاقتصادي، وأنواعه. ثم التطرق إلى الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: مفاهيم حول النمو الاقتصادي وعناصره

أولاً: مفهوم النمو الاقتصادي

هناك اتفاق بين الاقتصاديين حول صعوبة تحديد معنى للنمو الاقتصادي، سواء من حيث مداه الزمني أو من حيث خضوعه للتغير مع كل تقدم فني أو تكنولوجي، أو مع أي تغير في المحيط الاجتماعي والاقتصادي والسياسي السائد، فهو ليس هدفاً يتحرك فحسب وإنما هدف يتحرك دون التكهن به¹. لذا يعرف النمو الاقتصادي بأنه الزيادة في كمية السلع والخدمات التي ينتجها اقتصاد معين، وهذه السلع يتم إنتاجها باستخدام العناصر الإنتاجية الأساسية والمتمثلة بالأرض والعمل ورأس المال والتنظيم، كما يعرف كذلك بأنه تغيير ايجابي في مستوى إنتاج السلع والخدمات بدولة ما في فترة ممتدة من الزمن، أي انه زيادة دخل دولة معينة لفترة طويلة من الزمن وذلك للتمييز بين النمو والتوسع الاقتصادي الذي يتم لفترة قصيرة نسبياً، ويتم قياس النمو الاقتصادي باستخدام النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي وتقران النسبة في سنة معينة بسابقتها، ولكن هدف أي اقتصاد هو الوصول إلى النمو الاقتصادي المستدام القائم على استدامة الموارد والدخل بخلق صناعات تولد قيمة مضافة مستدامة مع المحافظة على البيئة وحقوق الأجيال القادمة².

ويعتبر الناتج المحلي الإجمالي مقياساً للنشاطات الاقتصادية المختلفة في البلاد خلال سنة كاملة. ويقاس النمو الاقتصادي بنمو هذا الناتج المحلي الإجمالي. وكلما كان معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

¹ - رجاء خيضر عبود الربيعي، صباح رحيم مهدي الاسدي، اثر حركة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي في ظل تحرير التجارة العالمية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، العدد 8، جامعة بابل، العراق، 2013، ص: 16.

² - رفاء عدنان نجم ، انوار سعيد ابراهيم، اثر تقلبات أسعار الصرف في النمو الاقتصادي الهندي للفترة 1980-2012، مجلة دراسات إقليمية ، الإصدار 34، جامعة الموصل، العراق، 2014، ص: 236.

كبيراً من سنة إلى أخرى كان السكان أقرب إلى تحقيق متطلبات معيشتهم وكان هناك تطور أكبر في مستوى معيشة السكان¹.

ونقدم تعريف الاقتصاديين سامويلسون ونوردهاوس النمو الاقتصادي على أنه: يمثل توسع إجمالي الناتج المحلي المتوقع في ظل التشغيل الكامل للموارد أو الناتج القومي لدولة ما. وبذلك يشمل النمو الاقتصادي على نمو الناتج المتوقع على المدى البعيد. ويعد نمو نصيب الفرد من الناتج أحد أهم الاهداف التي تسعى الحكومات لتحقيقها، ولكي يتحقق النمو الاقتصادي كما يرى سامويلسون لابد من توفر العوامل الاربعة للنمو الاقتصادي وهي الموارد البشرية، الموارد الطبيعية، رؤوس الاموال، التكنولوجيا والابتكارات²، والتي سنراها لاحقاً.

وعليه فالناتج المحلي الإجمالي يمثل طبيعة الأداء الاقتصادي وعلاقته بحجم السكان، يعكس كفاءة الاقتصاد ومعدلات نموه³.

والمقصود بظاهرة النمو فهي عملية حدوث زيادة في أحد المتغيرات الاقتصادية كالدخل القومي أو متوسط الفرد، الناتج المحلي الإجمالي، دون اتخاذ أي إجراءات معتمدة أو موجهة من شأنها أن تؤثر في الزيادة التي حدثت بشكل أو بآخر.

وهناك مفهوم آخر للنمو الاقتصادي ذهب على أنه ارتفاع معدل الدخل الفردي ويعرف معدل الدخل الفردي على أنه الناتج القومي الحقيقي مقسوماً على عدد السكان في الدولة، ويجدر بالذكر أن بعض الدول حققت معدلات عالية من النمو الاقتصادي، ولكن كثرة السكان في تلك الدول قلت من معدل الدخل الفردي كما في الصين⁴.

¹ - أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 20.

² - هيثم عبد الله سلمان، علاقة النمو بالإصلاح الاقتصادي في العراق بعد عام 2003، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 81، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق 2015، ص: 280.

³ - سعد عبد النجم العبدلي، هبة سعد رشيد، تحليل العلاقة بين تجارة العراق الخارجية والنمو الاقتصادي (1980-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية المجلد 22، العدد 89، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2016، ص: 340.

⁴ - محمد حسن عودة، دراسة وتحليل العلاقة بين الانفتاح والنمو الاقتصادي ومدى مساهمته في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى العراق (1997-2012)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، المجلد 1، العدد 37، العراق، 2016، ص: 60.

ولكي يكون النمو الاقتصادي شاملاً، يحتاج إلى توسيع المشاركة في عملية النمو، وكذلك إلى توزيع مكاسبها على جميع فئات المجتمع، والمقصود بالمشاركة هنا توسيع عدد المشاركين بصورة منتجة في الاقتصاد، أما جانب توزيع المكاسب فيتعلق على نحو خاص بتلبية الاحتياجات المعيشية للفئات التي لا تستطيع الانتفاع من الفرص التي يوفرها النمو، والذي بدوره يؤثر في المشاركة¹.

ثانياً: عناصر النمو الاقتصادي

1- **العمل**: يتمثل في الجهد المقدم من طرف الفرد بغية إنتاج سلع وخدمات قصد إشباع حاجاته ويمكن قياس حجمه بعدد العمال أو بعدد ساعات العمل الفعلية، كما لا يجب إغفال تركيبة العمال كالسن، الجنس والتكوين لما في ذلك من أثر بالغ على إنتاجية عنصر العمل والمتمثلة في نسبة الإنتاج المحقق إلى عدد وحدات العمل المستخدمة في إنتاجه، فقد يزيد الإنتاج دون رفع من عدد العمال أو ساعات العمل ما معناه ارتفاع إنتاجية عنصر العمل نتيجة تغير أو تحسين تركيبة العمال².

2- **تراكم رأس المال**: هو مجموع السلع التي توجد في وقت معين في اقتصاد معين والتي تستخدم في إنتاج سلع وخدمات أخرى.

3- **التقدم التقني (التكنولوجي)**: وهو عبارة عن مجموع من النظم والوسائل الحديثة التي تستعمل في الإنتاج، والذي يؤدي إلى الاستغلال الأمثل لعناصر الإنتاج خلال العملية الإنتاجية³.

وعليه فالنمو السكاني عاملاً مؤثراً في حث النمو الاقتصادي، كونه يعني الزيادة في الطلب الكلي، ومن ثم توسع الأسواق المحلية، في حين تؤثر إنتاجية العمل في النمو من خلال تخصيص الموارد وإنتاجية العمل تعتمد على جملة أمور منها نسبة التعلم، المستوى الصحي، المهارات، علاقات العمل... الخ، أما

¹ - ربيع قاسم ثجيل، سبل زيادة مكاسب الفقراء من النمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة واسط، العدد 18، العراق، 2015، ص: 7.

² - زكاري محمد، دراسة العلاقة بين النفقات العمومية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2012، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد كمي، جامعة بومرداس، 2014/2013، ص: 42 و 43.

³ - فضيل رابح، حوشين يوسف، أثر رأس المال البشري على المدى الطويل في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 9، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011، ص: 69.

تراكم رأس المال ينتج عندما يخصص جزء من الدخل الحالي كادخار يتم استثماره لزيادة الدخل والناتج مستقبلاً، في حين تعد التكنولوجيا أهم عنصر للنمو الاقتصادي¹.

ثالثاً: أنواع النمو الاقتصادي

يمكن تصنيف أنواع النمو الاقتصادي إلى:

1- النمو الاقتصادي الطبيعي: الذي حدث تاريخياً بالانتقال من مجتمع الإقطاع إلى مجتمع

الرأسمالية، عبر مسارات تاريخية قادت عبر عمليات موضوعية إلى: التقسيم الاجتماعي للعمل، التراكم الأولي لرأس المال، سيادة الإنتاج السلعي بغرض المبادلة، تكوين السوق الداخلية بحيث يصبح لكل منتج سوق.

2- النمو الاقتصادي العابر (غير المستقر): أي الذي لا يملك صفة الاستمرارية، لأنه ناتج عن

ظروف طارئة، عادة ما تكون خارجية، ويزول بزواله. كما يناسب حالة الدول النامية، حيث يأتي استجابة للتحسن في تجارتها الخارجية، كما يحصل في إطار بنى اجتماعية وثقافية جامدة، لذلك نجده غير قادر على خلق الكثير من آثار المضاعف والمعجل ويؤدي في أحسن حالاته إلى نمو بلا تنمية.

3- النمو الاقتصادي المخطط: وهو الذي حصل نتيجة لعمليات تخطيط شامل لموارد المجتمع

ومتطلباته. غير أن فعاليته ترتبط ارتباطاً وثيقاً بقدرة المخططين وبواقعية الخطط المرسومة، وفعاليتها التنفيذ والمتابعة، وتفاعل المواطنين مع تلك الخطط. وهو نمو ذاتي الحركة إذا استمر خلال فترة طويلة تزيد عن بضع عقود يتحول إلى نمو مضطرب، وبالتالي يتحول إلى تنمية اقتصادية².

4- النمو المتوازن: وهو نمو القطاعات الاقتصادية المختلفة نماء متساوياً ومتناسقاً بحيث يتحقق

بمجموعه نمواً منتظماً وسليماً ومتكاملاً يسهل نقل الاقتصاد القومي إلى مرحلة متقدمة من النمو، ومن أهم رواده شومبيتر ونيركسه وأرثر لويس ورودان وكينز ورانجر.

¹ - حسن كريم حمزة، الدور التمويلي للمصارف العراقية في تحقيق النمو الاقتصادي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، المجلد 9، العدد 32، العراق، 2015، ص: 70.

² - عادل زقير، أثر تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي خلال الفترة 1998-2012، أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015/2014، ص: 6.

- 5- **النمو غير المتوازن:** وهو نمو القطاعات الاقتصادية المختلفة نموا مترابطا ولكن غير متساو أو متماثل بشرط أن لا يذهب أحد القطاعات الاقتصادية أو أحد فروع الإنتاج بعيدا جدا عن خط النمو العام للاقتصاد الوطني كما يراها هيرشمان.
- 6- **النمو القاسي:** وهو النمو الذي يجسد حالة إفادة شريحة الأغنياء والرأسماليين من عوائد النمو، ويقع الملايين من أفراد المجتمع عند المستويات المتدنية للمعيشة والفقر المدقع مثل البرازيل والمكسيك.
- 7- **النمو الخانق:** وهو النمو الذي لا يصاحبه توسع في المناخ الديمقراطي وتمكين المرأة، وهذا النوع من النمو الاقتصادي ساد العديد من الدول التي تقدمت في الجانب الاقتصادي، لكن أنظمتها السياسية اتسمت بالقمع والاضطهاد وكم أصوات الداعية لمزيد من المشاركة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية مثل تشيلي وجنوب إفريقيا¹.

رابعا: خصائص النمو الاقتصادي

يمتاز النمو الاقتصادي بعدة خصائص نذكر منها²:

- النمو الاقتصادي لا يهتم بتوزيع عائد النمو الاقتصادي أي لا يهتم بمن يستفيد من ثمار النمو الاقتصادي؛
- النمو الاقتصادي يحدث تلقائيا ولذلك لا يحتاج إلى تدخل من جانب الدولة؛
- النمو الاقتصادي ذو طبيعة تراكمية، فلو أن دولة ما تنمو بمعدل أسرع من غيرها، فإن الفجوة بين المستويات في كل منهما تتوسع بإطراد؛
- يؤدي النمو الاقتصادي إلى رفع المستويات المعيشية على المدى الطويل، ويتناول كذلك سياسات إعادة توزيع الدخل بين أفراد المجتمع بصورة أكثر يسرا وسهولة؛
- النمو الاقتصادي يؤدي إلى خلق الكثير من فرص الاستثمار؛
- يلعب النمو الاقتصادي دورا ذا أهمية خاصة في الأمن الوطني.

¹- هيثم عبد الله سلمان، علاقة النمو بالإصلاح الاقتصادي في العراق بعد عام 2003، مرجع سابق، ص: 280-281

²- خبابة عبد الله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2014، ص: 16-

خامسا: العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي

يتفق معظم الاقتصاديين على أن النمو الاقتصادي يتأثر بعدد من العوامل الاقتصادية والاجتماعية يمكن ذكرها فيما يلي:

- انخفاض مستوى الادخار المحلي الذي يعتبر من المصادر الهامة لتوفير الموارد المالية التي يمكن استخدامها في المجالات الاستثمارية المختلفة، وكذلك ضعف وعدم تطور المؤسسات والأسواق المالية المحلية لاستقطاب الموارد.
- عدم تطور أو وجود البنيات الأساسية التي تساعد وتسهل عملية تحقيق النمو الاقتصادي من خلال تحريك عوامل الإنتاج والسلع المنتجة من مناطق الإنتاج إلى أماكن الاستهلاك والتصدير، وذلك باستخدام وسائل النقل البري والسكك الحديدية وتوفير الخدمات المصاحبة مثل النقل المبرد والتغليف والتعبئة.
- الاعتماد على محدود من سلع الصادر وتصدير السلع في شكل مواد خام دون إضافة قيمة، وسيؤدي ذلك إلى انخفاض عائد الصادر في حالة انخفاض الطلب العالمي مما يؤثر سلبا على مقدرة الدولة على استيراد السلع الإستراتيجية، ومقابلة الالتزامات الخارجية.
- عدم الاستقرار الاجتماعي والسياسي وظهور النزاعات يؤدي انخفاض الإنتاج بغرض الاستهلاك المحلي والتصدير ويضعف ذلك إمكانية تحقيق النمو الاقتصادي.
- التغيرات المناخية وعدم توفر البيئة المواتية للاستثمار يحد من فرص تحقيق النمو الاقتصادي¹.

سادسا: قياس النمو الاقتصادي

يفتضي النمو الاقتصادي الزيادة في الناتج الحقيقي وفي الدخل الفردي، وبالتالي فإن قياسه يتعلق أساسا بنمو الناتج المحلي الإجمالي والدخل الفردي.

إلا أن متوسط نصيب الفرد هو أكثر المعايير استخداما وواقعية بالنسبة للكثير من الاقتصاديين، رغم عدم الاعتماد عليه في المقارنة بين المجتمعات، وذلك لاختلاف طرق القياس والتقدير، حيث يعتمد في

¹ - محمد الحسن الخليفة، النمو الاقتصادي في الدول الإفريقية بين المتغيرات المحلية والعالمية، مجلة المصرفي، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي، العدد 69، 2013، ص: 4-5

حسابه على طريقتين، إما انطلاقاً من إجمالي السكان، وإما السكان العاملين فقط، حيث تفيد الطريقة الأولى في حساب الدخل من ناحية الاستهلاك، أما الثانية مفيدة من ناحية الإنتاج¹.

- الناتج المحلي الإجمالي:

يعرف الناتج المحلي الإجمالي بأنه مجموع السلع والخدمات النهائية المنتجة خلال سنة مقيمة بأسعار نفس السنة، ويقاس النمو من خلال مقارنة الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي مع الناتج المحلي في سنوات سابقة ويقدر الناتج المحلي بالقيمة الحقيقية وذلك لاستبعاد اثر التضخم في الزيادة الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي. فزيادة الناتج المحلي الإجمالي يعني أن الاقتصاد ينمو وبالعكس². وباعتباره يعبر عن قيمة السلع والخدمات المنتجة خلال فترة معينة، فإنه يمكن أخذه مقياساً عن مستوى واتجاه التطور الذي تشهده الوحدات الاقتصادية داخل الوطن، فقياسه من سنة إلى أخرى يمكن التعرف على تغيرات مستوى الإنتاج.

- الدخل الفردي:

تكمن أهمية قياس نمو الدخل الفردي في معرفة العلاقة بين نمو الإنتاج وتطور السكان، يعتبر هذا المقياس كقياس عيني للنمو، أي يقيس النمو المحقق على مستوى كل فرد من حيث زيادة ما ينفقه³. ويميل الاقتصاديون للأخذ بمقياس معدل التغير في الدخل الفردي الحقيقي بدلا من التغير في الدخل الوطني الخام للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي من منطلق أن:

$$\frac{\text{الدخل الوطني}}{\text{عدد السكان}} = \text{الدخل الفردي الحقيقي}$$

وبالتالي فإن معدل التغير في الدخل الفردي الحقيقي يساوي معدل التغير في الدخل الوطني الحقيقي مقسوماً على عدد السكان¹.

¹ - كيسرى مسعود، طاهري الصديق، قراءة في ماهية التنمية وأساليب قياسها، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الوطني الثاني حول التنمية البديلة لقطاع المحروقات في الجزائر، يومي 7 و 8 مارس 2016، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، ص: 8

² - ازهار عبد صبار، اثر الجهاز المصرفي العراقي في النمو الاقتصادي ومتطلبات معامل الاستقرار النقدي للمدة 2000-2012، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد 3، العدد 11، ص: 269 متاح على الرابط التالي: <http://adesj.iq/down.php?id=65>

³ - بن قدور أشواق، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، ط1، دار الراية، عمان، الأردن، 2013، ص: 63-64.

كذلك ينبغي الفصل بين تأثير البسط والمقام في التحليل فالنمو الاقتصادي يعرف على أنه نمو حصة الفرد من الناتج الحقيقي هذا التعريف يؤكد علاقة سلبية بين النمو الاقتصادي ونمو السكان، فكلما كبر حجم السكان انخفضت حصة الفرد من الناتج بثبات الأشياء الأخرى على حالها ولكن العلاقة الموضحة هي علاقة تعريفية وليست سببية يحدد فيها متغير معين متغير آخر وكون حصة الفرد من الناتج تساوي حاصل قسمة الناتج على السكان لا تعني بالضرورة أن السكان يحددون الناتج من الأمد البعيد، فما هو القول لو أن نمو السكان (المقام) يسبب زيادة الناتج (البسط) بأسرع من نمو السكان؟ العلاقة التعريفية عندئذ ستعطي انطباع خاطئ تماما².

وما يجب التأكيد عليه أن النمو الاقتصادي يعني حدوث زيادة في الدخل الفردي الحقيقي وليس في شكله النقدي، فالدخل النقدي يشير إلى عدد الوحدات النقدية التي يتسلمها الفرد خلال فترة زمنية معينة مقابل الخدمات الإنتاجية التي يقدمها. أما الدخل الحقيقي فهو يساوي الدخل النقدي مقسما على المستوى العام للأسعار، أي انه يشير لكمية السلع والخدمات التي يحصل عليها الفرد من إنفاق دخله النقدي خلال فترة زمنية معينة³.

هذا و يتعين الإشارة في نهاية التحليل أن النمو الاقتصادي يركز على الكم الذي يحصل عليه الفرد من الدخل في المتوسط ، أي على كم السلع والخدمات التي يحصل عليها ، ولا يهتم بنوعية تلك السلع أو الخدمات من ناحية أو بتوزيع الدخل بين فئات المجتمع من ناحية أخرى إضافة إلى أن النمو الاقتصادي يتحقق تلقائيا دون تدخل من قبل السلطات الحكومية⁴.

¹ - بيوض محمد العيد، تقييم أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة في الاقتصاديات المغربية دراسة مقارنة: تونس، الجزائر، المغرب، مذكرة ماجستير، تخصص الاقتصاد الدولي والتنمية المستدامة، جامعة سطيف، 2011/2010، ص: 69

² - مفيد ذنون يونس، سياسات الخصوبة في الدول العربية وتأثيرها على النمو الاقتصادي، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 12، العراق، 2005، ص: 17

³ - طهراوي فريد، وادي عز الدين، تفعيل عوامل النمو الاقتصادي من أجل تحقيق إقلاع وتكامل اقتصاديين في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1970-2014، ورقة مقدمة إلى المنتدى الدولي حل متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات، يومي 29 و30 نوفمبر 2016، جامعة البويرة، الجزائر، ص: 5

⁴ - خرار محمد، التنمية والتنمية المحلية بين المقومات والتحديات، ورقة علمية مقدمة إلى المنتدى الوطني الثاني حول التنمية البديلة لقطاع المحروقات في الجزائر، يومي 7 و8 مارس 2016، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، الجزائر، ص: 3

المطلب الثاني: الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

في ستينيات القرن الماضي، ساوى الفكر الاقتصادي بين النمو والتنمية، حيث كان نمو الناتج المحلي الإجمالي مقياساً للتنمية، لكن بعد أزمة التنمية في الثمانينيات خصوصاً في الدول النامية التي حققت معدلات سالبة، اتضح قصور هذا المؤشر في التعبير الحقيقي عن مستويات التنمية، وكان لزاماً إدماج متغيرات غير اقتصادية كالصحة، التعليم، السكان، البيئة، تنظيم الأسرة والمرأة، للتعبير عن التنمية¹.

إن مصطلحي التنمية والنمو الاقتصادي كلاهما يشير إلى معدل زيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة لكنه هناك فروق أساسية فيما بينهما فالنمو الاقتصادي يشير إلى الزيادة المطردة في الناتج القومي الإجمالي لفترة طويلة من الزمن دون حدوث تغيرات مهمة وملموسة في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية... الخ بينما تعني التنمية الاقتصادية، إضافة إلى الناتج القومي الإجمالي حدوث تغيرات هيكلية مهمة وواسعة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والديموغرافية وفي التشريعات والأنظمة².

وتعرف التنمية الاقتصادية " بأنها عملية تغيير مقصودة وواعية للهياكل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية القائمة في المجتمع بلوغاً لمستويات أعلى من حيث الكم والنوع لإشباع الحاجات الأساسية لغالبية أفراد المجتمع وتحقيق زيادة الدخل القومي ورفع مستوى المعيشة للمواطنين وتقليل التفاوت بالمداخيل والثروات ومن ثم تعديل تركيبة هيكل الاقتصاد لصالح قطاع الصناعة والإنتاج والتجارة، أفراد بمستويات تعليمية مرتفعة من حيث التحصيل العلمي والتفوق الدراسي، وتحسين مستوى الخدمات الصحية للمجتمع، وإن النمو الاقتصادي هو المحرك الأساسي الذي يساعد على تحسين مستوى معيشة الأفراد ويوفر لهم الزيادة في السلع والخدمات وفرص عمل جديدة وبالتالي فرص أكثر للقضاء على الفقر وتحقيق الرفاهية"³.

¹ - كيسرى مسعود، طاهري الصديق، مرجع سابق، ص: 8

² - خبابة عبد الله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، نفس المرجع، ص: 38

³ - أنوار سعيد إبراهيم، العلاقة السببية بين رأس المال البشري والنمو الاقتصادي للعراق وعدد من دول الحوار العربي للفترة (1970-2010)، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 7، الإصدار 14، جامعة الانبار، العراق، 2015،

فتهدف التنمية الاقتصادية إلى ما يلي¹:

- العمل على إحداث تحسين ملموس في مستوى معيشة الأفراد، والعمل على زيادة نصيبهم من الدخل القومي، ويتزامن هذا الهدف مع جعل معدل النمو في الدخل القومي يفوق معدل النمو في السكان؛
- محاولة القضاء على ظاهرة التخلف والفقير، وذلك من خلال إعادة توزيع الدخل لصالح الطبقات الفقيرة والأقل دخلاً؛
- محاولة تطوير الإنتاج الأولي، وتحويله إلى صناعات متعددة، وهو ما يعني تأسيس صناعات ثقيلة تزيد من الناتج القومي، أو العمل على تنويع الإنتاج في الاقتصاد؛
- العمل على تقدم المجتمع ورفع مستويات الإنتاج، من خلال تنمية المهارات والطاقات البشرية؛
- العمل على زيادة معدل نمو الدخل القومي، كونه يعد المصدر الرئيسي للدخار؛
- العمل على التقليل من التبعية الاقتصادية للخارج؛
- إحداث التغييرات الهيكلية في كافة المجالات الاقتصادية، والاجتماعية، والسياسية، والثقافية.
- العمل على زيادة معدل الإنتاجية الكلية للاقتصاد، بإتباع سياسات قادرة على خلق فرص العمل الجاذبة.

ومنه فقد يحدث نمو اقتصادي في ظل خلل في التوازن القطاعي، كما أشرنا سابقاً، كنمو قطاع الخدمات على حساب القطاعات الإنتاجية، مما ينعكس بإحداث آثار تضخمية للسلع الحقيقية وما ينتج عن ذلك من سلبيات على العملية التنموية، أو قد يحدث النمو الاقتصادي في ظل عدم التوازن الإقليمي للخدمات والإنتاج في البلد الواحد.

ومن الممكن حدوث نمو اقتصادي سريع بينما يحدث تباطؤ في عملية التنمية، وذلك لعدم إتمام التحولات الجوهرية التي تواكب عملية التنمية أو تسبقها في العمليات التكنولوجية والاجتماعية والمؤسسية والثقافية والسياسية والاقتصادية، والتي تعمل على انطلاق الطاقات البشرية والقدرات الإبداعية للناس،

¹ - إباد عبد الفتاح النسور، أساسيات الاقتصاد الكلي، ط2، دار صفاء، عمان، الأردن، 2014، ص: 279

وتساعد على أن يكتسب المجتمع قدرات جديدة علمية وتكنولوجية وإدارية تمكنه من مواصلة التقدم على كل الجبهات¹.

لذا يمكن إيجاز أهم الاختلافات بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية. فالنمو زيادة في الناتج القومي، وارتفاع متوسط نصيب الفرد من الدخل، ويحدث بفعل آلية السوق من دون تدخل الدولة. بينما التنمية عملية تراكمية إدراكية نتيجة لتدخل الدولة. ولا يؤدي النمو في الأمد القريب إلى إحداث تغييرات هيكلية في الاقتصاد القومي، إلا أن التنمية تسعى إلى إحداث تغييرات هيكلية في البناء الاقتصادي والاجتماعي، فضلا عن أن النمو في الدول النامية قد يواكب إسقاطات النموذج المتقدم، ويؤدي إلى ارتفاع الاستهلاك وتغير أنماطه من دون أن يتحول إلى تنمية اقتصادية واجتماعية ملموسة، والنمو هو وسيلة ومتغير كمي أما التنمية فهي غاية وهو متغير نوعي².

¹ - وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها حالة الجزائر، مصر، السعودية دراسة مقارنة (1990-2010)، أطروحة دكتوراه، التخصص العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2013/2014، ص: 15.

² - هيثم عبد الله سلمان، علاقة النمو بالإصلاح الاقتصادي في العراق بعد عام 2003، مرجع سابق، ص: 280.

المبحث الثاني: النمو الاقتصادي في الفكر التقليدي والكينزي

كانت أفكار المدرسة الكلاسيكية مهيمنة على مفهوم النمو الاقتصادي، إلا أنه وجه لها عدة انتقادات. فأنت النظرية الكينزية لتعطي تفسيراً آخر للنمو الاقتصادي في ظروف مغايرة لظروف النظريات السابقة. فمن خلال هذا المبحث نعرض النمو الاقتصادي في الفكر التقليدي (الكلاسيك)، والنمو الاقتصادي في الفكر الكينزي.

المطلب الأول: النمو الاقتصادي في الفكر التقليدي (الكلاسيك)

يعتبر الاقتصاديون الكلاسيك أصحاب السبق في تفسير النمو الاقتصادي إذ استند التحليل الكلاسيكي على عدة فرضيات أهمها المنافسة التامة، الملكية الخاصة، التشغيل الكامل للموارد من خلال الآراء التي حملها كل من: آدم سميث A.Smith، روبرت مالتوس R.Malthus، دافيد ريكاردو D.Ricardo، باعتبارهم أبرز مفكري هذه المدرسة¹. والنمو يتوقف دائماً حيث يبدأ المردود المتناقص للاقتصاد (أي أن زيادة الإنتاج في أي مؤسسة أو بلد ما تكون مقيدة أو محدودة بظاهرة المردود المتناقص لعوامل الإنتاج الإضافية) وتبعاً لذلك، فإن الاقتصاد يدخل في حالة سكون حسبهم (اذ يبدو ان الكلاسيك لم يأخذوا بعين الاعتبار مسألة التطور التقني، أو أنهم لم يولوها اهتماماً كبيراً)².

ويمكن حصر عناصر النظرية فيما يلي³:

- سياسة الحرية الاقتصادية: الحرية الفردية، حرية المنافسة الكاملة، البعد عن أي تدخل للدولة في الحياة الاقتصادية؛
- التكوين الرأسمالي مفتاح التقدم؛
- الربح هو الحافز للاستثمار: كلما زاد معدل الربح، زاد معدل التكوين الرأسمالي والاستثمار؛
- ميل الأرباح للتراجع: وذلك نظراً لزيادة حدة المنافسة بين الرأسماليين على التراكم الرأسمالي؛

¹- زكاري محمد، دراسة العلاقة بين النفقات العمومية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2012، مرجع سابق، ص: 46.

²- دليلة طالب، قياس اثر الانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1980-2012، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، الجزء 2، العدد4، جامعة محمد الأول، وجدة، المغرب، 2015، ص: 142.

³- جلال خشيب، النمو الاقتصادي، مكتبة الالوكة، ص: 12، متاح على الرابط التالي:

<http://www.alukah.net/library/0/74320/>

- حالة السكون: اعتقد الكلاسيك بحتمية الوصول إلى حالة الاستقرار كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي.

أولاً- أفكار ابرز مفكري نظرية النمو الكلاسيكية:

- آدم سميث (Adam Smith)

تمثل آراء A.Smith بداية التفكير الاقتصادي المنظم والمتصل منه بعملية النمو الاقتصادي بصورة خاصة. ويعتبر Smith بأن العمل مصدر لثروة الأمة، وتقسيم العمل هو وسيلة لزيادة إنتاجية العمل وبالتالي ثروة الأمة. وقد اعتم سميث بتحديد العوامل التي تحقق النمو، ومن أكبر مساهماته هي فكرة زيادة عوائد الإنتاج المستندة إلى ظاهرة تقسيم العمل (Division of Labour) والتخصص (Specialization). وتتحقق مزايا عديدة من جراء تقسيم العمل أهمها:

- زيادة إنتاجية العمل الناجمة عن زيادة مهارة العاملين؛

- زيادة الابتكارات الناجمة عن التخصص؛

- تناقص وقت العمل اللازم لإتمام العمليات الإنتاجية¹.

لقد ركز سميث على أهمية ما سماه تقسيم العمل، وهو زيادة الإنتاجية الناتجة عن تخصص ناجع لكل فرد عامل في مجموعة صغيرة من العمليات. مما يسمح بإنقائها ويسمح بتقليص الوقت اللازم للانتقال من مهمة إلى مهمة أخرى مختلفة عنها تماما. ولإيضاح فكرته، استشهد سميث بزيادة الإنتاجية التي نتجت عن تقسيم العمل تقسيما دقيقا في معمل للدبايبس، حيث ارتفع إنتاج العامل من 10 قطع أو أكثر عما كان بإمكانه إنتاجه لو كان العامل مكلفا بتنفيذ كل العمليات الضرورية لصناعة الدبايبس. ويضيف سميث أن زيادة الإنتاجية تتنامى مع اتساع السوق المستهدف: فكلما ازداد اتساع هذا السوق كان بالإمكان تقسيم المهام بطريقة أدق مما يرفع من إنتاجية العمل. ويؤمن ارتفاع إنتاجية العامل الوفرة في السوق مما يحرض الطلب، وهذا يعني زيادة حجم السوق ومن ثم إيجاد إمكانيات جديدة لتقسيم العمل... وهكذا دواليك².

¹ - مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية (نظريات وسياسات وموضوعات)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص:56

² - فريديريك م. شرر، تعريب على ابو عمشة، نظرة جديدة الى النمو الاقتصادي وتأثره بالابتكار التكنولوجي، ط1، مكتبة العبيكان، السعودية، 2001، ص: 18 و19.

-توماس روبرت مالتوس :

تعود الأصول النظرية للعلاقة السكانية- الاقتصادية إلى الاقتصاديين الكلاسيكيين الأوائل، وقد شهدت القرون الثلاث الأخيرة بروز نظريات عديدة عالجت مشاكل السكان ومن أهم الأعمال في هذا المجال نظرية مالتوس في السكان التي سيطرت على تحليلاته في النمو الاقتصادي. وترتبط هذه النظرية المتغيرات السكانية والمتغيرات الاقتصادية بعلاقات دالية متداخلة يكون فيها النمو السكاني دالة متزايدة في متوسط الناتج الذي يحدد معدل الوفيات بينما تتحدد الولادات بالقوانين الطبيعية. والإنتاج دالة في حجم السكان وهو يخضع لقانون تناقص الغلة. واستناداً إلى آليات النموذج فان متغيراته تميل دائماً للتوازن عند مستوى النمو السكاني المعادل للصفر والذي يترافق مع متوسط دخل الكفاف، وأي انحراف عن وضع التوازن ذلك يقود بالضرورة إلى الرجوع إليه من خلال التعديلات التي تطرأ على معدلات الوفيات¹.

فقد قال بأن رفاهية الإنسان وسعادته تتوقف أولاً وقبل كل شيء على زيادة الموارد بنسبة تعادل زيادة السكان على الأقل وقد بنى مالتس نظريته في السكان على مبدئين أساسيين:

- المبدأ الأول: أن الغذاء لازم لحياة الإنسان وضروري لاستمرار حياته؛
- المبدأ الثاني: أن الغريزة تحكم ميل كل من الجنسين إلى الآخر، ويلخص مالتس فرضياته ليرى السكان يتزايدون على شكل متوالية هندسية في حين أن الموارد إلا على شكل متوالية حسابية².

ويعتبر من رواد هذا الفكر المفترض بأن المخرجات، هي دالة العمل والأرض، حيث قيمة الأرض وحجمه محدودة بكمية، لكن العمل يمكن أن ينمو (يزداد أو ينقص) بحسب مستوى الولادات، أو الوفيات، معطياً لدالة الإنتاج شكلاً:

$$Y = f(L, N)$$

Y المخرجات الحقيقية (الناتج الحقيقي).

L العمل.

¹ مفيد ذنون يونس، سياسات الخصوية في الدول العربية وتأثيرها على النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 12 و 13.

² محمود جاسم عباس، النمو الاقتصادي... المؤشرات الأساسية في الاقتصاد العراقي (1970-2008)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الإصدار 27، العراق، 2011، ص: 66.

N القيمة الثابتة للأرض.

وبما أن العمل مرتبط بالأرض المحدودة (مخزون ثابت)، فإن الإنتاج يتراجع مع الوقت، هذه القراءة كثيرا ما تم نقدها¹.

- نظرية ريكاردو (Ricardo):

يرى ريكاردو أن زيادة نصيب الرأسماليين من الدخل يؤدي إلى زيادة التراكم الرأسمالي، الذي يعد قناة مهمة للنمو الاقتصادي للدول المتقدمة والنامية على السواء، كما يرى آدم سميث أن التراكم الرأسمالي شرط ضروري للتنمية الاقتصادية وأنه يسبق تقسيم العمل، وكلما زاد معدل النمو السكاني أصبحت الحاجة أكبر لزيادة التراكم الرأسمالي لتوسيع الطاقة الإنتاجية اللازمة لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، على اعتبار أن معدل النمو الاقتصادي الناتج من التراكم الرأسمالي سواء الاستثمارات الأجنبية أو الاستثمار المحلي يعتمد بالدرجة الأولى على كفاءة الاستثمارات². وقسم الدخل إلى ثلاثة أجزاء ممثلة بالأجور والأرباح والريع، فالجزء الأول من نصيب العمال والثاني للرأسماليين والثالث لملاك الأراضي، واعتبر الدخل الصافي هو الذي يساهم في عملية الإنتاج وبالتالي النمو، معبرا عنه بالفرق بين الإيراد الكلي باعتبار أنه القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية، وبين الإيراد للمجتمع الذي يمثل قيمة السلع اللازمة لإعالة القوة العاملة ورأس المال العامل أثناء العملية الإنتاجية خلال الفترة نفسها، والفرق بين القيمتين يحدد المفهوم العام للفائض الاقتصادي الذي يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي ومن ثم النمو الاقتصادي. واعتبر أن رأس المال هو المحرك لعمليات النمو الاقتصادي، وإن زيادة معدلات الأرباح هي الفكرة التي تحقق النمو، كما أكد ريكاردو ذو النزعة الرأسمالية على مبدأ التجميع الرأسمالي الذي يجب أن يستثمر، والذي يحقق من خلال تزايد الادخار والإقلال من الاستهلاك³.

¹ - حاج بن زيدان، دراسة النمو الاقتصادي في ظل تقلبات أسعار البترول لدى دول المينا دراسة تحليلية قياسية حالة: الجزائر والمملكة العربية السعودية ومصر 1970-2010، أطروحة دكتوراه، تخصص: اقتصاد، جامعة تلمسان، 2013/2012، ص: 25

² - زينب توفيق السيد، عدالة توزيع الدخل والنمو الاقتصادي: الحالة المصرية نموذجا، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 69-70، 2015، ص: 11

³ - عمر مفتاح الساعدي، القطاع المصرفي الليبي ودوره في زيادة النمو الاقتصادي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص: 10.

وقد حدث تحول عن الفكر الريكاردي من قبل مجموعة من المفكرين الذين كان همهم الوحيد نفي وجود فائض القيمة (Surplus value) للتدليل على وجود الاستغلال غير المقبول اجتماعياً للطبقة العاملة، من جانب الرأسماليين، ولعل أبرز هؤلاء الاقتصاديين مؤيدو المدرسة الحدية، التي ظهرت في العقد السابع من القرن التاسع عشر، والتي عالجت مشكلة التوزيع من خلال تبنيها قوانين تحكم توزيع الناتج على العوامل المساهمة في تكوينه، على ضوء الإنتاجية الحدية لهذه العوامل، وفي ظل ظروف المنافسة الكاملة¹.

رغم اتفاق الاقتصاديين على مصادر النمو الاقتصادي الرئيسية متمثلة بالموارد الطبيعية ورأس المال والعمل والتكنولوجيا²، فقد اعتقد الكلاسيك أن القوة الدافعة للنمو الاقتصادي، نمو الناتج المحلي الإجمالي تتمثل في عملية التكوين الرأسمالي (الاستثمار) وأن التكوين الرأسمالي يعتمد على الأرباح التي تعد مصدراً للتراكم الرأسمالي³.

- كارل ماركس:

لقد جاء التحدي الأساسي لنظرية النمو الاقتصادي الكلاسيكية من ماركس، فإذا كان الكلاسيك يعتقدون أن الرأسمالية والحرية الفردية هي أساس العملية التنموية، فإن ماركس اعتبرهما العائق والحاجز الرئيسي للتقدم. حيث يرى ماركس أن التسيير الرأسمالي للاقتصاد بهدف تحقيق المنفعة العامة سوف يؤدي بكل مؤسسة للبحث عن فائدها الخاصة، وهذا ما سيؤدي إلى تركيز الإنتاج في أيدي قلة من الرأسماليين وبالتالي لا تستطيع المؤسسات الصغيرة الصمود في وجه المنافسة. وينجم عن هذا زيادة الفائض المحقق من طرف الرأسمالية الاحتكارية⁴، أو ما أطلق عليه بفائض القيمة.

¹ - رضا صاحب أبو حمد، توزيع الدخل والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة دراسات إسلامية معاصرة، الإصدار 1، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الكربلاء، العراق، ص: 4.

² - ثريا الخرزجي، أياد كاظم حسون، تحليل العلاقة بين التضخم والنمو الاقتصادي (1980 - 2010)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 18، العدد 1، جامعة القادسية، العراق، 2016، ص: 171.

³ - عبد النافع الزرري، عاطف بطارسة، أثر الإنفاق الاستثماري لكل من القطاعين العام والخاص على النمو الاقتصادي في الأردن 1990-2012، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 17، العدد 2، جامعة القادسية، العراق، 2015، ص: 116.

⁴ - فضيل رابع، حوشين يوسف، أثر رأس المال البشري على المدى الطويل في الجزائر، مرجع سابق، ص: 70.

وتعتبر نظرية "القيمة الفائضة" إحدى أهم المتضمنات الماركسية في تحليل التنمية الاقتصادية في ظل الفروض الرأسمالية، التي تؤدي محصولتها إلى فقر العمال. ويقصد بـ"القيمة الفائضة" أن الموارد الاقتصادية القومية يمكنها تحقيق ناتج قومي يفوق إجمالي أجور العمال عند مستوى الكفاف، فضلا عن عوائد الموارد الإنتاجية الأخرى المستخدمة في العمليات الإنتاجية. وهذا الفرق بين ما يدفع فعلا للموارد المستخدمة وقيمة ناتجها الفعلي هو ما أطلق عليه ماركس "فائض القيمة". وتذهب هذه العوائد إلى الرأسماليين، وقد عرض ماركس هذه المسألة بصورة أخرى، حيث أفاد أن قيمة الإنتاج الإجمالي القومي خلال فترة محدودة يضم رأس المال الثابت C ورأس المال المتغير V وأشار إلى القيمة الفائضة بالرمز S وبذلك فإن¹:

$$\frac{S}{S} = \text{نسبة الاستغلال}$$

$$\frac{S}{C+V} = \text{ومعدل الربح (الربح المتأتي من الاستثمار)}$$

$$\frac{C}{V} = \text{وان التركيب العضوي لرأس المال}$$

وبشكل عام تقوم النظرية الكلاسيكية على مجموعة من العناصر أبرزها²:

- سياسة الحرية الاقتصادية: فيؤمن الكلاسيك بضرورة الحرية الفردية، وأهمية حرية الأسواق من منطلق سيادة المنافسة الكاملة، والابتعاد عن التدخل الحكومي في الاقتصاد.
- التكوين الرأسمالي هو مفتاح التقدم: وهنا ينظر الكلاسيك إلى أهمية التكوين الرأسمالي في التنمية الاقتصادية.
- يعتبر الربح الحافز على الاستثمار: فالربح هو الحافز الرئيسي الذي يدفع أصحاب رأس المال على اتخاذ قرار الاستثمار، وكلما زاد معدل الأرباح زاد معدل التكوين الرأسمالي والاستثمار أيضا.

¹ - سالم توفيق النجفي، احمد فتحي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية والفقر مع إشارة خاصة الى الوطن العربي، مركز

دراسات الوحدة العربية، ط1، بيروت، لبنان، 2008، ص: 64-65

² - اياد عبد الفتاح النسور، أساسيات الاقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص: 50-51

- ميل الأرباح نحو الانخفاض: فمعدل الأرباح لا يتزايد بصورة مستمرة، وإنما يميل للتراجع نظرا لتزايد حدة المنافسة بين الرأسماليين على الاستثمار، ويفسر آدم سميث ذلك بزيادة الأجور التي تحدث بسبب حدة المنافسة بينهم أيضا.
- حالة السكون: وهنا يعتقد الكلاسيك بحتمية الوصول إلى الاستقرار كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي، فما أن تبدأ الأرباح بالتراجع حتى تصل إلى الصفر وهنا يتوقف الاستثمار، ويستقر حتى يصل معدل الأجور إلى مستوى الكفاف، ويرى آدم سميث أن ندرة الموارد الطبيعية، تقود الاقتصاد إلى حالة من السكون وتعد عائقا أمام النمو الاقتصادي.
- نقد نظرية النمو الكلاسيكية:
- اعتقدوا أن الأرباح هي مصدر الادخار لكن في الواقع توجد مصادر أخرى للأرباح مثلا القطاع الحكومي؛
- كانت نظرتهم تشاؤمية للنظام الرأس مالي والقوانين التي وضعوها غير واقعية، قانون تناقص الغلة ونظرية مالتوس في السكان؛
- أكدوا على أن كل الادخار موجه للاستثمارات ولكن في الحقيقة يمكن للاستثمار أن يزيد عن الادخار من خلال القروض البنكية؛
- تصورهم ضعيف في التحليل الاقتصادي في تأييد سياسة التجارة الحرة؛
- لم يأخذوا بالحسبان الدور الذي يلعبه القطاع الحكومي؛
- إهمالهم التقدم العلمي والتكنولوجي؛
- تصورات خاطئة عن الأجور والأرباح¹.
- عدم واقعية مفهوم عملية النمو: حيث افترضت الكلاسيكية حالة من السكون مع وجود تغير يدور حول نقطة التوازن الساكنة، أي: أن الكلاسيك افترضوا حدوث بعض النمو في شكل ثابت مستمر، كما في حالة نمو الأشجار، والواقع أن هذا التفسير لا يعد تفسيراً مقنعا لعملية النمو الاقتصادي كما هو عليه اليوم².

¹ - خبابة عبد الله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 44.

² - جلال خشيب، النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 13

ثانياً: نظرية شومبيتر في النمو الاقتصادي

يعتبر شومبيتر من ابرز الكتاب في حقل النمو الاقتصادي وقد ألف كتاب: نظرية التنمية الاقتصادية في المانيا عام 1911، والتنمية في نظره هي: تغير تلقائي وغير مستمر في قنوات التدفق الدائري. فماذا يقصد بأنها تغير تلقائي وغير مستمر؟

معناه أنه في فترات ازدهار تليها فترات ركود وله حدود يصل إليها وتتمثل في: لما تكون بيئة الاستثمار البيئي غير مواتية وذلك نتيجة توسيع الائتمان المصرفي حتى يصل حدوده أو توسيع الإنتاج حتى يصل إلى الفائض بالسوق. وهناك عاملان أساسيين في تحليله النمو الاقتصادي هما الابتكارات والمنظمون¹. وكانت أهم أفكاره هي:

- أن التطور في ظل النظام الرأسمالي يحدث في صورة قفزات متقطعة واندفاعات غير منسقة، تصاحبها فترات الكساد والرواج قصيرة الأجل متعاقبة، وذلك بسبب التجديدات والابتكارات التي يحدثها المنظمون، والتي من شأنها زيادة الإنتاج ودفع عجلة النمو؛
- يتوقف النمو على عاملين أساسيين، الأول هو المنظم، والثاني هو الائتمان المصرفي الذي يقدم للمنظم إمكانيات التجديد والابتكار؛
- إعطاء المنظم أهمية خاصة، ووصفه بأنه مفتاح التنمية، أو "الدينامو" المحرك لعجلة التنمية؛
- التطورات التي يحدثها المنظم تؤثر في العادات والتقاليد وأذواق المستهلكين².

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 انه تيار يتم تغذيته من تيارات مستمرة من القوة العاملة والأرض، ويفترض أيضا انه ثمة فرص جديدة دوما تظهر للمنظمين لإدخال تعديلات في الطرق التي يتم بها مزج عوامل الإنتاج³.

¹- نفس المرجع، ص: 44

²- جلال خشيب، النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 17

³- بن قدور أشواق، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 73-74

- نقد نظرية شومبيتر:

رغم إعجاب بعض الكتاب بأفكار شومبيتر للعملية الرأسمالية إلا أنه لم يسلم من الانتقادات، وكما جاء في سرد أفكاره أن كل عملية النمو الاقتصادي تعتمد على المبتكر (المنظم)، في حين أن وظيفة الابتكار في الوقت الحاضر هي من مهام الصناعات ذاتها بما تتفقه الشركات من ميزانيات على البحوث والتطوير. ومن الانتقادات الموجهة أيضا إلى النظرية هو احتمال زوال النظام الرأسمالي، وهذا نظرا إلى زوال مهمة المنظمين، حيث بفضل هذا الأخير يتم الوقوف أمام العقبات التي تعيق التطور الاقتصادي، ولكن كون أن عمل المنظم يصبح روتين هذا ما يؤدي إلى زوال الرأسمالية ويحل محلها النظام الاشتراكي وهو ما يشبه توقع كارل ماكس، ولكن الأسباب التي تؤدي إلى زوال الرأسمالية تختلف حيث عند هذا الأخير الظلم الاجتماعي المصاحب للنظام الرأسمالي هو الذي سيؤدي إلى زواله¹.

المطلب الثاني: النمو الاقتصادي في الفكر الكينزي

يعتبر "جون مينارد كينز" مؤسس المدرسة الكينزية، حيث بنى نظريته في ظروف مغايرة لتلك الظروف التي بنيت فيها النظريات السابقة، ومن أهم هذه الظروف أزمة الكساد الكبير التي أصابت العالم الغربي سنة 1929 والتي من مظاهرها حدوث كساد في السلع والخدمات (العرض يفوق الطلب)، توقف العملية الإنتاجية وبالتالي عملية النمو الاقتصادي، ارتفاع مستوى البطالة، انخفاض مستويات الأسعار، حيث اعتبر أن أزمة الكساد الكبير هي أزمة قصور في الطلب وليس أزمة فائض في العرض، إذ انصب اهتمامه في تحليل هذه الأزمة في الأجل القصير².

النموذج الكينزي الأصلي يركز على القصور في الطلب، ويؤشر احتمال حصول توازن اقتصادي عند مستوى أقل من مستوى الاستخدام الكامل. وقد ركز كينز اهتمامه على الاستقرار الاقتصادي أكثر من اهتمامه بالنمو، وتعامل نموذجه مع تحديد مستوى الدخل في المدى القصير جدا. وبموجب التحليل

¹- بيوض محمد العيد، تقييم أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة في الاقتصاديات المغربية دراسة مقارنة: تونس، الجزائر، المغرب، مرجع سابق، ص: 63.

²- عتو شارف، اجري خيرة، التطور النقدي وأثره على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1970-2011)، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص: 2-

الكينزي فان توازن الدخل والإنتاج (في الاقتصاد المغلق) هو عندما يتساوى الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط¹.

وترى هذه النظرية أن هناك ثلاثة معدلات للنمو، وهي²:

- **معدل النمو الفعلي:** وهو يمثل نسبة التغيير في الدخل إلى الدخل.
- **معدل النمو المرغوب:** وهو يمثل معدل النمو عندما تكون الطاقة الإنتاجية في أقصاها.
- **معدل النمو الطبيعي:** فهو أقصى معدل للنمو يمكن أن يتمخض عن الزيادة الحاصلة في التقدم التقني والتراكم الرأسمالي والقوة العاملة عند مستوى الاستخدام الكامل، ويجب أن يتحقق التعادل بين معدل النمو الفعلي مع المعدلين المرغوب والطبيعي، فالتعادل الأول يؤدي لتوفر القناعة لدى المديرين بقراراتهم الإنتاجية، أما إذا تعادل معدل النمو المرغوب فيه مع معدل النمو الطبيعي فليس هناك اتجاه لنشوء البطالة والتضخم.

إلا أن النظرية الكينزية واجهت عدة انتقادات نذكر منها³:

- محدودية السياسات الكينزية في حالات الركود التضخمي.
- محدودية الإجراءات الكينزية في حالة عدم وجود رشادة في توجيه وتخصيص الإنفاق العام وعدم وجود مرونة لحركة الاستثمارات للتغيرات في أسعار الفائدة.
- عدم فعالية السياسة الكينزية في حالة جمود الجهاز الإنتاجي كما هو الوضع في الاقتصاديات النامية.
- تتطلب عملية احتواء الأزمات العالمية، وأزمات الاقتصاديات النامية تدخلا كبيرا له تكاليف كبيرة تتجاوز قدرات الاقتصاديات الوطنية الأمر الذي يقلل من أهمية بدائلها.

¹ - مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية (نظريات وسياسات وموضوعات)، مرجع سابق، ص: 73-74

² - جلال خشيب، النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 15

³ - صالح صالح، تأثير البرامج الاستثمارية على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكينزية واستراتيجية النمو غير المتوازن للفترة 2001-2014، ورقة علمية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، يومي 11-12 مارس 2013، جامعة سطيف، الجزائر، ص: 8

أولاً- نموذج هارود- دومار Harrod-Domar

في نهاية الثلاثينات وخلال الأربعينات من القرن الماضي، كثير من الكتاب، وعلى رأسهم الكاتبان هارود ودومار قاما بتمديد تحليل الكينزي على المدى الطويل، عن طريق إدخال تراكم رأس المال والعمل¹.

وحاول نموذج هارود-دومار أن يحدد معدل النمو التوازني، أي ذلك المعدل الذي يضمن الاستمرار في تحقيق التشغيل الكامل لموارد المجتمع، ويتحقق ذلك عند تساوي جانبي العرض والطلب بالمجتمع، وتستمر المحافظة على معدل التوازني إذا تساوى معدل التغير عبر الزمن، ويقوم هذا النموذج على افتراض أن الإنتاج لأي وحدة اقتصادية سواء كانت شركة أو صناعة أو اقتصاد ككل يعتمد على كمية رأس المال المستثمر في تلك الوحدة، وقد تم صياغة أفكار هارود-دومار في شكل معادلة تظهر كما يلي:

بحيث:

S: تمثل الادخار المحلي

K: معامل رأس المال/الناتج، ويقاس إنتاجية رأس المال أو الاستثمار اللازم لتوليد وحدة واحدة من الدخل².

والنموذج يقوم على الفرضيات التالية³:

- غياب التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي والاقتصاد المغلق (لا توجد تجارة خارجية)؛

¹ - Dominique Guelle, Pierre Ralle, **Les nouvelles théories de la croissance**, éditions la découverte, 5 éd, paris, 2003, p:30

²- شوقي جباري، محمد محبوب الحدد، مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو الاقتصادي لدول شمال إفريقيا -دراسة حالة (تونس- ليبيا - مصر)، مجلة مركز دراسات الكوفة، الإصدار 1، العدد 31، جامعة الكوفة، العراق، 2013، ص: 157.

³- محمد الناصر حميدان، نماذج النمو، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، المجلد 2، العدد7، 2014، ص: 7

- تحقيق الكفاءة الإنتاجية الكاملة للاستثمار والوصول إلى العمالة الكاملة عند مستوى توازن الدخل؛
- تساوي وثبات الميل الحدي للادخار مع الميل المتوسط للادخار؛
- الأسعار وسعر الفائدة ومعامل رأس المال ونسبة رأس المال والعمل في المدخلات الإنتاجية كلها ثابتة؛
- وجود نمط واحد لإنتاج السلع مع فرضية العمر اللانهائي للسلع الرأسمالية؛
- كل من حسابات الدخل والاستثمار تعتمد على الدخل المتوقع لنفس السنة والاستثمار الكلي الجديد تحدد بمستوى الادخار الكلي.

ويعتبر الادخار ورأس المال أساس عملية النمو الاقتصادي، ووفقه يجب على كل بلد ادخار نسبة معينة من الناتج القومي الإجمالي كحد أدنى سنويا لغرض استبدال رأس المال الثابت، أي الاهتلاك السنوي لقيمة الموجودات (المعدات، الأبنية، الطرق، والجسور...) وذلك من أجل المحافظة على مستوى الناتج الوطني. ولأجل تحقيق زيادة صافية في الناتج القومي (من خلال زيادة معدل النمو الاقتصادي) لابد من زيادة الاستثمارات الكلية بنسبة أعلى من النسبة المطلوبة لأغراض الاهتلاك. وتمثل هذه الاستثمارات الإضافية زيادة فيما يسمى رأس المال. ويعتبر الادخار أهم مصدر للاستثمارات وبالتالي فهو المحرك الأساسي لعملية النمو الاقتصادي¹.

وعموما، تتمحور فروض ومفاهيم النظرية الكينزية على مجموعة من العناصر أبرزها²:

- انه لا يمكن للعرض أن يخلق الطلب المقابل له.
- يمكن أن يعمل الاقتصاد عند مستويات اقل من التشغيل الكامل.
- أن البطالة أمر غير طوعي (إرادي).
- الأجور والأسعار غير مرنة باتجاه الانخفاض.
- لا بد أن تتدخل الحكومة لتنشيط الطلب الكلي.
- تتدخل الحكومة في تنشيط الطلب، وكذلك السيطرة على مستوى الأسعار.

¹- وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها حالة الجزائر، مصر، السعودية دراسة مقارنة

(1990-2010)، مرجع سابق، ص: 27

²- إياد عبد الفتاح النصور، أساسيات الاقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص: 52-53

وعليه أنصار المدرسة الكلاسيكية يرون أنه من غير الضروري أن تتدخل الحكومة في الاقتصاد لأن الأسواق يمكنها أن تتكيف تلقائياً مع الأوضاع المستجدة دون تدخل حكومي. بل إن تدخل الحكومة في هذه الأسواق يمكن أن يعرقل عملية التكيف مع الظروف المستجدة. ويرى أنصار هذه المدرسة أن الوحدات الاقتصادية من مستهلكين ومنتجين لا يتخذون إلا قرارات رشيدة تخدم مصالحهم الخاصة، وأن الأجور والأسعار تتغير إذا كان هناك فائدة لأحد الأطراف من تغييرها. وهي تتغير من أجل أن تتوازن الأسواق. ومن وجهة نظرهم أيضاً لا وجود لمشكلة بطالة إجبارية ولا لمشكلات تسويقية. ذلك أن تخفيض الأجور كفيل بتسويق المنتجات مهما كانت كميتها كبيرة¹.

في حين تحمل النظرية الكينزية الحكومة، مسؤولية التخلص من حالات الركود الاقتصادي، عن طريق زيادة الإنفاق، أو خفض الضرائب، وإلا فإن الاقتصاد سيكون عاجزاً عن تصحيح نفسه بنفسه، وذلك خلافاً للنظرية الكلاسيكية التي تقوم على مبدأ عدم تدخل الدولة ومفهوم اليد الخفية (آلية السوق)².

وظهرت العديد من النماذج الاقتصادية في إطار العلاقة بين التباين والنمو ما بعد كينز، تبين أن معدل النمو يتم تحقيقه بموجب معدل تراكم رأس المال ومن هذه النماذج كالدور (Kaldor) (1960) وباسينيت (Pasinette) (1974) اللذان قدما صياغة بديلة للنتيجة نفسها، إذ ركزت نظريتهما التي تعنى ضمناً بالعلاقة بين النمو والتباين، على أن النمو يستلزم مستويات ادخارية تمتلكها الفئات ذات الدخل المرتفع، كون أفرادها يمتلكون ميولاً حدية أكبر من الادخار مقارنة بالفقراء. وعلى هذا الأساس، فإن مستلمي الأرباح يكون لهم ميل أعلى نحو الادخار بالمقارنة مع محصلي الأجور المنخفضة. لذلك، فإن توزيع الدخل القائم على التباين، الذي يفضل الأرباح على الأجور، كونها تحقق معدلات ادخارية كلية أعلى، وتراكم رأس المال، ونمو اقتصادياً أسرع³.

إن هارود كان يعتبر معدل تغير الدخل ورأسمال متغيرات داخلية. شاطره في الرأي kaltchi، بإبرازه أن الميل للادخار حساس للتغيرات التي تحصل للأسعار. هذه الحساسية مهمة في موضوع نظريته للتوزيع. من هذا المنطلق أكد إمكانية المساواة بين الاستثمار والادخار على مستوى العمالة الكاملة بواسطة التغير

¹- أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص: 22

²- إياد عبد الفتاح النصور، أساسيات الاقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص: 53

³- سالم توفيق النجفي، احمد فتحي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية والفقير مع إشارة خاصة إلى الوطن العربي، مرجع

في توزيع الدخل. تساءل Kaldor في سنوات 1960 على سبب ضعف معدل النمو في المملكة المتحدة، إذ بين أن ازدهار الإنتاجية كان مبنياً ومعللاً. لم يستعمل دالة الإنتاج التقليدية بل اعتبر دالة للتقدم التكنولوجي¹.

-نظرية مراحل النمو لوالث روستو: إن كتاب روستو الأساسي: "مراحل النمو الاقتصادي"، يقدم للقادة السياسيين والمثقفين والعلماء في الدول النامية والدول المتقدمة على السواء نظرية بديلة لنمط النمو الرأسمالي، حيث بين روستو أن النمو يمر بخمسة مراحل وهي: المجتمع التقليدي التمهيد للانطلاق، الانطلاق، الاندفاع نحو نضوج، ثم عصر الاستهلاك الوفير².

1- مرحلة المجتمع التقليدي: هي المرحلة البدائية للمجتمع الذي لا يتعدى إنتاجه حدوداً معينة إذ يركز على تقنيات بعيدة كل البعد عن التكنولوجيا المتطورة فهو مجتمع حبيس التقاليد والعادات القديمة المتوارثة.

2- مرحلة ما قبل الانطلاق: هي مرحلة انطلاق النمو المستمر، وقد نشأت في بريطانيا وأوروبا الغربية خلال فترة نهاية العصور الوسطى و ظهور عصر النهضة، حيث ارتكزت هذه المرحلة على شروط معينة لنجاح التصنيع المستمر كرفع الإنتاجية في القطاع الزراعي بإدخال تقنيات جديدة وكذلك بتوسيع نطاق الواردات بالتسويق الجيد للموارد الطبيعية.

3- مرحلة الانطلاق: في هذه المرحلة يصير النمو حالة طبيعية إذ تتراجع اهتمامات المجتمع التقليدي ومعوقاته أمام التطلع إلى الحداثة.

4- مرحلة النضج: هي المرحلة التي يستطيع فيها المجتمع أن يطبق التكنولوجيا الحديثة بشكل واسع، إذ يتطلب ذلك نضجاً تكنولوجياً في الدولة بارتفاع المهارات وتمدن السكان وظهور المسيرين الأكفاء بدل أرباب العمل محدودي الكفاءة.

¹ - حاج بن زيدان، دراسة النمو الاقتصادي في ظل تقلبات أسعار البترول لدى دول المينا دراسة تحليلية قياسية حالة: الجزائر والمملكة العربية السعودية ومصر 1970-2010، مرجع سابق، ص: 31-32

² - فضيل رابح، حوشين يوسف، أثر رأس المال البشري على المدى الطويل في الجزائر، مرجع سابق، ص: 71

5- مرحلة الاستهلاك الواسع: تتصف هذه المرحلة باتجاه السكان نحو التركز في المدن وضواحيها وانتشار المركبات واستخدام السلع المعمرة على نطاق واسع، فيتحول المجتمع بذلك إلى مجتمع استهلاكي بامتياز¹.

ان هذه المراحل ليست مجرد مراحل وصفية، وهي ليست مجرد طريقة مناسبة لتعميم بعض المشاهدات الواقعية عن عمليات التقدم المتتالية في المجتمعات الحديثة. فهناك ترابط وتسلسل منطقي بينها. وهي تستمد قاعدتها التحليلية الأساسية من نظرية ديناميكية الانتاج².

ويعتقد روستو بأن نظرية مراحل النمو الاقتصادي، التي تستند على تجربة البلدان المتقدمة يمكن أن تكون دليلاً للتعرف على مستويات التنمية بالنسبة للبلدان النامية، وذلك لأن كل مرحلة من هذه المراحل تتسم بخصائص معينة تعكس مدى الانجازات التي حققتها المجتمعات في مسيرة التقدم في المجالات الاقتصادية وغير الاقتصادية³.

ويرى أنه يتم التحول من قطاع الزراعة إلى قطاع الصناعة مع الأخذ بالأساليب التكنولوجية التي تؤدي إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي بمقدار يفوق نمو السكان، ويستمر الوضع إلى أن يصل المجتمع إلى مرحلة الاستهلاك الكثيف، ومع العدالة في توزيع الدخل يرتفع معدل النمو الاقتصادي⁴.

ثانياً- نظرية النمو الداخلي

وترى هذه النظرية أن هناك عدة مصادر للنمو تتشابه مع النظرية الكلاسيكية الحديثة، ولكن مع وجود بعض الاختلافات التي تتمثل فيما يلي:

- **العمالة:** ترى النظرية الحديثة للنمو أن قدرة العمالة على زيادة الإنتاجية يمكن أن تتحقق من خلال الاستثمار في المورد البشري. وتؤكد النظرية على انه يمكن التغلب على مشكلة تناقص

¹ - كمال ديب، اثر المستجدات البيئية في تحويل التنمية من مفهومها التقليدي إلى الاستدامة، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الوطني الثاني حول التنمية البديلة لقطاع المحروقات في الجزائر، يومي 7 و 8 مارس 2016، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، ص:6

² - والت وبتمان روستو، مراحل النمو الاقتصادي، ترجمة محمد محمود الامام، بدون سنة النشر، ص: 26

³ - فضيل راجح، حوشين يوسف، أثر رأس المال البشري على المدى الطويل في الجزائر، مرجع سابق، ص: 71

⁴ - زينب توفيق السيد، عدالة توزيع الدخل والنمو الاقتصادي: الحالة المصرية نموذجاً، مرجع سابق، ص: 11

الغلة الذي أوضحتها النظرية الكلاسيكية الحديثة من خلال الاستثمار في كل من القوى العاملة ورأس المال بشكل متوازي.

- **مجمّل إنتاجية عوامل الإنتاج:** نجد أن النظريات الحديثة للنمو وبالتركيز على عنصر التكنولوجيا ترى أن التطور التكنولوجي يصاحبه تكاليف ثابتة مرتفعة يطلق عليها تكاليف البحث والتطوير، ومن ثم فإن المنشآت لن تقدم على هذه المنتجات إلا إذا عملت في ظل المنافسة غير الكاملة. وتعتبر هذه النقطة مختلفة مع النظرية الكلاسيكية والتي كانت ترى أن كل المنشآت تعمل في ظل المنافسة الكاملة¹.

وعليه ترى النظرية أن التشغيل المرتفع يعني زيادة في الدخل الإجمالي في الاقتصاد وهي تعني في الوقت نفسه معدل إدارات مرتفعة وأن التشغيل المرتفع يعني أيضا خزين رأس المال محدد يتم توليفه مع مزيد من العمل، وأن هذا من شأنه أن يرفع عائد رأس المال وبالتالي يرفع معدل الإدارات أيضا، فالدخل الإجمالي المرتفع مع معدل إدارات مرتفعة يعني المزيد من تراكم رأس المال ومن ثم ارتفاع معدل النمو².

ونظرية النمو الداخلي تقوم على نماذج التغيير التكنولوجي الداخلي التي تقتضي وجود العديد من القنوات التي يمكن للتجارة من خلالها أن تؤثر على النمو الاقتصادي. فالانفتاح التجاري يعمل على توفير المدخلات المستوردة التي تجسد التكنولوجيا الجديدة، مما يرفع عوائد الابتكارات للمنتجين المحليين عن طريق زيادة الحجم الفعال للسوق الذي يواجهونه، كما يسهل تخصص بلد ما في الإنتاج مكثف البحوث. علاوة على ذلك، يواجه الاقتصاد الأكثر انفتاحا تنافسية أكبر، مما يحفز على رفع الإنتاجية والتي تحفز بدورها النمو الاقتصادي³.

باعتماد هذه النظرية على تراكم رأس المال التكنولوجي، ورأس المال البشري والمادي، ظهرت النماذج التالية:

¹ - ناجي بن حسين، دراسة تحليلية لمناخ الاستثمار في الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007/2006، ص: 24-25

² - اديب قاسم شندي، الأثر المتبادل بين ظاهرة البطالة والنمو الاقتصادي في الاقتصاد العراقي للمدة 1990-2012، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة واسط، العدد 20، 2015، العراق، ص: 6

³ - أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، حفيظة عزازن، الانفتاح التجاري، تطوير القطاع المالي، والنمو الاقتصادي: أدلة تجريبية من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص: 2

ثالثا- نموذج روبرت لوكاس (Robert Lucas)

طور Lucas نموذجا فعلا جديدا للنمو الاقتصادي، معتمدا على الفرضية بأنه على عكس رأس المال المادي، يمكن زيادة رأس المال البشري والمحافظة على عوائد حدية ثابتة عوض تناقصها مما يسمح باستمرار النمو الاقتصادي دون توقف، وفقا للنموذج لكي يتولد نمو ذاتي يركز على رأس المال البشري، يكفي أن تكون الإيرادات الحديثة لرأس المال البشري المخصص للتكوين والاعداد ثابتة وفي حالة العكس، إذا كانت متزايدة فانه يوجد نمو عميق، أما إذا كانت متناقصة فلا يوجد نمو طويل الأجل¹.

والفرضيات التي يقوم عليها النموذج هي²:

- الاقتصاد مكون من قطاعين احدهما مكرس لإنتاج السلع والآخر لتكوين رأس المال البشري؛
- لا وجود للتباين بين الاختيارات التربوية ولا في المردود الفردي المبذول في الدراسة أي أن الأعران أحاديين عددهم N ؛
- الفرد يتعلم بنفسه ويستعمل الوقت والمهارة المكتسبة انطلاقا من نفسه وكل عون مهما كان مستواه الخاص رأس المال البشري هو أكثر فعالية إذا أحيط بشخص فعال؛
- دالة الإنتاج لعناصر إنتاج سلعة لها مردودية سلمية ثابتة ومتراكمة.

رابعا- نموذج رومر (Paule Romer)

إن منهجية تقويم أداء النمو في الوقت الراهن، أصبحت تقوم على مفاهيم جديدة، نذكر منها الاستثمار في المورد البشري من خلال الاهتمام بنشاط البحث والتطوير وعلاقته بالنمو الاقتصادي، ونجد في هذا المقام Romer ورمسي، اللذان سطرا فرضيات أكثر واقعية من نظيرتها النيو كلاسيكية، والتي يمكن على أساسها تفسير أسباب النمو الحاصلة في كثير من دول العالم المتقدمة، وتتمثل على النحو التالي:

- اعتبار عامل التقدم التقني هو داخلي المنشأ، لأن مصدره ينبع من إنتاج الباحثين؛
- غلة الحجم في الاقتصاد، هي في وضع متزايد¹.

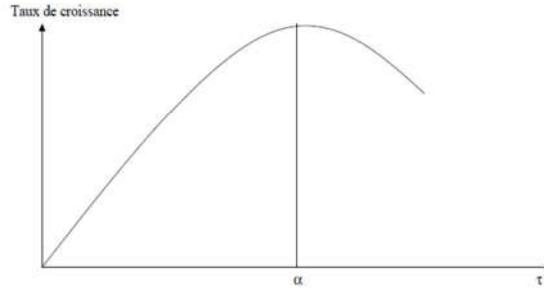
¹- زير مي نعيمة، اثر التحرير التجاري على النمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة دكتوراه، تخصص: المالية الدولية، جامعة تلمسان، 2016/2015، ص: 163

²- محمد الناصر حميداتو، نماذج النمو، مرجع سابق، ص: 15

في نفس الاتجاه نجد أيضا أعمال كل من Barro and Tanzi 1991، Zee 1991، التي توضح بأنه إلى العوامل السابقة، فإن الإنفاق الحكومي قد يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناتين، سواء مباشرة عن طريق زيادة مخزون رأس مال الاقتصاد من خلال الاستثمار العمومي في البنى التحتية أو استثمارات المؤسسات العمومية. أو بطريقة غير مباشرة عن طريق زيادة الإنتاجية الحدية لعوامل الإنتاج الممنوحة عن طريق القطاع الخاص من خلال نفقات التعليم، الصحة وخدمات أخرى التي تساهم في تراكم رأس المال البشري².

والشكل التالي يبين حجم تدخل الدولة والنمو الاقتصادي كما يلي:

الشكل رقم(1،2): الحجم الأمثل للتدخل الحكومي والنمو الاقتصادي



المصدر: بن عزة محمد، آثار برامج الإنفاق العام على النمو الاقتصادي تحليل إحصائي لأثر برامج الإنفاق الاستثماري على النمو الاقتصادي في الجزائر، ورقة علمية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، يومي 11-12 مارس 2013، جامعة سطيف، الجزائر ص:10

¹ - مدوري عبد الرزاق، عرض وتقييم آثار البرامج الاستثمارية على النمو الاقتصادي في الجزائر (نظرة تحليلية)، ورقة علمية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، يومي 11-12 مارس 2013، جامعة سطيف، الجزائر، ص: 8

² - جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2012/2013، ص: 270

حيث قدر Barro الحجم الأمثل للتدخل الحكومي في الاقتصاد بواسطة الإنفاق الحكومي بـ α التي تتراوح 30% من الناتج الداخلي الخام PIB، فيجب على الدولة ألا تقطع من الدخل القومي لتغطية النفقات العامة إلا في حدود نسبة معينة، مراعية في ذلك أن تترك لأفراد قوة شرائية مناسبة للأغراض الاستهلاكية، وأن تمكنهم من تكوين رؤوس أموال إنتاجية جديدة¹.

المبحث الثالث: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي

لقي موضوع علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي اهتماما من طرف الباحثين. والبحث في العلاقة السببية، أي أيهما يؤثر في الآخر. فنعرض من خلال هذا المبحث أدبيات الاقتصاد حول علاقة القطاع المالي بالنمو الاقتصادي، بما في ذلك النظام المالي. ثم نتطرق إلى الدراسات السابقة حول علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي.

المطلب الأول: أدبيات الاقتصاد حول علاقة تطور القطاع المالي بالنمو الاقتصادي

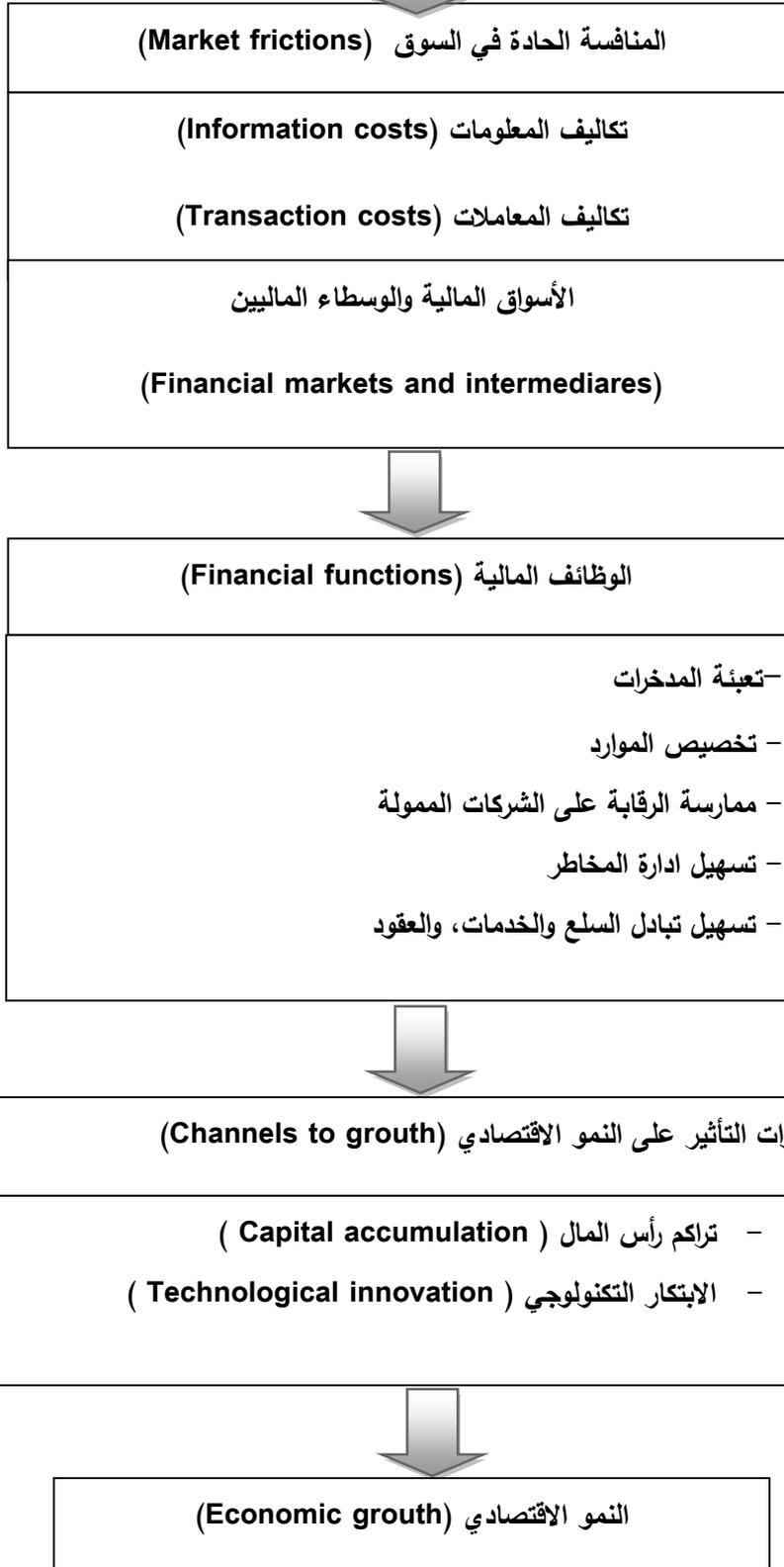
منذ الأعمال المؤسسة لكل من Goldsmith 1969، Gurley and Shaw 1960، Shumpeter 1932، وأعمال مدرسة التحرير المالي Mckinnon 1973، و Shaw 1973، لقيت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي اهتماما كبيرا من طرف الاقتصاديين، وقد تمحورت اهتمامات الاقتصاديين حول مسألتين هامتين، الأولى ترتبط بما إذا كان تطور النظام المالي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي، أما الثانية فترتبط بكيفية تأثير النظام المالي على النمو الاقتصادي².

والشكل التالي يوضح آلية تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي حسب Levine كالاتي:

¹ - نفس المرجع، ص: 9

² - شكوري سيدي محمد، شبيبي عبد الرحيم، العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و 7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص:

الشكل رقم (2،2): تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي حسب Levine



المصدر: بن علال بلقاسم، بن بوزيان محمد، التطور المالي أساس نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية: حالة النظام المصرفي الجزائري 1990-2011، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و 7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص: 14

قسم هذا النموذج إلى خمس أقسام، يوضح فيها Levine كيف تؤثر الوظائف التي يؤديها النظام المالي على نمو، وذلك عن طريق الابتكار التكنولوجي، ورأس المال. وهي بدورها تتأثر بالوظائف المالية. ويعمل النظام المالي على تخصيص الموارد بشكل كفو¹.

ووضع الاقتصادي Patrick فرضيتين لدراسة العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي من أجل تحديد أيهما يؤثر في الآخر، وذلك كما يلي:

- **الفرضية الأولى:** اعتبر أن التطور المالي يؤثر من جهة أولى على النمو الاقتصادي، حيث أن التطور المالي يسمح بتحويل الادخار من قطاع تقليدي اقل إنتاجا إلى قطاع حديث أكثر فعالية في الإنتاج وعائد رأس المال. فعندما تقوم المؤسسات المالية والأسواق المالية برفع عرض الخدمات المالية التي يحتاجها الاقتصاد ترتفع معها معدلات النمو الاقتصادي.
- **الفرضية الثانية:** اعتبر بعد المرحلة الأولى أن النمو الاقتصادي يؤثر من جهة ثانية على التطور المالي، وذلك من خلال إمكانية استجابة النظام المالي المتطور لما يتطلبه النمو الاقتصادي من خلال زيادة عرض الخدمات المالية المتطورة الأمر الذي يؤدي إلى اتساع وتطور حجم القطاع المالي².

من جهة أخرى هناك من يعتقد أن الأسواق الثانوية يمكن أن يكون لها تأثير سلبي مباشر على النمو الاقتصادي أو تأثير غير مباشر من خلال السيول المالية أو من خلال التكامل المالي الدولي. فمن خلال أعمال Shleifer و Summers 1988 ثم Shleifer, Morck و Vishny's 1990 الذين توصلوا في تحليلاتهم، إلى أن الأسواق المالية الأكثر تطوراً³، أن بإمكان هذه الأسواق (ذات السيولة) تقليص المدخرات من جراء تخفيف القيود على السيولة وكذلك تخفيف حدة المتابعة وحسن إدارة الشركات لأنها تفسح المجال لأصحاب الأسهم ذوي العلاقة لبيع أسهمهم دون قيود⁴.

¹ - Ross Levine , **Financial development and economic growth : Views and Agenda**, Journal of Economic Literature, vol xxxv, june 1997, p691

² - بن علال بلقاسم، بن بوزيان محمد، مرجع سابق، ص: 15

³ - باريك مراد، بن مريم محمد، **السوق المالي ونمو الأداء الاقتصادي في الجزائر**، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، يومي 17 و18 نوفمبر 2015، جامعة سكيكدة، الجزائر، ص: 6.

⁴ - علي احمد البلبل، محمد مصطفى عمران، أين تنفتح الدين، **التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي، حالة مصر، 1974-2002**، أوراق صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، العدد 9، افريل 2004، ص: 6

أولاً- العوامل المحددة لطبيعة النظام المالي:

هناك نظرية تؤكد البعد التاريخي لشكل النظام المالي. بمعنى آخر أنها ترى أن هناك علاقة وثيقة بين الفترة الزمنية التي بدأ فيها التصنيع وشكل النظام المالي من حيث كونه موجهاً من قبل المصارف أو من قبل السوق. وهي تستدل بالملكة المتحدة كمصداق بارز على ذلك. فالتصنيع قد بدأ في وقت مبكر في المملكة المتحدة بصورة تدريجية من خلال التمويل الداخلي أو من خلال إصدار الأوراق المالية في أسواق مالية متطورة نسبياً.

أما الشركات في الدول التي بدأت فيها عملية التصنيع في وقت متأخر كاليابان وألمانيا فأنها كانت تواجه نقطتي ضعف تتعلقان بالتمويل مقارنةً بنظيرتها في الدول التي بدأت فيها عملية التصنيع في وقت مبكر¹.

ثانياً- مفهوم النظام المالي:

يعرف النظام المالي على أنه وحدة معقدة تتكون من العديد من الأجزاء المختلفة تخضع جميعها إلى خطة عامة تخدم هدفاً عمومياً. ويطلق مفهوم النظام المالي على مختلف المؤسسات المالية التي تتعامل في قضايا التمويل والاستثمار والادخار والإقراض ومن ضمنها المصارف والأسواق المالية بفئاتها كلها²، ومن أول الدراسات التي برزت أثر صدور البحوث الكمية، دراسة أجراها كولد سميث (G.Smith) عام 1969، اتسمت بتركيزها على أهمية المؤسسات المالية في حشد المدخرات التي تحتاجها عملية النمو، واستنتج بان التمويل من خلال المصارف و أسواق الأسهم لها آثار ايجابية على النمو الاقتصادي لاسيما على المدى البعيد، وهذا الاستنتاج دعمته دراسات أخرى مثل دراسة Hicks عام 1969، إذ لعب النظام

¹ - عبد الرسول علي، طبيعة النظام المالي ضرورة أم اختيار؟، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 71، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2013، ص: 311

² - رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ننون، قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1960-2010)، مجلة تنمية الرافدين، العدد 114، المجلد 35، جامعة الموصل، العراق، 2013، ص: 35

المالي دورا أساسيا في تحريك عملية التصنيع في انكلترا من خلال تسهيل تعبئة رأس المال لتمويل المشاريع الكبيرة¹.

هناك من الاقتصاديين يرى أن الأسواق المالية تؤثر سلبا على النمو الاقتصادي، من بينهم Lucas صاحب مدرسة التوقعات العقلانية، دراسته قللت من العلاقة بين المؤسسات المالية والنمو الاقتصادي، إذ يرى أن العوامل المالية غالبا ما تؤدي دورا سلبيا في فترات النمو الاقتصادي مستندا في ذلك أن القطاع المالي يعد مسؤولا عن تحفيز الأزمات التي تعيق النمو². وهناك عوامل أخرى مستندين إلى مجموعة من المبررات التالي:

- انه في الدول النامية وكذلك في العديد من الدول المتقدمة، تمول حصة محدودة فقط من الاستثمارات من مصادر ذاتية كالإرباح المحتجزة، أو من مصادر خارجية كالقروض المصرفية؛
- تسهم أسواق الأوراق المالية في تحقيق التقلبات الاقتصادية، إذ أن تزايد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، قد يؤدي إلى تغيرات سعرية مفرطة، وعدم الاستقرار على المستوى الاقتصادي الكلي، ويؤدي أيضا إلى تقلبات في أسعار الصرف، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي³.

ثمة رؤية تشير إلى أن أسواق الأوراق المالية يمكن أن تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك من خلال قنوات عدة أهمها:

- تمثل سوق الأوراق المالية أداة هامة لحشد المدخرات وتخصيصها نحو الاستثمارات المنتجة، وتكتسب تلك الوظيفة أهمية خاصة في الدول النامية عند التحول لاقتصاد السوق حيث برامج الخصخصة وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص؛
- تؤثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، إذ أن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل لتوفير رأس المال، ولكن غالبا ما يحجم

¹-عدنان محمد حسن الشدود، صادق زوير لجلاج السعيد، تحديد اتجاهات العلاقة بين العمق المالي والنمو الاقتصادي في العراق للمدة (1990-2010)، مجلة القادسية للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة القادسية، المجلد 15، العدد 1، العراق، 2013، ص: 73

²- نفس المرجع، ص: 73

³- عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة، 2013/2014، ص: 107

المستثمرين بالتخلي عن سيطرة مدخراتهم لفترات طويلة لجعل أسواق الأوراق المالية السائلة الاستثمار أقل خطراً وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية. وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم¹.

- تنفيذ السياسات الحكومية، حيث أصبحت الأسواق المالية في السنوات الأخيرة المصدر الرئيسي لتنفيذ السياسات الحكومية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ولتجنب التضخم. وذلك من خلال التحكم في أسعار الفوائد وكمية النقود وكميات الائتمان والنفقات الحكومية التي تؤثر على النشاط الاقتصادي ومن ثم الدخل والعمالة والنمو الاقتصادي؛
- زيادة الثروة تعتبر الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية وسيلة جيدة لتخزين الثروة للأفراد والشركات الذين يرغبون في الادخار وتخزين أموالهم لحين احتياجهم لها للإنفاق في المستقبل وهذه الأدوات تعتبر أفضل من الموجودات الثابتة الأخرى لثلاثة أسباب هي أنها تدر على حاملها دخلاً ولا يوجد عليها اهتلاك نتيجة للتقدم كما أنه يمكن تحويلها إلى سيولة بسهولة ويسر من خلال الأسواق المالية²؛
- جمع المعلومات عن الفرص الاستثمارية وتحسين تخصيص الموارد، حيث يصعب على المدخرين الأفراد في غياب الأسواق المالية تقييم الشركات والإدارات، وأحوال السوق. لذلك فهم ينادون بأنفسهم عن الأنشطة الاستثمارية بما يؤثر سلباً على تخصيص الموارد. وبدلاً من أين يقوم كل مستثمر بالبحث عن فرص الاستثمار الكفوة والدفع في مقابل الحصول على المعلومات، تستطيع السوق المالية أن تقوم بكامل المهمة بالنيابة عن المدخرين بكفاءة أكبر، وبما يؤدي إلى تخصيص أفضل لرأس المال، ومن ثم تسريع النمو الاقتصادي³.

¹ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 235

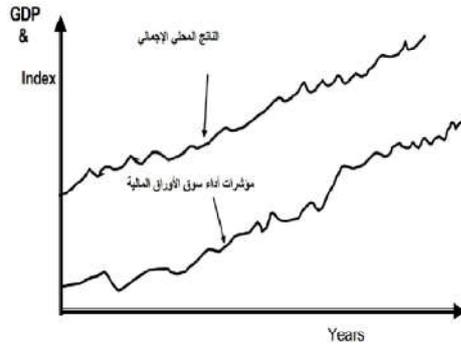
² - سليمان عبادي، دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية...عقد من الصمود والانجاز والتحدي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، غزة، فلسطين، سبتمبر 2007، ص: 02

³ - مفيد دنون يونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 29، الإصدار 79، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2005، ص: 41.

وظهرت بعض الأطروحات التي ترى بأن النظام المالي هو دالة في مجموعة من العناصر غير المالية التي تؤثر في الأداء الاقتصادي مثل: أهمية التغيير التكنولوجي، وفي دراسة أخرى ظهر اثر السياسات غير المالية، كالسياسة الجبائية للحكومة، وكذلك شكل النظام القانوني في السوق، والعوامل السياسية، والموارد البشرية وهي عوامل يعتقد تأثيرها على شكل العلاقة بين كلا المتغيرين¹.

وهناك دراسة تثبت وجود ترابط بين ما بين مستوى أداء الأسواق المالية والتقلبات في النشاط الاقتصادي، فقد كشف تقرير لوزارة التجارة الأمريكية، أن حركة الناتج المحلي الإجمالي ومستوى أسعار الأوراق المالية خلال المدة (1956-1985) أفصحت عن وجود علاقة طردية بين المتغيرين خلال مدة الدراسة، كما موضح في الشكل أدناه².

الشكل رقم (2،3): العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال المدة (1956-1985)



المصدر: نفس المرجع، ص: 11

وعليه فان نشاط السوق المالي يمكن أن يؤثر في الاستثمار من خلال قنوات عدة أهمها السيولة وتعبئة المدخرات وتحويل المخاطر وتقييم الشركات والمشروعات وتخفيض تكلفة المعلومات وتكلفة

¹ - إياد عبد الفتاح النور، أساسيات الاقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص: 100 و 101 (بتصرف).

² - محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالى للبحوث الإنسانية، العدد 54، جامعة ديالى، العراق، 2012، ص: 10 و 11

البحث عن الصفة وجذب العملات الأجنبية¹. وعلاقة تطور المالي بالنمو الاقتصادي تقوم على وجود نظام مالي متطور يكون قادرا على تأدية وظائفه بفعالية وكفاءة، تعزز من كفاءة الوسطاء الماليين في الاقتصاد وتتعاكس بالتالي على تقليل تكلفة الحصول على المعلومات، وعلى تكاليف المضاربات، وتكاليف الرقابة أيضا. كما يعمل هذا المناخ على تشجيع الاستثمار كونه يساهم في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسات ويعمل على تلبية احتياجاتها التمويلية².

المطلب الثاني: الدراسات السابقة التي درست علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي

- دراسة باريك مراد، بن مريم محمد(2015)³: دراسة بعنوان "السوق المالي ونمو الأداء الاقتصادي في الجزائر"، تهدف الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تطور السوق المالي الجزائري بالنشاط الاقتصادي خلال الفترة 1997-2013، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (VAR)، وتم استعمال اختبار العلاقة السببية Granger، للتأكد من مدى وجود علاقة بين المتغيرات. والمؤشرات التي استعملت في قياس نمو السوق المالي، معدل الرسملة، لقياس نمو حجم السوق، ومعدل السيولة. أما بالنسبة لقياس النشاط الاقتصادي، عبر عنه بمعدل الناتج المحلي لكل فرد، ومعدل تغيرات الادخار المحلي. وتوصلت الدراسة من خلال اختبار التكامل المتزامن، أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين نمو السوق المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر. بسبب صغر حجم سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى عدم الشفافية في المعلومات. يلاحظ أن فترة الدراسة قصيرة جدا لا تسمح بنمذجة الظاهرة، في حين يوجد نماذج قياسية تسمح بنمذجة العينات الصغيرة الحجم على غرار ARDL . ولم تبين الدراسة فيما إذا كان الناتج المحلي الفردي أخذ بالقيم الحقيقية.

1- محمد عيسى شحاتيت، سعود موسى الطيب، قصي محمد الطراونة، اثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 1، الأردن، 2014، ص: 23

2- شيرين الحمداني، عبد الكريم البطاينة، العلاقة بين التبعية المالية والمنافسة ومعدل النمو الاقتصادي في الأردن، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 30، العراق، 2012، ص: 9

3- باريك مراد، بن مريم محمد، السوق المالي ونمو الأداء الاقتصادي في الجزائر، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، يومي 17 و18 نوفمبر 2015، جامعة سكيكدة، الجزائر

- دراسة Osama M.Badr (2015)¹: دراسة بعنوان

Stock Market Development and Economic Growth : Evidences from Egypt

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين تطور السوق المالية المصرية والنمو الاقتصادي، استعملت الدراسة بيانات لسلسلة زمنية ربع سنوية خلال 2002 إلى 2013، وتم استخدام نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR). وركز الباحث فيما إذا كان سوق الأسهم المصري سببا في دفع النمو الاقتصادي، باستعمال اختبار Granger. بالإضافة إلى تحليل مكونات التباين، والاستجابة النبضية.

واستعمل الباحث ثلاث متغيرات تعبر عن تطور سوق المال والنمو الاقتصادي وهو الرسملة السوقية، والنواتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الاستثمار الأجنبي المباشر. ويعتبر هذا الأخير كمؤشر لانفتاح على الأسواق العالمية وبالتالي تحويل التكنولوجيا ودفع النمو الاقتصادي. وتشير الدراسة إلى عدم وجود تكامل مشترك بين السوق المالي المصري والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وأنها لا تسبب في دفع النمو الاقتصادي، وتعتبر كسوق للمضاربة. وتوصي الدراسة ببذل المزيد من الجهود لإصلاح سوق الأوراق المالية حتى يساهم في دفع عجلة النمو.

- دراسة محمد عيسى شحاتيت، سعود موسى الطيب، قصي محمد الطراونة(2015)²: في دراسة بعنوان "أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن" هدفت الدراسة إلى بيان أثر نشاط سوق عمان المالي خلال 1980-2011 على الاستثمار في الأردن، معتمدين على مؤشر حجم التداول في السوق، والذي يعبر عن القيمة الكلية للسهم التي يتم تداولها في السوق، وأخذ كمؤشر يقيس حجم السيولة في السوق، وبالتالي اعتبر مقياسا لنشاط السوق ككل. ومؤشر حجم التداول في القطاع الصناعي، والذي يعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في القطاع الصناعي، باعتباره مؤشرا يعكس حجم السيولة في القطاع الصناعي في السوق، ويعبر عن نشاط قطاع الصناعة. ومؤشر حجم التداول في قطاع الخدمات، ويعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في قطاع الخدمات في السوق، باعتباره مؤشرا يعكس حجم السيولة في السوق،

1 - Osama M.Badr, **Stock Market Development and Economic Growth : Evidences from Egypt**, International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 6, No. 2, April 2015

² - محمد عيسى شحاتيت، سعود موسى الطيب، قصي محمد الطراونة، **أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن**، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 1، الأردن، 2014

ويجبر عن نشاط قطاع الخدمات. ومؤشر حجم التداول في القطاع المالي، والذي يعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في السوق، يعكس سيولة القطاع المالي.

وتم ربط هذه المؤشرات بالاستثمار، الذي أخذ كمؤشر للنمو الاقتصادي، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (Vector Auto Regression (VAR)، واختبار جوهانسن للتكامل المشترك Johansen Cointegration، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية بين الاستثمار وسوق عمان المالي تتجه من الاستثمار إلى سوق عمان المالي، وعليه تعتبر أن النمو الاقتصادي سببا في نماء سوق عمان المالي. وتوصي الدراسة بتشجيع الاستثمار في القطاع المالي وقطاع الخدمات.

أهم ما يلاحظ من خلال هذه الدراسة أنها أخذت مؤشر حجم التداول السوق ككل، بالإضافة إلى المؤشرات الجزئية (القطاعات)، كان من الأفضل الاكتفاء بهذه الأخيرة، لأنها تعبر عن أداء السوق المالي.

- دراسة عبد الحفيظ خزان (2014)¹: دراسة بعنوان "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها

على النمو الاقتصادي" دراسة سوق عمان للأوراق المالية 2002-2013

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن الإشكالية الرئيسية ما هو أثر سوق الأوراق المالية لتحقيق معدلات النمو الاقتصادي؟

واستعمل الباحث في دراسته الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي، وهو متغير تابع ومتغيرات مستقلة تعبر عن تطور السوق المالية والمتمثلة في عدد الشركات المدرجة وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم. وتم استخدام نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR). وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

- أن حجم سوق عمان للأوراق المالية له قدرة كبيرة على حشد رؤوس الأموال والمدخرات؛
- حجم نشاط سوق عمان للأوراق المالية ينعكس على تفاؤل المستثمرين؛
- وجود كثافة تداول كبيرة في سوق الأوراق المالية، لانخفاض تكاليف إتمام الصفقات؛
- ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق.

¹ - عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة، 2013/2014

- دراسة أديب قاسم شندي (2013)¹: دراسة بعنوان: "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة"

هدفت الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية، والنمو الاقتصادي، باستخدام المتغيرات المستقلة والتمثلة في المؤشرات التالية: (المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات)، والمتغير التابع المتمثل في النمو الاقتصادي، والذي عبر عنه بالنتائج المحلي الإجمالي، وذلك للفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2012. باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى انعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية والنمو الاقتصادي، أي أن السوق لم يحقق أي معدل للنمو. وترجع الدراسة إلى أن صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي، كان سببا وعائق لجذب المزيد من الأموال. وإلى افتقار السوق إلى مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها.

وعليه فإن هذه الدراسة نفت إجمالاً بوجود علاقة بين السوق المالي العراقي والنمو الاقتصادي، ولو بنسبة ضئيلة. نعتقد أن فترة الدراسة لم تكن كافية لدراسة أداء السوق المالي، خاصة أن الدراسة أهملت الظروف السياسية التي مرت بها العراق. وقد تكون سببا في ركوده.

- دراسة رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون (2012)²: دراسة بعنوان "قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة 1960-2010، تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير التطور المالي على معدل النمو الاقتصادي لمجموعة من الدول الآسيوية ذات مستويات الدخل المتشابهة. وتم استخدام عدة مؤشرات تمثل تطور النظام المالي، فيما يخص مؤشر معدل دوران الأسهم أخذ كمتغير مستقل، يمثل تطور السوق المالي، في حين عبر عن النمو الاقتصادي، بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. واستخدمت الدراسة اختبار العلاقة طويلة وقصيرة الأجل باستعمال

¹ - أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد خاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.

² - رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون، قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1960-2010)، مجلة تنمية الرافدين، العدد 114، المجلد 35، جامعة الموصل، العراق، 2013.

طريقة تصحيح الخطأ العشوائي غير المقيد (UECM)، وتركز الدراسة فيما إذا كان التطور المالي قائدا للنمو الاقتصادي.

وخلصت الدراسة إلى أن التطور المالي كان سببا للنمو الاقتصادي، ما عدا مؤشر معدل دوران الأسهم، اثر سلبا على النمو الاقتصادي. مما يشير إلى تأثير الأسواق المالية بالأزمات الاقتصادية التي تعرضت إليها المنطقة.

ويلاحظ من خلال هذه الدراسة أنها لم توضح حجم تأثير الأزمات الاقتصادية التي حدثت خلال تلك الفترة من 1960-2010، علما أن تلك الأزمات لم تكن بنفس مستوى التأثير. وإضافة إلى ذلك أنها اقتصرت على مؤشر واحد، وهو معدل دوران الأسهم في التعبير عن تطوره وأدائه. في حين أن حجم اقتصاديات الدول الآسيوية مختلف فيما بينها.

- دراسة سمير شرف، إسماعيل شعبان، هدى اسبر (2009)¹: دراسة بعنوان "دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية".

تهدف الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وكذا التجارة الخارجية، تم اختيار عشر دول عربية، واستعملت الدراسة نموذج الانحدار البسيط.

والمؤشر الذي اتخذ في التعبير عن تطور السوق وهو حجم التداول، والنمو الاقتصادي عبر عنه بالنتائج المحلي الإجمالي.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية، ومنه وجود علاقة جوهريّة طردية بين حجم التداول والنمو الاقتصادي.

وما يلاحظ في هذه الدراسة لم تدرس اتجاه العلاقة بين سوق المال والنمو الاقتصادي، واكتفت بالبحث عن مدى وجود العلاقة بينهما.

1- سمير شرف، إسماعيل شعبان، هدى اسبر، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، سوريا، 2009

- دراسة طلال محمود كداوي (2007)¹: دراسة بعنوان "دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في الدول العربية"،

هدفت الدراسة إلى إبراز دور الأسواق المالية في اقتصاديات دول عربية مختارة منها مصر، المغرب، السعودية، الكويت، الأردن، وتونس. للفترة 1994-2001. واستعانت الدراسة لقياس تطور السوق المالي بمؤشرين، المؤشر الأول، القيمة السوقية، والتي تمثل قيمة الأسهم المدرجة في السوق تبعاً لأسعار سوق رأس المال، أي الرسملة. والمؤشر الثاني حجم التداول، إذ يعبر عن حجم نشاط السوق.

أما بخصوص النشاط الاقتصادي، تم التعبير عنه بمعدل التغير السنوي للنتائج المحلي الإجمالي بالقيم الحقيقية.

استخدمت الدراسة النموذج الخطي المتعدد، وتوصلت إلى ما يلي:

- أن النمو الاقتصادي في الدول العربية بعامة يتأثر سلبياً بكل من القيمة السوقية وحجم التداول، ما يعني أن الأسواق المالية العربية تمارس أثراً معاكساً في النمو الاقتصادي.
 - عدم فاعلية الأسواق المالية العربية لصغر حجمها، وانخفاض حجم التداول فيها.
- يلاحظ من هذه الدراسة أنها استخدمت نموذج الانحدار المتعدد، قد يكون النموذج زائفاً، وهذا راجعاً لمشكلة التعدد الخطي بين رسملة السوق، وحجم التداول، قد يكون له أثر سلبي على النتائج.

- دراسة سليمان عبادي (2007)²: دراسة بعنوان "دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية"

تهدف الدراسة إلى إبراز الدور الذي لعبه السوق فلسطين للأوراق المالية باستخدام التحليل الوصفي، ويرى الباحث أن تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية لا يمكن قياسه بنموذج قياسي رياضي وذلك لخصوصية الاقتصاد الفلسطيني، وإلى الوضع الاقتصادي الصعب. وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

¹ - طلال محمود كداوي، دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 17، العراق، 2007

² - سليمان عبادي، دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية... عقد من الصمود والانجاز والتحدى، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، غزة، فلسطين، سبتمبر 2007.

- استطاع السوق جذب المستثمرين من مواطنين وأجانب.
- ساعدت السوق على توفير السيولة للمستثمرين.
- لا زالت هناك العديد من الشركات المساهمة غير مدرجة في السوق.
- لم تستطع السوق توفير أدوات استثمارية أخرى غير السهم كالسندات.
- عدم توفر صانعي السوق، لتوفير السيولة.

يلاحظ أن هذه الدراسة لم تأخذ القياس الاقتصادي، اعتقاداً أنه لا يمكن نمذجة السوق لخصوصية السوق، في حين يوجد نماذج تأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية كالأزمات والحروب في شكل متغيرات صماء. بالإضافة أنها لم تبين مدى مساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي.

- دراسة Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani (2007)¹: دراسة بعنوان

**Stock markets, Bank, and economic growth : Empirical evidence
from the MENA region**

تهدف الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي لعينة من دول منطقة MENA، وسلطت الدراسة على الأثر المتزامن لكل من البنوك والأسواق المالية في النمو الاقتصادي. واخذ الباحثان عينة من 11 دولة من منطقة MENA خلال الفترة 1976-2003، واستعملا نموذج بانل الديناميكي، وتم التقدير باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM.

وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التنمية المصرفية، وسوق الأوراق المالية، والنمو. في حين أن هناك ارتباط سلبي بين مؤشرات البنوك والنمو الاقتصادي.

وسبب الدور السلبي للمؤسسات المصرفية، يعود لتخلفها. وتوصي الدراسة بتحسين النظم المالية خاصة الدول التي تتشابه في دول MENA كدول إفريقيا وشرق أوروبا والأمريكا اللاتينية. من أجل تحسين اقتصادياتها وتجنب التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية.

في حين نجد أن طبيعة وحجم اقتصاديات دول الخليج تختلف مع نظيراتها دول شمال إفريقيا، وخاصة وجود بعض منها لها معدل دوران حجم الأسهم أفضل من دول شمال إفريقيا.

1 - Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani, **Stock markets, Bank, and economic growth : Empirical evidence from the MENA region**, Research in International Business and Finance, Volume 21, Issue 2, June 2007, Pages 297-315

- دراسة مفيد ذنون يونس (2005)¹: دراسة بعنوان "كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة".

تهدف الدراسة إلى قياس تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية، واستخدمت الدراسة أربع مؤشرات للنمو وهي: حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الادخار من الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي، والكفاءة الاقتصادية (مقاسة على أنها مقلوب النسبة الحدية لرأس المال إلى الناتج).

والمتغيرات المستقلة الخاصة بالسوق المالي ممثلة في مؤشر حجم سوق رأس المال، ومؤشر سيولة سوق رأس المال، بالإضافة إلى متغير وهمي يفصل بين الدول النفطية والغير النفطية.

وفي هذه الدراسة تم اختيار تسع دول عربية، والفترة الممتدة للدراسة وهي 1996-2001، باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

- وجود اثر ايجابي بين مؤشرات الأسواق المالية وحصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.
- لم تؤثر المؤشرات المالية بشكل معنوي على الكفاءة الاقتصادية.
- دراسة علي أحمد البلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين (2004)²: دراسة بعنوان

"التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر 1974-2002"

تهدف الدراسة إلى تسليط الضوء على الأداء الاقتصادي لمصر بالاعتماد على المتغيرات الكلية. وأداء القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية. وركزت الدراسة بدراسة تأثير التطور المالي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP)، من خلال تفاعل المؤشرات المالية ذات الأساس البنكي وأساس السوق المالي.

¹ - مفيد ذنون يونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 29، الإصدار 79، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2005

² - علي أحمد البلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي، حالة مصر، 1974-2002، أوراق صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، العدد 9، افريل 2004.

وتوصلت الدراسة إلى أن المؤشرات المالية ذات الأساس السوقي، والمشكلة من نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التداول، لها تأثير إيجابي على (TFP).

ووجد أن المستثمرين الأجانب الأكثر كفاءة قد استحوذوا على ما يزيد من ثلث حجم التعامل في الأسهم التي طرحت في البورصة نتيجة عمليات الخصخصة في مصر. وتوصي الدراسة بمزيد من إجراءات الخصخصة وإصلاح المؤسسة (البورصة).

يلاحظ من هذه الدراسة أنها اهتمت بدالة الإنتاج Cobb-Douglas، فتطور عوامل الإنتاج وتنميتها، سيؤدي إلى النمو الاقتصادي.

- دراسة Thorsten Beck, Ross Levine (2004)¹: دراسة بعنوان

Stock markets, banks, and growth : Panel evidence

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين أسواق الأسهم، البنوك و النمو، حيث تم استخدام بيانات للفترة الممتدة من 1976 إلى 1998 باستعمال بيانات مقطعية لـ 40 دولة. وتم تقدير نموذج بانل الديناميكي بطريقة العزوم المعممة (GMM).

وتم استعمال نفس المؤشرات التي استعملها Ross Levine, Sara Zervos في دراستهما. إلا أنهما ادخلا اللوغاريتم لمؤشر نصيب الفرد من الدخل الإجمالي،

وتوصلت الدراسة إلى رفض الفرضية العدمية القائلة بأن أسواق الأسهم والبنوك لا تساهم في النمو الاقتصادي. ووجد أن النظام المالي المتين يسمح بتخفيض تكاليف المعلومات والمعاملات، وبالتالي تخصيص الموارد ودفع النمو الاقتصادي.

- دراسة Ross Levine, Sara Zervos (1998)²: دراسة بعنوان

"Stock markets, Banks, and Economic Growth"

¹ - Thorsten Beck, Ross Levine, Stock markets, banks, and growth : Panel evidence, Journal of Banking & Finance 28 (2004) 423-442

² - Levine Ross, Sara Zervos, Stock Markets, Banks, and Economic Growth, The American Economic Review, Vol. 88, No. 3. (Jun., 1998), pp. 537-558.

تهدف الدراسة إلى الإجابة عن السؤال التالي: هل أسواق الأوراق المالية والبنوك يعملان إلى تعزيز النمو الاقتصادي في المدى الطويل؟

أخذت الدراسة عينة من 47 دولة من فترة 1976-1993، باستخدام نموذج الانحدار، وتم استعمال ستة مؤشرات، من المؤشرات التي تعبر عن تطور الأسواق المالية، حجم تداول السوق، معدل نمو الرسملة، التقلبات المعبر عنه بتقلب العوائد

فيما يخص النمو الاقتصادي عبر عنه بمعدل نمو نصيب الفرد من الدخل الإجمالي الحقيقي، ومعدل الادخار، ومعدل نمو الإنتاجية.

وتوصلت الدراسة إلى أن سيولة سوق الأوراق المالية وتطور الخدمات المصرفية ساهما إيجابا في النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى أن الأسواق المالية تقدم خدمات تختلف عن خدمات البنوك.

خلاصة الفصل

من خلال عرضنا لمفاهيم النمو الاقتصادي ولتنمية الاقتصادية. وجدنا أن المدارس الاقتصادية اختلفت في تحديد وإعطاء تعريف موحد لهذين المصطلحين.

وظهرت عدة نظريات تفسر النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له، ونجد أن بعض النظريات أدخلت الأساليب الرياضية في تحليل نماذج النمو الاقتصادي. وهذا الأخير غير مرتبط بنوع واحد المتعارف عليه وهو النمو الاقتصادي الطبيعي، بل هناك أنواع أخرى كالنمو الاقتصادي العابر، النمو الاقتصادي المتوازن،... الخ.

ويستعمل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أو نصيب الفرد من الدخل الحقيقي في قياس مستوى درجة نمو ونشاط الاقتصاد.

الفصل الثالث

المؤشرات المالية وكفاءة الأسواق المالية

تمهيد

تعتبر كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات المتجددة في العلوم المالية، ونتيجة لاهتمامات الباحثين في هذا المجال، ظهرت عدة أنواع من الكفاءة في الأسواق المالية كالكفاءة الإعلامية، الكفاءة الهيكلية،...الخ. وحتى يسهل لمتتبعي أداء الأسواق المالية، ظهرت ما يسمى بمؤشرات أسعار الأوراق المالية، التي تلخص اتجاه أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق.

ويسعى كثير من الباحثين إلى تحليل سلوك تلك المؤشرات المالية، بهدف الحكم على أداء السوق المالي، أو التنبؤ به. ولكي نتمكن من التعمق في مفهوم الكفاءة في حقل الأسواق المالية والمؤشرات المالية. استوجب علينا تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأسواق المالية

المبحث الثاني: ماهية كفاءة الأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية مؤشرات الأسواق المالية

استحدثت المؤشرات المالية لكي تعطي فكرة حول اتجاه العام لأسعار الأسهم في السوق المالي. وتقدم عدة مزايا للمستثمرين ومديري المحافظ الاستثمارية. فمن خلال هذا المبحث نعرض مفهوم المؤشرات الأسواق المالية وأنواعها. ثم نتطرق إلى مزايا مؤشرات الأسواق المالية وأساليب بنائها.

المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية وأنواعها

إذا كان السوق المالي يمثل مقياساً لدرجة حرارة الاقتصاد الوطني فإن مؤشر السوق المالي مقياس لدرجة حرارة السوق في ظل تميز هذا الأخير بقدر من الكفاءة¹.

وللأسواق المالية مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنه وتعكس مستويات أدائها في الوقت نفسه، وتعد هذه المؤشرات إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المالية في توقيت قراراتهم الاستثمارية، كما أنها تستخدم وعلى نحو متزايد في تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، فضلاً عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق الأسواق لأهدافها². ولتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران)، ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية³.

¹ - عبد الغفار دادن، إبراهيم بختي، إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة 2005-2009، مرجع سابق، ص: 48

² - بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2008، ص: 74. متاح على الرابط التالي: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=33757>

³ - سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011/2012، ص: 51

أولاً: مفهوم مؤشر الأسواق المالية

تعد المؤشرات أداة إحصائية تقيس المستوى العام لأسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق المال، وتعتبر التغيرات الجوهرية في هذه المؤشرات مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين والمحللين على حد سواء. تنقسم المؤشرات من حيث الهدف من تصميمها إلى مؤشرات عامة تقيس اتجاه السوق ككل بمختلف قطاعاته الاقتصادية، ومؤشرات قطاعية تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين¹. ويفترض أن هذا المؤشر عندما يرتفع فإن السوق ككل يرتفع وعندما ينخفض فإن السوق ككل ينخفض².

وتعرف المؤشرات على أنها "عبارة عن قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل"³.

وهناك تعريف آخر لمؤشر السوق "على أنه يقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختبار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه"⁴.

ويستخدم أيضا كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية، وعادة ما يتألف المؤشر العام لأسعار الأسهم من مجموعة الأوراق المالية التي يعتقد أنها تعكس حالة السوق بكاملها. ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية إذ يمكن أن يعطي تلميحات مهمة عن السوق الأمر الذي يساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الاستثمارية سواء أكانت بالنسبة للبيع أو الشراء

1- ربيع مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية-، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007/2006، ص: 74.

2- جعفر باقر محمود علوش، نور حازم محمد، قياس المخاطر والتنبؤ بمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية باستخدام منهجية بوكس جينكينز، مجلة واسط للعلوم الإنسانية، المجلد 11، العدد 30، جامعة واسط، العراق، 2015، ص: 78.

3- عقبة خضير، اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة بسكرة، 2014/2015، ص: 84.

4- دريال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2014، ص: 31

فضلا عن إمكانية استخدامه في معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال عمليات المقارنة بالسلاسل الزمنية، ويلاحظ أن لكل سوق مالية مؤشرها الخاص بها¹.

ثانيا: أنواع مؤشرات الأسواق المالية

تعد المؤشرات الاقتصادية الأدوات الفعالة للتعرف على الحالة الاقتصادية للبلدان المختلفة، ومن خلالها يمكن لنا التعرف على ما يجري في الأسواق، ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية باعتبار مؤشرات الأسواق معيار للأداء². وتقسم المؤشرات إلى ثلاث أنواع³:

1- **المؤشرات غير القابلة للتداول:** وهي المؤشرات التقليدية مثل مؤشر داوجونز وتهدف إلى إيجاز

الأداء الكلي للسوق المالي في رقم واحد وبطريقة موضوعية وحيادية وتقسم تلك المؤشرات الآتية:

- **مؤشرات البورصة الرسمية:** وهي المؤشرات المصدرة من الهيئات الرسمية في البورصة،

وتشمل مؤشرات قومية لمتابعة سلوك البورصة داخل الدولة، وقد تصدر من جهات أخرى

كالمعاهد الإحصائية والمؤسسات المالية.

- **المؤشرات الدولية:** وتنتشر بمعرفة بيوت السمسة الدولية مثل مورجان ستانلي أو ميرلينشر.

2- **مؤشرات موضوع السوق (مؤشرات المتاجرة).**

3- **مؤشرات المؤشرات (مؤشرات صناديق الاستثمار).**

ثالثا- مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية

لقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور

الاقتصادي هيمنت المصارف التجارية على القطاع المالي، ومع تزايد مستوى التطور ازداد دور الوسطاء

¹ هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 257.

² خولة رشيد حسن، تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في العراق، مجلة الاقتصاد الخليجي، المجلد 31، العدد 25، جامعة البصرة، العراق، 2015، ص: 167

³ صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص: 40

الماليين ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور الأسواق المالية اعتمد الاقتصاديون¹ على مؤشرين هامين مؤشرين لقياس درجة تطور السوق المالي:

المؤشر الأول للسيولة هو معدل قيمة التداول، ويساوي القيمة الإجمالية للأسهم المتاجر بها في سوق الأوراق المالية (أي قيمة التداول) للدولة مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي (أي حجم الاقتصاد)². ويقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم في سوق الأوراق المالية وبمختلف الأسعار خلال فترة ومنية معينة. ويعد مؤشرا جيدا لقياس مستوى نشاط السوق. ويعد أيضا مؤشرا جيدا لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند اخذ نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي³.

إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وبالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معا - معدل قيمة التداول و معدل دوران الأسهم - لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المحلية⁴.
ولسيولة الأسواق المالية مستويات وهي الآتي⁵:

- **المستوى الأول:** ويشير عدم القدرة على التداول وانعدام سيولة السوق المالي، إذ لا يمكن إجراء أي عملية تداول، وفي السوق الضعيفة السيولة يجب أن تكون هنالك محاولة واحدة على الأقل للشراء أو البيع في الأوراق المالية.
- **المستوى الثاني:** القدرة على شراء أو بيع كمية معينة من الأوراق المالية مع وجود تأثير على السعر المعروف في السوق المالي.

¹ - خولة رشيد حسن، تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في العراق، مرجع سابق، ص: 168

² - ابراهيم اونور، تطور أسواق المال والتنمية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 86، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، أكتوبر 2009، ص: 9.

³ - ايمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 7، العدد 23، جامعة تكريت، العراق، 2011، ص: 121.

⁴ - الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 34، جامعة عنابة، جوان 2013، ص: 52

⁵ - أياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، سيولة الأسواق المالية وأثرها في عوائد الأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 76، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2014، ص: 180-181

- المستوى الثالث: القدرة على شراء أو بيع كمية معينة من الأوراق المالية مع وجود تأثير ضئيل على سعر السوق، ولكن عند نقطة معينة في التداول بكميات كبيرة من الأوراق المالية يكون هناك تأثير أكبر على السعر.
- المستوى الرابع: القدرة على شراء أو بيع الأوراق المالية بالأسعار المعروضة وفي الوقت ذاته.
- المستوى الخامس: القدرة على تنفيذ الصفقات من المستوى الثاني إلى المستوى الرابع بشكل فوري.

ومنه نستنتج أن اختلاف مستويات سيولة الأسهم وتقلبها يعود إلى العوامل التالية¹:

- تكاليف المعاملات الخارجية؛
 - المعلومات الخاصة، التي يحصل عليها البائع حول أداء الشركة؛
 - ضغط الطلب والتأثير على الأسعار؛
 - البحث عن الطرف الآخر؛
 - التكاليف المدفوعة للسماسرة.
- المؤشر الثاني هو معدل الدوران للسهم، ويقاس قيمة التداول بالنسبة لحجم السوق، الذي يساوي إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية للدولة مقسوماً على الرسملة للسوق (أي قيمة الأسهم المسجلة في سوق الأوراق المالية للدولة)².

ويعد معدل الدوران من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق الأوراق المالية ويستخدم معدل الدوران العالي في معظم الأحيان بوصفه مؤشراً على أن تكاليف إتمام الصفقات أو المعاملات المالية منخفضة. ويعتبر معدل الدوران هو الأكثر ملاءمة لسيولة سوق الأوراق المالية³.

¹ - أياد طاهر محمد، تحليل ومناقشة سيولة وعوائد الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بالمؤتمر العلمي الخامس، 2014، العراق، ص: 229-230

² - إبراهيم اونور، تطور أسواق المال والتنمية، مرجع سابق، ص: 9.

³ - إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 122.

ويمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسمتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض، ومؤشرات السيولة تقيس درجة التداول "السيولة" بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية¹.

و تتأثر حركية الأسواق المالية عبر مؤشرين رئيسيين هما:

- **القيمة السوقية:** والتي تمثل قيمة الأسهم المدرجة في السوق تبعا لأسعار سوق رأس المال، أي أنها تعبر عن رسملة السوق المالية. وتعد القيمة السوقية مؤشرا لقياس حجم السوق ولاسيما إذا ما نسبت هذه القيمة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدولة. كما أنها في الوقت نفسه تعد مؤشرا لتطور نشاط السوق. وتعتبر القيمة السوقية عن حجم التمويل الذي توفره السوق المالية لممارسة الأنشطة الاستثمارية. ولهذا، فإن اتساع حجم السوق سينعكس في زيادة معدل الاستثمار، ومن ثم تصاعد معدل النمو الاقتصادي.

- **حجم التداول:** الذي يقيس بقية الأسهم التي يتم تداولها في السوق خلال فترة زمنية معينة بمختلف الأسعار، إذ يعبر هذا المؤشر عن مستوى نشاط السوق. ومن خلال نسب حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نقدر أن نحدد درجة سيولة السوق. والسيولة المقصودة هنا هي سهولة تداول الأوراق المالية، إذ أن سهولة التداول تيسر عملية تراكم الأموال في السوق وبالتالي تحقيق أهداف المستثمرين في الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم الاستثمارية².

وهناك اختلافات عبر الدول، هناك دراسات وجدت أن الأسواق النشطة مثل اليابان والولايات المتحدة أن معدلات الدوران (معدل دوران الأسهم) تصل إلى حوالي 50%، بينما في الأسواق أقل سيولة مثل بنغلاديش وتشيلي ومصر، المعدل يصل إلى 6% أو أقل.

ويختلف معدل دوران الأسهم عن معدل قيمة التداول، لأن أسواق السيولة الصغيرة ربما يكون لها معدل دوران مرتفع ولكن يكون قيمة التداول منخفضة³.

وهناك مؤشرات أخرى تدل على تطور وكفاءة الأسواق المالية منها¹:

¹ - الشريف ريجان، الطاوس حمدوي، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 52

² - طلال محمود كداوي، دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 17، العراق، 2007، ص: 34 و 35.

³ - ابراهيم اونور، تطور أسواق المال والتنمية، مرجع سابق، ص: 10.

- عدد الشركات المسجلة: تقاس بعدد الشركات المسجلة في السوق. وقد وصلت الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى على مستوى العالم بنحو 8450 شركة وتليها الهند بنحو 5843 شركة وتحتل زيمبابوي المرتبة الأخيرة بنحو 57 شركة.
- درجة التقلبات: يشير هذا المؤشر إلى مدى التذبذبات في الأسعار، ويقاس من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة عام. وبصفة عامة كلما انخفضت التقلبات كانت البورصة أكثر تطوراً.
- درجة التركيز: تقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي، للوقوف على مدى سيطرة الشركات على السوق، وتتنخفض درجة التركيز في الولايات المتحدة واليابان في حين ترتفع في كولومبيا والأرجنتين.

المطلب الثاني: مزايا مؤشرات الأسواق المالية وأساليب بناءها

أولاً: مزايا مؤشرات الأسواق المالية

لمؤشرات الأسواق المالية عدة مزايا نذكر منها:

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من مجموعة من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛
- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد العوامل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تغيير اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق²؛
- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق، فإذا أمكن المحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)،

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وأساسيات الاستثمار، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 226-227

² - سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011/2012، ص: 56

- فانه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه الحال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم؛
- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو المدير أن يقارن بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر¹؛
 - الحكم أو قياس مخاطر السوق، تستخدم التغييرات التي تحدث في مؤشر السوق كأحد الوسائل لقياس مخاطر السوق بصفة عامة بمعنى المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها السوق؛
 - يعطي فكرة سريعة عن العائد/الخسائر المتولدة نتيجة الاستثمار في الاوراق المالية بالبورصة².

ثانيا: المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حالة اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية³.

وعليه فان المؤشرات المالية تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية التالية⁴:

¹ - حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة باتنة، 2014/2015، ص: 25

² - علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص: 195

³ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 35

⁴ - دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 10، العراق، 2005، ص: 138

- نمو الناتج المحلي الإجمالي: يعتبر من المؤشرات الاقتصادية المهمة التي تقيس حالة النشاط الاقتصادي في الدولة باعتباره يمثل جميع السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد الوطني خلال سنة مالية واحدة.
- نمو عرض النقود (السيولة): تتضح العلاقة بين النقد وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه.
- المؤشر القياسي لأسعار الأسهم لفترة سابقة.
- تغيرات سعر صرف العملة.

ثالثاً: أساليب بناء مؤشرات الأسواق المالية

تمر عملية بناء مؤشر السوق المالي بثلاث مراحل تتمثل هذه المراحل في: اختيار عدد الأوراق المالية المكونة للمؤشر، ثم عملية الترجيح وأخيراً مرحلة حساب المؤشر¹.

1-مرحلة اختيار عدد الأوراق المالية.

2-مرحلة ترجيح الأوراق المالية.

3- مرحلة حساب المؤشر.

وعند بناء المؤشرات المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار العنصرين التاليين:

- **العينة:** نقصد بالعينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، مجموع الأوراق المالية المستخدمة في بناء مؤشر معين، وحتى تمثل هذه العينة أساساً ملائماً لحساب المؤشر، يجب أن تتوفر على الشروط التالية:

✓ **حجم العينة:** كلما كان حجم العينة كبيراً كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق، نظراً لتمثيله أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية؛

¹ - ربيع بوصبيغ العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة ورقلة،

✓ **اتساع العينة:** إذا كان المؤشر يقيس الاقتصاد يجب أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في الاقتصاد، أما إذا كان المؤشر يمثل قطاعا معينا، فيجب أن يتضمن أهم المؤسسات الكبرى المسيطرة على ذلك القطاع¹؛

✓ **مصدر العينة:** والمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، وليس أي مصادر أخرى².

- الأوزان النسبية:

يوجد ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهذه المداخل هي مدخل الوزن على أساس السعر، ومدخل الأوزان المتساوية، ومدخل الوزن على أساس القيمة³. وهذه المداخل هي:

✓ **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.

✓ **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

✓ **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر⁴.

¹ - حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011/2012، ص: 20

² - محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 378

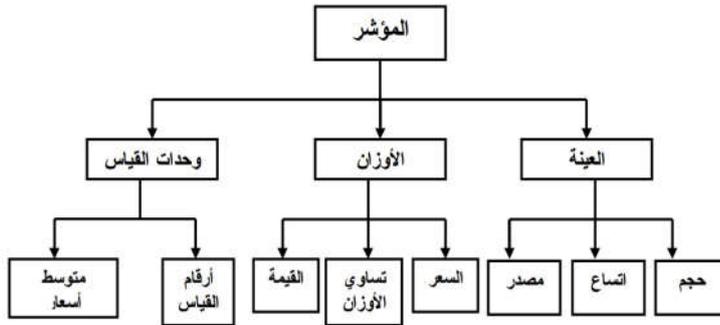
³ - عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 282

⁴ - حسين قبالن، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة سطيف، الجزائر، 2011، ص: 95-96

- معاملات الترجيح: تقصد بمعاملات الترجيح القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، حيث تعبر عن مدى ثقل سهم معين مقارنة بالأسهم الأخرى، وهناك ثلاثة طرق لحساب معامل ترجيح السهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر.
- ✓ الترجيح على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار أسهم المؤسسات الأخرى التي يقوم عليها المؤشر؛
- ✓ الترجيح المتعادل: لا يعطي أهمية لسهم على آخر، وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر؛
- ✓ الترجيح على أساس القيمة: يحسب على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، حيث يتم بإرفاق لكل سهم وزن يتناسب مع قيمة أسهم المؤسسة.

والشكل التالي يوضح لنا أسس استخراج المؤشر كما يلي:

الشكل رقم (3،1): أسس استخراج المؤشر



المصدر: بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة

الاقتصادية، مرجع سابق، ص:7

رابعاً- إجراءات حساب قيمة المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر التي تنتشر في الصحف وفي هذا الصدد هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر وبالنسبة للمجموعة الأولى يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي وفي عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي، وبالطبع ينبغي أن يتعرف المستثمر على طريقة حساب قيمة المؤشر¹.

خامساً: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية

تختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف المؤشرات حسب أساليب بنائها² كما اشرنا سابقاً ونأخذ بعض المؤشرات المالية العالمية.

- مؤشر داو جونز Dow Jones Index:

يعتبر مؤشر داو جونز من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً وتعود بدايات هذا المؤشر إلى عام 1884 عندما بدأت شركة داو جونز في نشر أسعار الشركات الأكثر نشاطاً في منشور يومي، وكان يتم احتساب المؤشر على أساس عينة من أسهم تلك الشركات مكونة من 9 شركات عام 1884 ارتفع عددها إلى 12 عام 1898 ثم إلى 20 عام 1916 ثم إلى 30 عام 1928. وتمثل تلك الأسهم عدد 30 شركة تعتبر اعرق الشركات وأضخمها وأكثرها ارتباطاً بالحالة الاقتصادية العامة وأكثرها تداولاً وعدداً للمساهمين³.

- مؤشر ستاندر اند بورز Standerd and Poors 500 Index: يعبر عن أداء أسعار أفضل

500 شركة يتم تداول أسهمها في جميع القطاعات وتمثل 80% من القيمة السوقية لأسهم بورصة

¹- عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 283

²- عقبة خضير، اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 89

³- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية،

مصر، 2010، ص: 272

نيويورك، منها 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين¹.

- مؤشر البورصة الفرنسية CAC40²:

تعود نشأة المؤشر إلى 15 جوان 1988، حيث يتكون من أكبر 40 قيمة في البورصة الفرنسية، ويحتل ضمن أكبر 100 بورصة من حيث تداول رأس المال في السوق الأولي. وقاعدة مؤشر CAC40 تعادل 1000 نقطة في الأساس في 31 ديسمبر 1987، ويضم هذا المؤشر 212 شركة.

- مؤشر فاينانشل تايمز (FT-SE100):

أنشئ هذا المؤشر عام 1983 للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، وقررت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة³.

- مؤشر نيكاي Nikkei 225:

انه من أهم مؤشرات سوق الأسهم في اليابان، وكان البدء في حسابه في السابع من شهر سبتمبر عام 1950، حيث حل محل المؤشر الذي كان معمولاً به منذ عام 1949، ويتم حسابه بإتباع أسلوب مؤشر داوجونز، ولكن عدد الشركات الداخلة في حسابه يبلغ 225 شركة كما أن هوية تلك الشركات يتم تعديلها من حين لآخر حسب أوضاع تلك الشركات من حيث سيولة أسهمها في السوق ومدى تمثيلها لقطاع الصناعة التي تنتمي إليه⁴.

¹ - جيهان جمال، عالم البورصة، دون مكان النشر، 2008، ص: 43

² - غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012، ص: 129. متاح على الرابط التالي: <https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/6820/1/E0208.pdf>

³ - حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 106

⁴ - طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، مقرر دراسي، كلية الاقتصاد والإدارة، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنيمارك، ص:

- مؤشر سوق الرياض للأوراق المالية:

لقد بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد السعودي، وذلك في 28 فيفري 1985 ويعد هذا التاريخ مهما جدا إذ انه تاريخ تأسيس لحساب المؤشر، إذ عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط. وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية عام 1999 لتصبح 1000 نقطة¹.

- مؤشر EGX 100²:

هو مؤشر سعري مركب، قامت البورصة باحتساب المؤشر بدءا من 01 جانفي 2006، ويتكون من أنشط 100 شركة في البورصة المصرية، وهي:

- الشركات الأنشط وفقا لرأس المال السوقي المرجح والمكونة لمؤشر EGX30 وعددها 30 شركة.

- شركات مؤشر أنشط 70 شركة وفقا لنشاطها وحجم التداول عليها والمكونة لمؤشر EGX70.

يقوم مؤشر EGX100 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي للشركات. ولا يأخذ بعين الاعتبار نسبة التداول الحر، ويتفادى التركيز على صناعة بعينها، ويشمل الأسهم العادية فقط، أما الأسهم الممتازة والسندات فلا يتضمنها المؤشر.

ومع ذلك فإن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة لا تقل كفاءة عن بقية المؤشرات، ويعود ذلك إلى سببين وهما:

- إن القيمة السوقية للأسهم التي تتضمنها مثل العينات الصغيرة تمثل نسبة عالية من القيمة

السوقية للأسهم الذي يمثلها المجتمع الذي سحبت منه العينة.

- أن أسعار الأسهم عادة ما تسير في الاتجاه نفسه صعودا وهبوطا على النحو الذي سبقت الإشارة

إليه، وهذا يعني أن العينة الصغيرة يمكن أن تعكس حالة السوق بصفة عامة³.

¹- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 79

²- المؤشر السعري EGX100 للبورصة المصرية، نشرة، البورصة المصرية، ص: 2-3

³- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 79

المبحث الثاني: ماهية كفاءة الأسواق المالية

كفاءة الأسواق المالية يعني عدالة تقييم الأصول المالية، سرعة استجابة السوق للمعلومات الواردة إليه. فوجود فاصل زمني لاستجابة الأسعار للمعلومات الواردة إلى السوق أدى إلى ظهور عدة أشكال من مستويات الكفاءة. فمن خلال هذا المبحث نحاول إبراز مفهوم كفاءة الأسواق المالية وأنواعها. ثم نتطرق إلى متطلبات الكفاءة وعوامل تحقيقها. ثم نعرض نظرية الحركة العشوائية للأسعار وعلاقتها بالكفاءة.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية وأنواعها

تعد نظرية السوق إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية، ومنذ 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 كفوًا اعتمادًا على مقدار الثقة التي يصفها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة¹. وقد تشير تقلبات أسعار الأوراق المالية إلى عدم عقلانية المستثمرين².

واكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار سبقت بزمن اكتشاف نظرية كفاءة الأسواق المالية ففي سنة 1900 طرح الرياضي Luis Bachoulier هذه الفكرة في دراسة أقامها على سوق السلع. ووجد أنها تقتقد إلى أي ترابط بينها مما يعني أنها تتبع حركة عشوائية، وعلق على ذلك بالقول: "أن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة Fair game، حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق أرباح على حساب غيره³.

وبعدها قام Kendall بدراسة سلوك تغيرات تسعة عشر مؤشر، من مؤشرات أسعار الأسهم الصناعية البريطانية (أسعار قطن سوق نيويورك، أسعار القمح سوق شيكاغو)⁴.

¹ - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 85.

² - Jack Broyles, Financial Management and Real Options, Wiley, 2003, p :61

³ - شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، العدد 10، جامعة

سطيف، الجزائر، 2010، ص: 128

⁴ - Eugene Fama, Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work, Journal of finance, volume 25, issue 2, 1969, p :390, Available at <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>

وتم اقتراح هذا النموذج من قبل M.Kendal في العام 1953م، وذلك من خلال بحث إحصائي قدمه مع Osborne و Roberts إلى جمعية الإحصاء الملكية البريطانية حينما قام بتحليل السلاسل الزمنية التصادفية Stochastic لتغيرات أسعار الأسهم على وفق نموذج احتمالي يكون فيه الوسط صفرا والتباين ثابتا:

$$P_t = P_{t-1} + a \quad a \sim (0, \sigma^2)$$

فيكون الفرق بين السعيرين P_t و P_{t-1} مساويا لسعر ماض زائد متغير عشوائي.

لقد بين M.Kendal بان الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي: الأسواق التي فيها تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمها الطبيعية المقبولة والتي تعكس بدورها بشكل عقلائي كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة. وتتعدل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة¹.

إذا في هذا الإطار نميز عدة حالات مختلفة لمفهوم كفاءة الأسواق حسب وجهة نظر كل متعامل:

- فمن وجهة نظر مقرضي المورد فإن السوق يعتبر كفؤا عندما تقيم أسعار الأصول بطريقة تجعلها معادلة للمعدلات الحدية للمردودية المعدلة للخطر بين جميع المدخرين وجميع المستثمرين؛
- ومن وجهة نظر تشغيلية فإن السوق يكون كفؤا إذا كانت تكاليف المعاملات ثابتة في مستويات تجعل من وسطاء السوق يحققون أرباحا تنافسية؛
- أما من وجهة نظر معلوماتية فإن السوق يحكم عليه بأنه سوق كفؤ عندما تؤخذ أسعار الأصول بالحسبان وفي كل لحظة جميع المعلومات المتاحة بشكل يعكس القيمة الاقتصادية للأصل الضمني².

وقد حاول Fama بناء نظرية للسوق الكفاء من خلال تطوير نموذج عرفه باللعبة العادلة أو نموذج العائد المتوقع.

¹ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء، عمان ، الأردن، 2015، ص: 73 و 74.

² - شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، مرجع سابق، ص: 38

يعتمد هذا النموذج على فرضيات السوق المالي الكفاء وبالتالي فإن أسعار الأدوات المالية تعكس تماما المعلومات المتوفرة في نقطة زمنية معينة، ومن خلال ربط هذه الأسعار بعلاقة العائد والمخاطرة فقد اقترحت الصيغة التالية¹:

$$P_{t+1}^x = P_{t+1} \quad E(P_{t-1} P_t^P)$$

P_{t+1}^x : الفرق بين السعر الفعلي في الزمن (t+1) المتوقع في نفس الزمن كقيمة سوقية فائضة.

P_t^P : السعر المتوقع للأداة عند توفر كافة المعلومات في الزمن t.

أولاً- تعريف السوق المالي الكفؤ:

عرفت كفاءة السوق بأنها صفة السوق الذي تكون به أسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين. وتقاس كفاءة السوق بمدى قدرته على عكس أية معلومات جديدة عن الورقة المالية على سعرها حتى لا يتمكن أحد المستثمرين أن يحقق أي أرباح غير عادية من استغلاله لأية معلومات لم تكن متوافرة لدى غيره من المستثمرين².

وتعرف أيضا كفاءة الأسواق بأنها السوق التي يكون فيها السعر الحالي لكل ورقة مالية تعكس كل المعلومات الحالية، بما فيها العوائد المستقبلية والتي تعود لمالك الورقة المالية³.

والسوق الكفاء للأوراق المالية هي السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية أو المحورية وبحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية ففي ظل السوق الكفاء يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر⁴.

¹ - زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل تقييم أسعار المنتجات المالية - دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 13، جانفي 2015، ص: 39.

² - سليمان موصلي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 2، جامعة دمشق، 2013، ص: 155.

³ - James Bradfield, Introduction to the economics of financial markets, Oxford University Press 2007, p 39

⁴ - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 127.

وفي الحقيقة السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد الاقتصادية بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وللسوق الكفاء دور مباشر، يقوم على حقيقة مفادها انه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم شركة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية¹.

ثانياً- العوامل التي تضعف كفاءة السوق:

هذه العوامل تحول دون تحقيق التخصيص الكفؤ للموارد المتاحة وهي:

- توفر حالة الذعر في السوق: عندما تسود حالة من الذعر بين المتعاملين في السوق لأسباب قد تكون مجهولة، كما حصل يوم 6 اثنين في 19 اكتوبر 1987 عندما أغلق مؤشر داو جونز الصناعي عند مستوى 1738.74 نقطة مسجلاً بذلك انخفاضا قدره 508 نقطة أي بنسبة 21.62% عن مستواه السابق 2247.04 نقطة.

- إطلاق الإشاعات: عندما تسود إشاعات وانطباعات لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تتسبب في إحداث تغيرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية؛

- فشل آلية التصويت: عندما يضعف تأثير استخدام آلية التصويت بشكل يترتب عليه في أحوال كثيرة بقاء الإدارة في موقعها لفترة طويلة، رغم سوء استغلالها للموارد المالية المتاحة للمنشأة².

- مشكلة طبيعة المعلومات من حيث الملاءمة: إن مدى ملاءمة المعلومات تمثل مشكلة حقيقية يصعب تشخيصها فالمعلومات قد تكون ملائمة لمجموعة المستثمرين وغير ملائمة لآخرين. لأن ملاءمة المعلومات نسبية وليست مطلقة لأنها تتعلق بالدرجة الأساسية بقدرات ومهارات التحليل من جانب ومدى وضوح وموضوعية المعلومة من جانب آخر.

- مشكلة التجسس (التلصص): وهي معضلة أساسية أمام كفاءة السوق المالية ويعود سبب ذلك إلى وجود ما يسمى المطلعين من غير متخذي القرارات، الذين يتلصصون على المعلومات بهدف تحقيق عوائد إضافية مما يعطي مؤشراً غير واضحاً عن كفاءة السوق؛

¹ - مناضل عباس حسين الجواربي، محسن عبد الله الراجحي، السيد مشكور حنون كاظم، الأسواق المالية على المستويين العربي والعالم، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 24، العراق، 2009، ص:14.

² - ضياء مجيد، اليورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 12 و 13.

- مشكلة ضربة الحظ أو الفرصة المتاحة: حيث يلعب الحظ في بعض الأحيان دورا كبيرا في اكتساح السوق، فقد يلعب الحظ لدى بعض المستثمرين في تحقيق عوائد لا تستند على عملية تحليل المعلومة ولكن مثل هذه الحالات لا تستمر، وان حدثت فإنها قد تعطي انطبعا خاطئا عن عدم كفاءة السوق وبالتالي إخفاء هذه الحقائق تعد مشكلة أمام المتعاملين بالسوق¹.

ثالثا- أنواع كفاءة الأسواق المالية:

تتباين درجة كفاءة السوق المالي وفقا لنوعية المعلومات المتاحة وحسب Eugène Fama، يمكن تقسيم هذه المعلومات المتاحة في السوق المال إلى ثلاث مستويات، معلومات تاريخية تتعلق بالماضي، معلومات جديدة متعلقة بالوقت الحاضر، ومعلومات تتاح فقط لمجموعة من المتعاملين (معلومات داخلية) وانطلاقا من هذه المستويات الثلاثة نميز بين ثلاث مستويات لكفاءة السوق المالي².

1- الشكل الضعيف لكفاءة السوق:

تتضمن هذه الصيغة للفرضية إطارا محتواه أن أسعار الأصول الرأسمالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المادة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر³.

ويفترض المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوق الذي يسمى أيضا بـ **نظرية الحركة العشوائية للأسعار**، أن المعلومات التاريخية مثل (أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة) والتي تسمى بالمعلومات السوقية التاريخية التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر في سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها بعضا ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار لأن التغير في السعر

¹ - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 87 و88.

² - حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة إلى المنتدى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، ص: 8.

³ - بلجبلية سمية، إثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة قسنطينة، 2010، ص: 37.

من يوم إلى آخر لا يسير على نمط واحد¹. لأن الأسعار تتضمن فقط المعلومات التاريخية للأسعار الأوراق المالية وعوائدها².

2- الشكل المتوسط لكفاءة السوق:

حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية والاقتصادية في الدولة والصناعة والمنشأة. ويعني هذا أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالي لن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات وبذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره، وتتحقق الأرباح فقط قبل وصول هذه المعلومات³. إلا أنه تجدر الإشارة هنا، قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات⁴.

3- الشكل القوي لكفاءة السوق:

يقتضي الشكل القوي لكفاءة السوق بأن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه، مثل المعلومات المتاحة لإدارة المؤسسة وكبار العاملين فيها، والمعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة مستشاري الاستثمار في السوق⁵.

¹ - سليمان موصللي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 156.

² - John Y.Campbell, Andrew W.Lo, A.Craig Mackinlay, **The Econometrics of financial markets**, Princeton university press, 1997 p22

³ - محمد الصيرفي، **البورصات**، مرجع سابق، ص: 34.

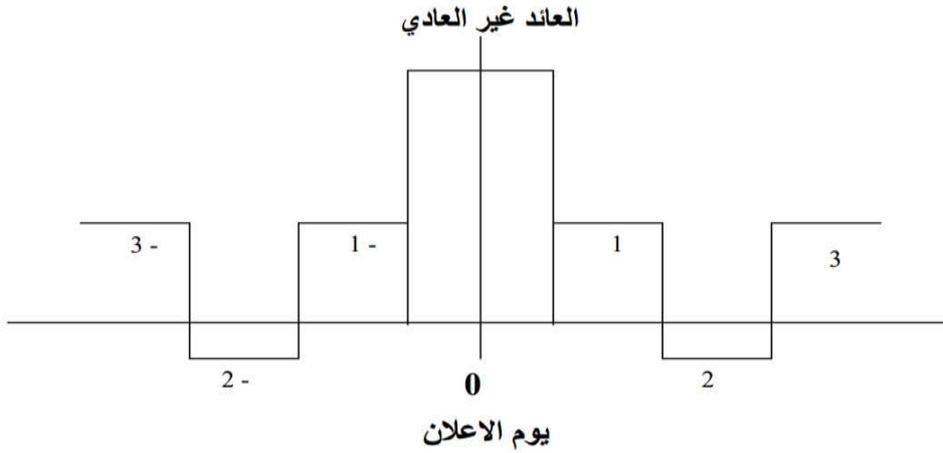
⁴ - حاكم محسن محمد، عدي عباس عبد الأمير، **تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية**، العدد 174، الإصدار 11، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، العراق، 2014، ص: 119.

⁵ - سليم جابو، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص: 79.

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفاء يكون على مستوى الفرض الأقوى أو المتوسط القوة، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة. مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحدياً للمتهنين حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم، ونقصد بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التي تحول دون ذلك¹.

ويمكن توضيح انعكاس المعلومات المتعلقة بنشر القوائم المالية لحظياً على أسعار الأسهم بالشكل التالي:

الشكل رقم (3،2): لحظة انعكاس المعلومات على أسعار الأسهم



المصدر: شفيقي نوري موسى، جيهان ونس عبد العزيز، اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 33، العراق، 2012، ص: 163

يشار إلى يوم الإعلان عن نشر القوائم المالية بيوم الصفر، وتمثل الأرقام 1، 2، 3، الأيام التي تلي يوم نشر القوائم المالية، أما الأرقام -1، -2، -3، فتتمثل الأيام التي سبقت نشر القوائم المالية.

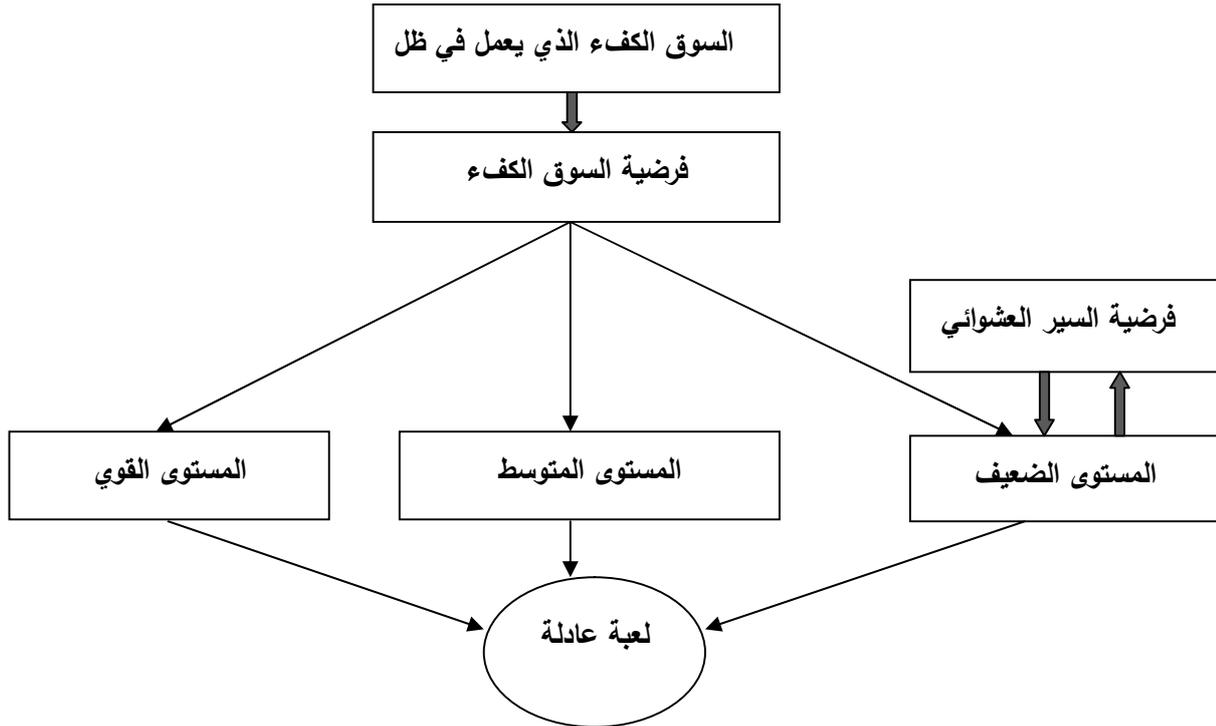
ووفقاً لنظرية كفاءة السوق المالي على المستوى شبه القوي فإن المعلومات المتعلقة بنشر القوائم المالية يفترض أن تنعكس على أسعار الأسهم في اليوم صفر، أي في نفس يوم الإعلان عن نشر القوائم المالية،

¹ - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2010/2009، ص: 151.

وبالتالي سوف لا تكون هناك فرصة أمام أي من المستثمرين في تحقيق أرباح غير عادية باستخدام مثل تلك المعلومات في الأيام اللاحقة¹.

والشكل التالي يوضح علاقة فرضية السوق الكفاء باللعبة العادلة كما يلي:

شكل رقم (3،3): علاقة السوق الكفاء باللعبة العادلة



المصدر: حاكم محسن محمد، عدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم، مرجع سابق، ص: 118.

كذلك فإنه في مجال كفاءة الأسواق المالية يتم التمييز بين أنواع من الكفاءة وهي:

¹ - نفس المرجع، ص: 163

1- الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال:

وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم، مهما صغر حجمها، بسهولة ويسر نسبيا، مما يعني قابلية الأوراق المالية للتجزئة؛
- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجود في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة؛
- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛
- تمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة¹.

ومنه يمكن القول حتى تتحقق الكفاءة الكاملة يجب توفر ثلاث عناصر أساسية²:

- عدم وجود تكاليف المعاملات.
- مجانية المعلومات.
- توفر السيولة.

2- الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول بعض المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية لسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون بين القيمتين فرقا كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل³.

¹ - صلاح حسن، البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية، ط1، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2011، ص: 165

² - Christophe Barraud, **De l'efficience des marchés financiers à la finance comportementale**, Techniques et recherche, Analyse Financière, N35

³ - حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية، مرجع سابق،

3- الكفاءة التبادلية:

تتصل الكفاءة التبادلية بتكاليف التبادل وهي عمولات الوسطاء والعلاقة بين الكفاءة وهذه التكاليف علاقة عكسية فكلما انخفضت هذه التكاليف كلما ارتفعت الكفاءة التبادلية للسوق والعكس صحيح.

4- الكفاءة الهيكلية:

ويقصد بها عدد المشاركين في السوق أو المتعاملين فيه فإذا زاد عددهم بحيث لا يكون بوسع احدهم التأثير على الأسعار في السوق كان ذلك دليلاً على تفاعل قوى العرض والطلب في سوق تسوده المنافسة وتتحقق من خلاله أفضل فرص البيع والشراء، وزادت درجة الكفاءة الهيكلية للسوق¹.

5- الكفاءة الإعلامية:

وتعرف الكفاءة الإعلامية مثل السرعة والدقة التي تعكس أسعار السوق معلومات جديدة. تتسم بالكفاءة فيما يتعلق بمجموعة من المعلومات إذا كان من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية من خلال التداول على أساس من هذه المجموعة من المعلومات. ويمكن تحقيق التوازن باستخدام المعلومات المسبقة نتيجة لحقيقة أن جميع المعلومات المتاحة في أي وقت هي تنعكس بالكامل في الأسعار الحالية².

رابعا- طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للسوق الكفاء:

لقد وضع Sharp and Alexander عام 1990 هذه الأشكال ضمن مجاميع المعلومات وتم تصنيفها من حيث السعة والشمول، أي من المجموعة الأضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى المجموعة الأوسع والأشمل للمعلومات والخاصة بالشكل القوي³، حيث أن هذه الصيغ الثلاث تكون متداخلة مع بعضها البعض، والشكل التالي يوضح العلاقة بين أنواع الثلاثة من الكفاءة خلال فترة زمنية معينة.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009، ص: 77 و 78

² - مهدي عطية موحى الجبوري، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، العدد 4، العراق، 2014، ص: 786

³ - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، البازوري، عمان، الأردن، 2010، ص: 49.

الشكل رقم (3،4): طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للسوق الكفاء



المصدر: عدي عباس عبد الأمير الكريطي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق، مذكرة ماجستير،

تخصص: إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كوفة، العراق، 2013، ص: 63

المنحنى الغامق يوضح التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقية ليؤشر بذلك المستوى الضعيف (ف.ص.الضعيفة)، في حين أن المنحنى المنقط يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدا بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليؤشر بذلك المستوى شبه القوي للسوق (ف.ص.شبه القوي). أما الخط المستقيم يشير إلى أن التباين يكاد يكون معدوماً (يساوي الصفر) بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية، لذلك يطلق على السوق المالي الذي يصل إلى هذا المستوى بالسوق قوي الكفاءة والذي تكون فيه الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة في حالة توازن مستمر لتساوي هذه الأسعار مع قيمها الحقيقية¹.

والسوق المالي الكفاء هو ذلك السوق الذي تتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقديم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون المعلومات متوفرة للجميع (المقترضين - المدخرين) وبأقل التكاليف، ولهذا فإن السوق المالية تعد كفاءة إذا ما استجابت أسعار الأسهم والمؤشرات الأخرى وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه سواء كانت هذه المعلومات سياسية أو مالية أو اقتصادية أو أي

¹ - نفس المرجع، ص: 62 و 63

أحداث أخرى يضاف إليها السجل التاريخي لسعر الأسهم في الأيام والأسابيع والسنوات المالية والتي من شأنها أن تغير نظرة المتعاملين إلى الجهة المصدرة للسهم¹. كما بينا سابقا.

المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة في الأسواق المالية وعوامل تحقيقها

تسعى الأسواق المالية جاهدة للوصول إلى درجة من كفاءة أسواقها، فعليها توفير مطلبين أساسيين وهما:

أولا- الكفاءة التسعيرية:

ويطلق عليها بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة -أي دون فاصل زمني كبير- بما يجعل الأسعار السوقية تحقق شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المتوفرة للمستثمرين بتكلفة زهيدة ومناسبة لتقييم السهم، بما يعني إتاحة الفرصة لجميع المتعاملين للحصول على تلك المعلومات²، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمنزلة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، إلا انه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا استثنائية أو غير عادية أمرا صعبا في مثل هذا السوق، فانه ليس بالأمر المستحيل³.

ثانيا- الكفاءة التشغيلية⁴:

ويطلق عليها الكفاءة الداخلية، ويقصد بها، قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمرسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق، فرصة لتحقيق هامش ربح كبير. وبذلك فان كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

¹ -عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية

دراسة قياسية للمدة 1990-2010)، مرجع سابق، ص: 203

² -حسام مسعودي، واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية، مرجع سابق، ص: 37

³ -عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء، عمان، الاردن، 2010،

ص:210

⁴ -حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية،

العدد27، مارس 2004، ص: 10

ومن العوامل التي تنشط السوق المالي ما يلي¹:

- انخفاض القيود على المعاملات، وكذا تكاليف الحصول على المعلومات، مما يجعل أغلب المتعاملين يحصلون على المعلومات ويعقدون الصفقات؛
- وجود أسواق موازية للسوق الرسمية، كالسوق الثالث والرابع في الولايات المتحدة الأمريكية، والسوق غير الرسمية في فرنسا، حيث تساهم في رفع كفاءة التشغيل، لأنها تسهل على المؤسسات التي لا تتوفر على شروط الدخول إلى السوق الرسمية (المنظمة) الحصول على تمويلها من هذه الأسواق، كذلك نتيجة لكثرة هذه الأسواق يزداد التنافس بين صناع السوق وبيوت السمسرة، مما يؤثر على تخفيض تكاليف المعاملات؛
- التشريعات القانونية التي تدعم هذا المطلب من الكفاءة، وكمثال على هذه التشريعات تلك التي تخص تحرير عمولة السمسرة وجعلها محل التفاوض بين صناع السوق وبيوت السمسرة ومختلف المتعاملين مما يؤدي إلى زيادة التنافس وبالتالي انخفاض هذه الأخيرة (عمولة السمسرة) بشكل محسوس. كذلك من التشريعات التي ساهمت في رفع كفاءة التشغيل، السماح للمؤسسات التسجيل في أكثر من سوق مالي.

ثالثاً - عوامل تحقيق الكفاءة:

لقيام سوق مالي نامي وقومي يعمل على توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي المرغوب، يتطلب مجموعة من الشروط والعوامل الضرورية، يمكن إيجازها بما يلي:

- 1- إنشاء هيئة للأوراق المالية بهدف توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية، وحماية الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع².

ومن الأهمية بمكان التأكيد على أن تتمتع الهيئة المالية المشرفة على إدارة السوق المالي بالاستقلال المعنوي عن الحكومة، بوصف الأخيرة سلطة تشريعية ورقابية يجب أن لا تتفد صلاحياتها إلى التدخل أو

¹ - شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 124.

² - يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 42، العراق، 2014، ص: 126.

حتى التأثير في آلية عمل السوق المالي، وان يقتصر عملها فقط على مراقبة نشاط السوق كي يضمن بقاء الوضع التنافسي لعمليات التداول وحركة الأسعار، وترك مسؤولية إدارة السوق المالي إلى الهيئة المعنية بتسيير زمام الأمور الإدارية والتنظيمية وإصدار التعليمات التي من شأنها أن تحافظ على تنفيذ القوانين المحددة في اللائحة الداخلية للسوق المالي وتضمن الوضع التنافسي بعيدا عن بيروقراطية السلطة الحاكمة¹.

2- إلغاء مشتريات التغطية الهامشية واشتراط تغطية نسبتها 100% الأمر الذي يعني أن المشتريات من الأوراق المالية تصبح نقدية، فتزول كافة الخيارات والامتيازات المتاحة في صورة خيارات شرائية وخيارات بيعية كانت تسمح للمضارب أن يتخذ وضعا في السوق المالي مع المخاطرة بمبلغ قليل²؛

3- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية؛

4- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة؛

5- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة؛

6- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق ويؤمنون سوقا مستمرة ونشيطة في الأسهم؛

7- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول؛

8- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛

9- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وان يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة³.

1- بشير هادي عودة، زهرة حسن عباس، مصطفى مهدي حسين، الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح، مجلة دراسات

إدارية، المجلد 2، العدد 4، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، 2008، ص: 168

2- حسين بني هاني، الأسواق المالية، ط1، دار الكندي، الأردن، 2014، ص: 34.

3- يوسف مسعدوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مرجع سابق، ص: 126 و 127.

إلا أن هناك عوامل تنقص من كفاءة السوق المالي نذكر منها¹:

- التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين؛
- عدم كفاية المعلومات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، وتفسح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذا تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة؛
- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدثت مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق؛
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية ببيع وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تتجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية.

المطلب الثالث: الحركة العشوائية للأسعار وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية

تعود بداية الاهتمام بفكرة كفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بفرضية السير العشوائي Random walk Hypothesis إلى Jules Regnault، فقد قادته خبرته المهنية وملاحظاته الدقيقة لسلوك التغيرات السعرية إلى رصد الخصائص العامة لسلوك تلك التغيرات. وقد أكد من خلال كتابه الموسوم - حساب الحظوظ وفلسفة البورصة- على حقيقة رياضية هامة، وهي أن التغيرات السعرية لأذونات الخزينة الفرنسية المتداولة في بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من ماي 1825 إلى أكتوبر 1862 تسلك سلوكا شبيها بسلوك السير العشوائي² Random Walk.

¹- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2014/2015، ص: 19

²- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الاسعار في اسواق الاوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، اطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2015، ص: 73 و 74.

وقد خلصت النتائج التي توصل إليها Louis Bachelier أن التعاقد على صفقة بسعر معين في سوق العقود المستقبلية، فإن التقدير غير المتحيز للسعر الذي سبق أن أبرمت به الصفقة وبما أن الأساس الذي تقوم عليه فعالية السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، عن طريق تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وذلك لأجل أن تكون الأسعار في النهاية تعكس كامل المعلومات المتوفرة، وبما أن المعلومات قد تكون سارة أو غير سارة، وترد في أي وقت وفي نمط غير منظم، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع اتجاه حركة الأسعار في السوق¹.

ويعتبر Fama صاحب نظرية كفاءة الأسواق²، وهذا عندما قدم دراسة سنة 1965 تدل على صحة فرضية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية من خلال قياس عشوائية أسعار الثلاثين سهما المسجلة بمؤشر داو جونز لمدة خمس سنوات للفترة ما بين 1956 إلى 1961، وقد تم احتساب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية من يوم إلى عشرة أيام، وقد كانت نتيجة القياس أن معاملات الارتباط قريبة من الصفر في معظم الأحوال (حوالي 0.03) وكانت تقل كلما زاد الفاصل الزمني المستخدم، وهذه النتيجة تؤكد التحرك العشوائي لأسعار الأسهم، وبناء عليه لا يمكن لأي مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين إستراتيجية يحقق من خلالها أرباحا غير مبررة³.

وموضوع الكفاءة عولج من قبل ثلاث تيارات او مدارس هي:

- المدرسة الامبيرية أو النفعية.

- المدرسة النظرية او مقارنة التضعيف الحصري.

- تيار عدم تماثل المعلومات.

رائد التيار الاول Louis Bachlier، ويمثل Fama المدافع الأول عن المدرسة النفعية، حيث يقدم هذا التيار تعريفا تطوريا للكفاءة.

¹ - عبد الجبار سهيلة، السلامي اسماء، اثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي، مرجع سابق، ص: 216.

² - Chiny Faycal, Mir Ahmed, **Test de l'efficience du Marché Financier Marocain**, Global Journal of Management and Business Recherche :Finance, Volume 15 ,Issue 2, version 1.0, years 2015

³ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سابق، ص: 106.

والتيار الثاني الذي يمثله Paul Samuelson الذي يدافع عن مدلول التوقعات الرشيدة. والتيار الثالث وهو نظري وقد بدأ مع مقال Grossman وتطور في منتصف التسعينات مع ما يعرف بـ Paradoxes¹ de grossman- Stiglitz.

أولاً- المعلومات وعلاقتها بكفاءة السوق المالي

تعتبر المعلومات عنصراً حاسماً من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دوراً بارزاً، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة. وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالمجان أو بتكلفة قليلة، وحتى في الحالات التي يعتبر فيها مصدر المعلومات مكلفاً نسبياً².

وللمعلومات أهمية كبيرة في حقل الأسواق المالية، والأسباب التي تزيد من أهميتها أهمها³:

- الأسواق المالية لها درجة حساسة عالية لكل ما يتعلق بالتطورات في القطاعات الاقتصادية المحلية، بل إن الأمر لا يقتصر على الاقتصاد المحلي وإنما يمتد إلى الاقتصاد الدولي، أن التطورات في الاقتصاد الدولي تظهر آثارها في الأسواق المالية على نحو أسرع من القطاعات الأخرى؛
- الأسواق المالية بها درجة عالية من الخطورة، وسبب هذه الخطورة يكمن في نوع السلع موضع التبادل وفي التطورات السريعة في هذا السوق وفي الآثار التي تنترب على هذا السوق؛
- بعض التوقعات في هذا السوق تستند إلى عناصر موضوعية، ولكن قد تكون توقعات أخرى كثيرة وخطيرة لا تستند إلى عناصر موضوعية؛

¹ - هني محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة "دراسة حالة بورصة المغرب والكويت"، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2012، ص: 54

² - محمد بن بوزيان، لحسين جديدين، بن امر بن حاسين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، جامعة ورقلة، 2013، ص: 254 و 255.

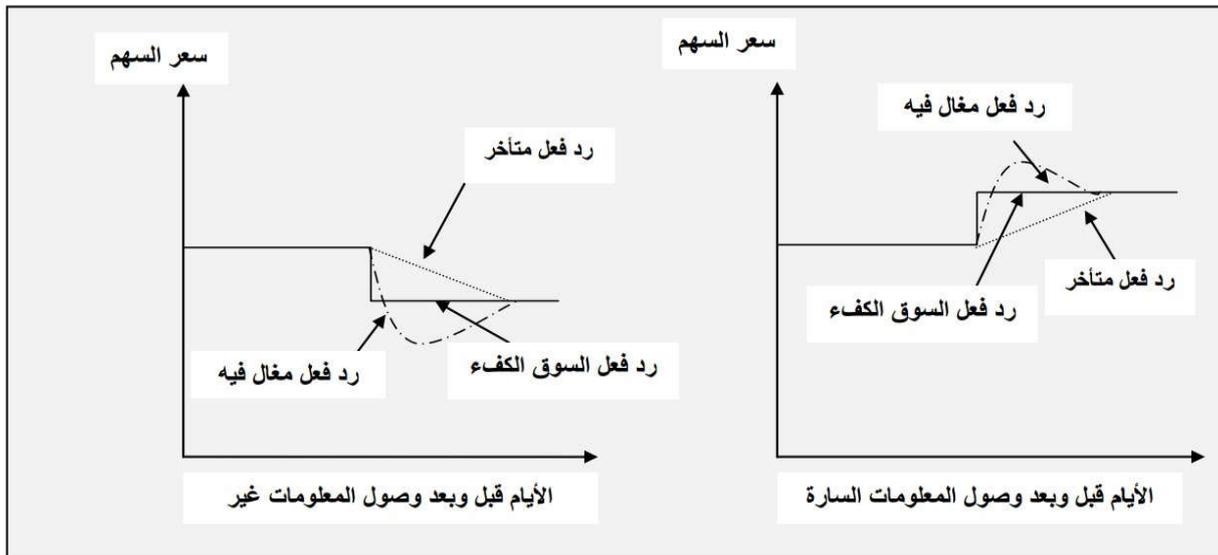
³ - عامر كمال، نظرية التوقعات الرشيدة وكفاءة أسواق المال، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 2، العدد 11، جامعة خميس مليانة، مليانة، 2014، ص: 136 و 137

- يستهدف المتعاملون في هذا السوق الحصول على ربح، وقد يكون المستهدف هو الربح السريع دون الحكم على ذلك أي على سرعة الحصول على ربح فان هذا يتطلب معلومات تستند إليها القرارات السريعة؛
- هذا السوق يتعلق بالاستثمارات، ومن المعروف في الأدبيات الاقتصادية أن الاستثمار فيه جزء يتعلق بالحالة النفسية. وهذه الفكرة تعمقت منذ أن ظهرت آراء كينز على وجه الخصوص هذه الحالة النفسية مع أنها غير موضوعية إلا أنها تحتاج إلى معلومات؛
- نوع السلع موضع التبادل في هذه الأسواق وآليات التعامل فيه تتيح درجة عالية من المضاربات، والمضاربات تحتاج إلى معلومات سريعة وفورية.

والشكل التالي يوضح حالة السوق في حالة ورود أخبار سارة وغير سارة إلى السوق

الشكل رقم (5،3): حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في حالة ورود معلومات سارة وغير

سارة



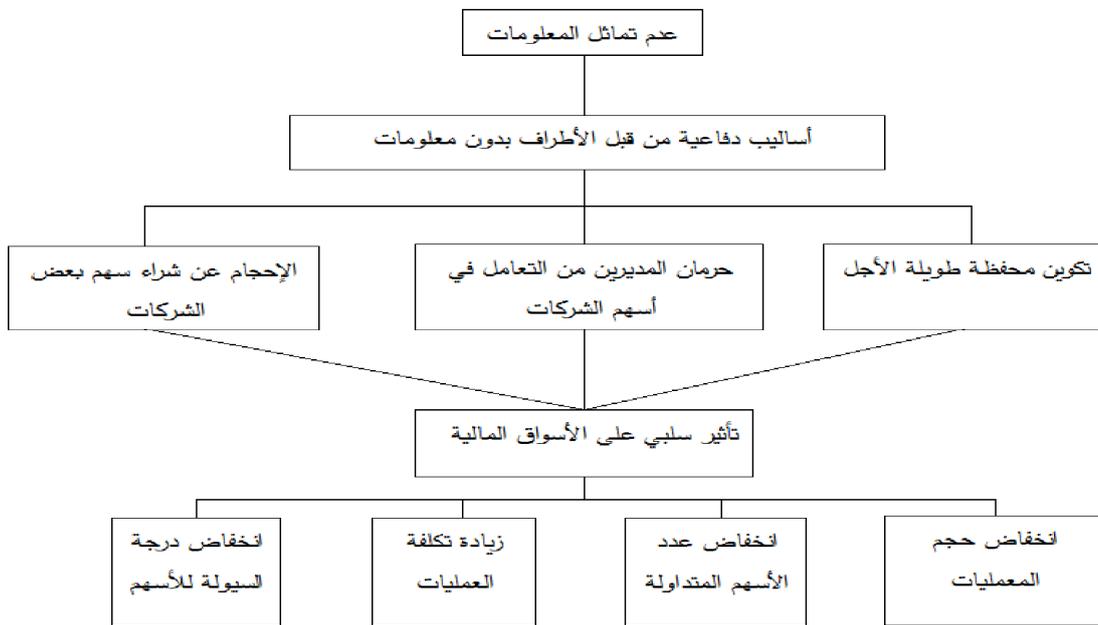
المصدر: عقبة خضير، اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:81

فمفهوم كفاءة الأسواق المالية يعتمد بشكل كبير على الإفصاح والشفافية في جميع المعلومات المحيطة بالسوق وأدواته، بدءاً من سوق الإصدار إلى سوق التداول، فتوافر المعلومات عن أسعار الأسهم والقوائم المالية للشركات، وسهولة الحصول على تلك المعلومات وتحليلها، تؤدي إلى سيولة السوق وتكافؤ الفرص فيه، وتكافؤ المنافسة وحماية ثروات الأفراد وكلما كانت المعلومات متاحة لدى الأفراد والمؤسسات والمتعاملين في السوق، أدى ذلك إلى زيادة الثقة في الأوراق المالية المعروضة، وسهولة اتخاذ قرارات المتاجرة واستفادة جميع الأطراف¹.

في حين قد يؤدي عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في الأسواق المالية، إصدار معلومات من جهة معينة نحو عدة أطراف أخرى ولكن لا تفهم بنفس الأسلوب، حيث يكون هذا الغموض أو الخطأ في الفهم مقصوداً من قبل جهة إصدار المعلومة²، مما يحدث تأثير سلبي على الأسواق المالية .

والشكل التالي يبين أثر عدم تماثل المعلومات على الأسواق المالية.

الشكل رقم(3،6): اثر عدم تماثل المعلومات على السوق المالية



المصدر: نفس المرجع، ص: 29

¹ - منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، ط1، دار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2007، ص: 30.

² - حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مرجع سابق، ص: 29

وينقسم الإفصاح من حيث نوع البيانات إلى إفصاح مالي حيث يتم نشر المعلومات المبينة للمركز المالي للشركة في وقت معين وإلى إفصاح غير مالي حيث يتم نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة وحجم إنتاجها وموقفها بالنسبة للقطاع الإنتاجي الذي تنتمي إليه وخططها التسويقية ونوع المنتج إلى غير ذلك من البيانات كما تشمل البيانات المتعلقة بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم وتاريخهم المهني. كما ينقسم الإفصاح من حيث العنصر الزمني والتوقيت إلى إفصاح دوري وإفصاح فوري وإفصاح شامل عند الدعوة للمستثمرين للاكتتاب العام أو الاكتتاب الخاص من خلال إعداد ما يسمى بنشرة الاكتتاب أو بمذكرة المعلومات¹.

ومنه نستنتج أن الإفصاح ينقسم بكافة أنواعه إلى ما يلي²:

- إفصاح مالي: يقتضي نشر المعلومات التي تعكس المركز المالي للشركة في وقت معين.
- إفصاح غير مالي: يتضمن نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة وحجم إنتاجها وموقعها في القطاع الذي تنتمي إليه وخططها التسويقية ونوع المنتج.
- إفصاح فوري: ويتمثل في الإفصاح الآني عن كافة الأحداث الجوهرية الطارئة.
- إفصاح دوري: ويعني نشر المعلومات المالية بصفة دورية حسب ما تنص عليه اللوائح الداخلية للسوق.

ثانياً - علاقة سيولة الأسواق المالية بكفاءة السوق:

عندما تتمتع السوق بكفاءة عالية فإنه من المتوقع أن يكون حجم التداول فيها واسعاً، ويتكافأ منخفضة مع وجود نسبة محدودة من المخاطر وذلك بفعل ما تملكه هذه السوق من إمكانية واسعة لعرض المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية، وعن أوضاع الشركات المساهمة وعلى المتعاملين جميعهم مع هذه السوق. فضلاً عن أن الأرباح الغير اعتيادية تتعدم فيها، وتبقى الأرباح الاعتيادية، ومن ثم لا يستطيع القلة من المتعاملين التأثير في قوى السوق، وإن ذلك يعمل على زيادة حجم التداول في الأوراق

¹ - اشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، أوراق هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 26، متاح على الرابط التالي:

<http://eifa.co/uploads/docs/1342167274investment.pdf>

2- عبد القادر عيادي، أثر الإفصاح المحاسبي على الأسواق المالية الناشئة الدروس المستفادة بالنسبة للجزائر، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، يومي 17 و18 نوفمبر 2015، جامعة سكيكدة، الجزائر ص: 11

المالية التي تصاحبها زيادة في درجة سيولة السوق، ويعكس ذلك في حالة وجود تكلفة مرتفعة للمتعاملين في السوق التي تنطوي على وجود مخاطر كبيرة مع عدم المعرفة التامة بمتغيرات السوق بسبب قلة المعلومات الخاصة بها وسينعكس ذلك بصعوبة تداول الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يعني محدودية حجم التداول وانخفاض درجة السيولة التي يوفرها السوق في الاقتصاد¹.

ولكن على الرغم من أن سيولة الأوراق المالية تسهم في النمو الاقتصادي إلا أنه في بعض الحالات الاستثنائية قد تكون عائقاً للنمو الاقتصادي وذلك للأسباب التالية:

- زيادة العائد على الاستثمار قد تؤدي إلى تخفيض معدلات الادخار؛
- خفض درجة عدم التأكد المصاحبة للاستثمار تؤدي إلى خفض معدلات الادخار من أجل الاحتياط؛
- زيادة السيولة قد تضعف من الحافز على الرقابة على أداء الشركات².

ثالثاً- التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية:

أظهرت أعمال شيلر وجود تذبذبات مفرطة غير مؤقتة في حركة أسعار الأصول المالية بعيدة عن قيمها الحقيقية، وهذا يتناقض مع ما قاله "قاما" من أن الأسعار قد تبتعد مؤقتاً عن القيم الحقيقية وبشكل طفيف لكن سرعان ما يتم تصحيحها، وأشد أوقات التذبذب هي فترة الأزمات التي يعتبرها حوادث مؤقتة وشاذة وليست إلا نتيجة سلوك غير عقلاني عابر، كما أثبتت العديد من الدراسات الاقتصادية وجود تشوهات لا يمكن تفسيرها وفق نظرية الكفاءة من أهمها وبرز الانحرافات الملاحظة³، وهي:

¹ - ايمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مرجع سابق، ص: 120.

² - سمير شرف، اسماعيل شعبان، هدى اسبر، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، سوريا، 2009، ص: 4.

³ - جديدين لحسن، مراد اسماعيل، اثر سلوك المستثمرين على عوائد الاستثمار في الأوراق المالية -دراسة بورصة عمان 2014-2016، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، يومي 14 و15 افريل 2016، جامعة المسيلة، ص: 4.

- **أثر بداية ونهاية الأسبوع:** حيث أثبتت دراسة كل من فرانكس 1980 وهاس 1981 أنه يوجد فارق في العوائد اليومية للأوراق المالية، اتضح أنها سالبة يوم الاثنين وموجبة في نهاية الأسبوع، وهذا كون أن المستثمر يلجأ إلى الشراء يوم الاثنين عند ساعة الإقفال ويقوم بالبيع يوم الجمعة عند الإقفال ما يحقق له عوائد موجبة.
- **أثر بداية السنة (أثر جانفي):** حيث ثبت لفترات طويلة أن أسعار الأصول تعرف تحركات غير طبيعية ما بين ديسمبر وجانفي، هذه التحركات يمكن التنبؤ بها وهذا ما يتعارض مع نظرية كفاءة الأسواق المالية، وقد نسب الاقتصاديون هذا الأثر إلى اعتبارات جبائية حيث أن المستثمرين يلجؤون إلى الشراء قبل نهاية ديسمبر وإعادة البيع في جانفي لتحقيق أكبر العوائد ومن أجل تقليص الوعاء الضريبي¹.
- **أثر الشهور والأيام** فقد بينت الدراسات أن الأسعار تميل إلى الارتفاع عشية أيام العطل، وأيام الأربعاء، والأمر ذاته بالنسبة للأشهر إذ ترتفع الأسعار خلال 15 يوم الأولى من كل شهر وتنخفض في 15 يوم الأخيرة، ويمكن للمستثمرين العقلانيين تحقيق أرباح غير عادية².
- **أثر الزخم:** لوحظ على مستوى سوق المال بأن الأسهم التي شهدت أسعارها ارتفاعا في الماضي تميل إلى إعطاء أفضل العوائد في المستقبل والعكس، وهذا يعد خرقا لنظرية الكفاءة لأنه في السوق الكفؤ من المستحيل أن تتبع أسعار الأسهم نمطا محددًا لأنها تسلك سيرورة عشوائية.
- **أثر إدماج ورقة مالية جديدة في مؤشر السوق:** من خلال دراسة Shleifer سنة 1986 للأثر الناتج عن إضافة ورقة مالية إلى عينة مؤشر الأسعار يقتضي بأن سعرها يرتفع بمجرد إضافتها للعينة، حيث يمكن أن يصل هذا الارتفاع إلى نسبة 3 بالمائة وهذا لا يتوافق مع نظرية كفاءة السوق والتي تنص على أن الأوراق المالية المتداولة في نفس السوق تكون متماثلة وتشكل بديل أمثل فيما بينها³.
- **أثر الحجم (Size effet):** أشارت فرضية كفاءة السوق إلى أن أسعار الأسهم السوقية تعكس وبسرعة المعلومات المتوفرة، ومن خلال هذا المفهوم، يجب أن لا يكون هناك اختلاف بين عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وعوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وذلك كون المعلومات تتعكس أولا

¹ - إيمان بن السراج، عفاف بشيري، أسواق المال بين النظرية المالية الحديثة والمالية السلوكية، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، يومي 14 و 15 افريل 2016، جامعة المسيلة، ص: 10

² - جديدن لحسن، مراد اسماعيل، مرجع سابق، ص: 5

³ - إيمان بن السراج، عفاف بشيري، أسواق المال بين النظرية المالية الحديثة والمالية السلوكية، الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، يومي 14 و 15 افريل 2016، جامعة المسيلة، الجزائر، ص: 10

بأول على أسعار أسهم جميع الشركات بغض النظر عن حجمها، ولكن العديد من الدراسات والأبحاث والتي أجريت على الأسواق المالية العالمية أشارت إلى وجود عدد من الانحرافات (Anomalies) بالنسبة لسلوك أسعار الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بالاعتبار¹.

¹ - شقيري نوري موسى، وليد أحمد الصافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطرة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، العراق، 2009، ص: 231.

خلاصة الفصل

من خلال عرضنا لكفاءة الأسواق المالية، اتضح لنا أن نظرية كفاءة الأسواق المالية، قديمة تعود إلى بدايات القرن العشرين. واستطاع Fama أن يضع نظرية السوق الكفاء. ويصنف كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاثة أشكال رئيسية وهي الشكل الضعيف للكفاءة، الشكل المتوسط للكفاءة، والشكل القوي للكفاءة.

وتم اكتشاف أن هناك عوامل تضعف من كفاءة السوق المالي، كالإشاعات، وطبيعة المعلومات... الخ. ونتيجة البحوث المتواصلة ظهرت أنواع أخرى من الكفاءة، كالكفاءة الإعلامية، الكفاءة الهيكلية وغيرها. والسوق الكفو هو السوق الذي تكون فيه الأوراق المالية مقيمة بالسعر العادل، أي تعكس أسعارها جميع المعلومات.

وتأتي المؤشرات المالية لتعطي انطبعا حول أداء السوق، واتجاه أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي.

الفصل الرابع

دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها
بالنمو الاقتصادي

تمهيد الفصل

لقد أخذ في الآونة الأخيرة موضوع الأسواق المالية، اهتمام حكومات الدول العربية، وهذا نتيجة تأثر كثير من اقتصاديات دول العالم بالأسواق المالية، خاصة المتقدمة منها. فهذا ما أدى بها إلى بذل مزيد من الجهود للاستفادة من الدور الذي تؤديه في الاقتصاد، ولما تحققه من دعم للنمو الاقتصادي.

إلا أن النتائج المرجوة منها لم ترقى إلى مستوى تطلعات هذه الدول العربية. فالأسواق المالية العربية لا تزال تعاني الكثير من التحديات لرفع من أدائها، فهي تعاني من ضعف الأنظمة والقوانين المنظمة للسوق،... وغيرها.

وفي الحقيقة لا يمكن وضع هذه الأسواق في مستوى واحد من الأداء، فهناك من الأسواق أخذت أشواطاً متقدمة مقارنة بالأسواق الأخرى. وهذا نتيجة اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية التي تمر بها. ففي هذا الفصل تم اختيار سوقين ماليين، السوق المالية السعودية، والسوق المالي البحريني. فقمنا بدراسة كفاءة هذين السوقين على المستوى الضعيف. وعلاقتها بعملية دعم النمو الاقتصادي. وعليه تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث وهي:

المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية العربية ومميزاتها

المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية

المبحث الثالث: اختبار كفاءة سوق المال البحريني والسعودي وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية العربية ومميزاتها

تعد الأسواق المالية العربية حديثة النشأة مقارنة بمثيلاتها لدى الدول المتقدمة، ما عدا السوق المالية المصرية. ونتيجة التوجه نحو النظام الرأسمالي، كان لزاما عليها إنشاء الأسواق المالية. فمن خلال هذا المبحث نعرض نشأة الأسواق المالية العربية، ومميزاتها.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدين لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان الذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و1920، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم تونس سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطويرا لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما.

وشهد النصف الثاني من السبعينات افتتاح بورصة للأوراق المالية عام 1977 في كل من الكويت والأردن، ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالية عام 1978، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وسلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989، وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995 الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاما، وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية، والجزائر التي انطلقت فيها البورصة فعليا سنة 1999¹

وبورصة الكويت تطورت تدريجيا من ما يطلق عليه (سوق الجت) وهو يقع في المدينة القديمة عندما كان التجار يجتمعون لتبادل الأحاديث الاجتماعية التي كان يتم من خلالها عقد الصفقات التجارية والعقارية وصفقات الأسهم... وبعد ذلك افتتح المقر المؤقت لبورصة الكويت.

وسوق عمان المالية بدأ أيضا باجتماع تجار الأسهم لدى مكاتب تجارية يملكها الوسطاء، والذين كانوا يتاجرون لحسابهم الخاص، وبعد أن قررت الحكومة الأردنية افتتاح سوق مالية بصورة رسمية ومنظمة

¹ - راتول محمد، مداحي محمد، انعكاسات العولمة المالية على الأسواق المالية العربية على ضوء أزمة 2008، مداخلة مقدم إلى الملتقى الوطني الأول حول عولمة أسواق المال في ظل المعلوماتية- فرص ورهانات- يومي 29/30 افريل 2012، جامعة قلمة، ص : 11.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

أقفلت هذه المكاتب¹. حيث مدى التفاوت بين سوق وآخر من حيث النشأة يدل بحد ذاته على درجة وجود وعمق بعض الجوانب الأخرى مثل درجة الوعي الاستثماري للمجتمع والخبرات المتوفرة في مجال العمل السوقي وغيرها من الجوانب الأخرى².

أولاً- سوق العراق للأوراق المالية:

ترجع محاولات تأسيس سوق مالية عراقية إلى نهاية عقد الثلاثينات من القرن الماضي بعد صدور القانون الذي يسمح بتداول الأسهم والسندات عام 1939، وأخذ عدد الشركات بالتزايد حتى وصل إلى 40 شركة عام 1950، وكانت أسهمها تتداول في سوق غير رسمية، ثم صدر القانون رقم 31 لعام 1957 الذي أجاز للجمهور الاكتتاب في أسهم تلك الشركات، وبعد الأحداث السياسية التي شهدتها العراق في النصف الأول من الستينات صدر القانون رقم 100 لعام 1964 وتم بموجبه تأمين الشركات والمصارف التجارية وأدى ذلك إلى انخفاض تداول الأسهم بشكل كبير وأصبح النشاط الاقتصادي يدار من قبل الدولة وحتى النصف الأول من الثمانينات³.

وكان يطلق على السوق الحالية اسم بورصة بغداد والتي تديرها وزارة المالية العراقية. أما الآن فهي هيئة ذاتية التنظيم مثل بورصة نيويورك. اعتباراً من عام 2005 أصبحت سوق العراق للأوراق المالية هي البورصة الوحيدة في العراق⁴.

واستطاعت السوق المالية العراقية أن تحقق ما يلي:

- عدد الشركات المدرجة في السوق يقدر بـ 101 شركة.

- بلغ حجم تداول الأسهم أزيد من 975 مليون سهم، بقيمة 775 مليون دينار عراقي.

¹ - كريم عبد النبي، أهمية الدور الاقتصادي للأسواق المالية مع التركيز على السوق العراقية للأوراق المالية، مجلة المنصور، العدد 9، كلية المنصور الاهلية، 2006، العراق، ص: 99-100

² - حلا سامي خضير، تقييم أداء سوقى العراق والسعودية للأوراق المالية والمقارنة فيما بينهما للمدة 2004-2007، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 5، العدد 16، 2009، جامعة تكريت، العراق، ص: 51

³ - حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته-تحليل وتقييم مؤشرات، مجلة مركز دراسات الكوفة، جامعة الكوفة، المجلد 1، الاصدار 24، 2012، ص: 264

⁴ - ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري مرجع سابق، ص: 73

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

- بلغ عدد الأسهم المشتراة من المستثمرين غير العراقيين في الربع الثاني من سنة 2017 إلى 308 مليون سهم.

ثانياً - بورصة الجزائر:

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر يعود لشهر ديسمبر 1990 وذلك بإنشاء شركة القيم المنقولة SVM وهي شركة مساهمة متكونة من مجموعة من المساهمين وهم صناديق المساهمة الثمانية والتي بلغ رأس مالها بـ 93200000 مليون دج تتكون من ثمانية أعضاء وكل عضو يمثل احد صناديق المساهمة.

وفي جانفي 1992 ظهرت تسمية بورصة الأوراق المالية BVM إلا أن هذه تراجعت لسبب رئيسي وهو ضعف رأس مالها. وكان الانتظار إلى غاية 23 ماي 1993، حيث أعلن المشرع الجزائري بمرسوم تشريعي، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة¹.

واصلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في سنة 2010 نشاطات تهيئة الظروف اللازمة للشروع في إصلاح السوق المالية الذي سطرته الساحة المالية ووافقت عليه السلطات العمومية. ولقد شهدت سنة 2010 في إطار تحضير الانطلاق في هذا الإصلاح، استكمال عمليات تعبئة موارد تمويل المرحلة الأولى من إصلاح السوق المالية من طرف مقدمي الأموال الرئيسيين، وهي ميزانية الدولة، وميزانية تسيير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومساهمة من شركة تسيير بورصة القيم، ودعم من برنامج الأمم المتحدة للتنمية في الجزائر².

ثالثاً - سوق عمان³:

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف الى الربح ومصرح لها مزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل

¹- بوضياف عبيد، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص: 100

²- يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مرجع سابق، ص: 136

³ - <http://www.ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها إنشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات إستراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها.

واستطاعت السوق أن تحقق خلال سنة 2016 ما يلي:

- عدد الشركات المدرجة في السوق يقدر بـ 224 شركة.
- القيمة السوقية 17339 مليون دينار أردني.
- عدد الأسهم المتداولة 1836 مليون سهم .
- نسبة مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية 49.6 %.

رابعاً - بورصة فلسطين¹:

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 فيفري 1997. وفي مطلع فيفري من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي سبتمبر 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها.

¹- بورصة فلسطين، <http://www.pex.ps/PSEWebSite/AboutPSE.aspx?TabIndex=0>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004. وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن.

وفي عام 2007 زاد عدد الشركات في مؤشر القدس إلى 12 شركة، وقد تم اتخاذ هذا القرار، ليعكس حجم الشركات الزائدة في سوق فلسطين للأوراق المالية (35 شركة في عام 2007)¹.

في العام 2009، وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ33 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية .

والتزمت سوق فلسطين للأوراق المالية بأن تسهل وتنظم تداول الأوراق المالية بشكل عادل وكفؤ لتشجيع تدفق الاستثمارات والمدخرات للاقتصاد الفلسطيني وذلك من خلال استقطاب الاستثمارات الخارجية الأجنبية وكذلك حشد المدخرات الفلسطينية وتشجيعها على المشاركة في الاستثمار من خلال سوق مالي قانوني ومنظم يضمن كفاءة تشغيل الأموال واستثماره².

وعليه استطاعت بورصة فلسطين أن تحقق خلال 2017 نتائج هامة ونذكر منها:

- عدد الشركات المدرجة في السوق 49 شركة.
- تجاوزت القيمة السوقية 3.545 مليون دولار.
- إطلاق برنامج الإفصاح الإلكتروني "إفصاح".
- الحصول على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمية WFE.
- إطلاق برنامج الاكتتاب الإلكتروني "إكتتاب".
- إطلاق خدمة التداول عبر الإنترنت (E-trade).

خامساً - سوق السعودية للأوراق المالية:

تعد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية إلى نهاية الثمانينات من القرن العشرين عندما تزايد عدد الشركات بشكل ملحوظ وجاءت خطوة الحكومة في دمج شركات الكهرباء المتعددة في شركات موحدة إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين في الشركات بالإضافة إلى قيامها

¹ -Ibrahim Awad, Zahran Daraghma, Testing the Weak-From Efficiency of the Palestinian Securities Market, issue 32, 2009, p :10

² - محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مرجع سابق، ص: 42

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

بإعادة المصارف الأجنبية العاملة بالمملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، وقد ساهم ذلك في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأة الحاجة إلى سوق للتداول بالأسهم¹.

تعد السوق المالية السعودية (تداول) الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية "السوق" في المملكة العربية السعودية، حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها. يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30)، وتاريخ 02 جمادى الآخرة 1424هـ، الموافق 16 يونيو 2003م "النظام" الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية. وتعتبر السوق المالية المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق². وبلغت رسملة السوق في سنة 2011 إلى 315521 مليون ريال³.

واستطاعت السوق تحقيق نتائج خلال 2016 نذكر بعضها منها:

- القيمة المتداولة للأسهم تجاوز 1,156 مليار ريال
- إجمالي عدد الأسهم المتداولة بلغ 67.73 مليار سهم.
- بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 176 شركة.

سادسا - سوق دبي المالي:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا و متميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول⁴ (DFM).

واستطاع السوق تحقيق ما يلي:

1 - حلا سامي خضير، تقييم أداء سوقى العراق والسعودية للأوراق المالية والمقارنة فيما بينهما للمدة 2004-2007، مرجع سابق، ص:52

² السوق المالية السعودية <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about/company/about-tadawul>

³ - Batool Asiri, Hamad Alzeera, **Is the Saudi Stock Market Efficient? A case of weak-form efficiency**, Research Journal of Finance and Accounting , Vol.4, No.6, 2013, p :36

⁴ سوق دبي المالي <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

- يعتبر أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام إقليمياً.
- يعتبر أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية.
- أول سوق مالي إقليمي يدمج عملياته.

سابعاً- سوق البحرين:

تعود البدايات الأولى للظهور إلى تأسيس أول شركة مساهمة عامة بحرينية في 1957 ليتواصل بعدها تأسيس شركات مساهمة أخرى، ثم قامت حكومة البحرين بإجراء دراسة بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC لإنشاء سوق نظامي للأسهم في البحرين، وكننتيجة لذلك تم تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في عام 1987 بموجب المرسوم رقم 04 لبياشر السوق عمله بشكل رسمي في سنة 1989 تحت اسم سوق البحرين للأوراق المالية وكانت عدد الشركات المدرجة فيه آنذاك 29 شركة مساهمة في حين أن الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة هي الأسهم العادية، وكان نظام التداول المطبق فيه هو نظام التداول اليدوي وكان يدعى نظام المزايدة المكتوبة¹.

ثامناً- سوق الخرطوم للأوراق المالية:

بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ العام 1962 حيث تم إجراء العديد من الدراسات والبحوث والاتصالات من قبل وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي وتوصلت إلى التوصية بإنشاء السوق. وفي عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كيانا قانونياً مستقلاً، وقد بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في العاشر من شهر أكتوبر 1994 والسوق الثانوية (سوق التداول) في شهر جانفي من العام 1995 بعدد 34 شركة مدرجة².

تاسعاً- بورصة تونس للقيم المنقولة:

تعود أولى التجارب في مجال البورصة في تونس إلى إنشاء مكتب التصفية والمقاصة الذي استمر نشاطه كمنيله في المغرب من 1937 إلى 1945، حيث شهدت هذه الفترة أول اصدرا رسمي للأوراق

¹- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الشلف، 2016/2015، ص: 185

²- التقرير السنوي الحادي والعشرون، سوق الخرطوم للأوراق المالية، العدد 2015، 21، ص: 15

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، وهذا يعد مؤشرا ولو مبدئي لظهور سوق ثانوي، وفي عام 1945 تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM نتيجة لتحسن الأوضاع التي عرفتھا تونس¹.

عاشرا- بورصة الدار البيضاء:

أنشئت بورصة الدار البيضاء سنة 1929 وقد مرت بعدة مراحل منذ إنشائها، حيث بدأت من خلال إنشائها لمكتب خاص بتصفية القيم المنقولة، وقد كانت عمليات التداول تجرى بين البنوك وأسهم الشركات المغربية وبعد ذلك تغير اسم مكتب تصفية القيم المنقولة إلى مكتب تسعير القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فقد بدأت بعد صدور المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء سنة 1967 وتنظيم السوق الأولية، وتبعه صدور قانون الشركات سنة 1992².

أحد عشر- سوق قطر للأوراق المالية:

أسس سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم 14 سنة 1995، حيث بدأت العمل به في 26 ماي 1997 ب 17 شركة مساهمة و 5 شركات وساطة، بقيمة سوقية بلغت آنذاك 6 مليارات ريال قطري، وقبل إنشاء السوق كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل³.

المطلب الثاني: مميزات الأسواق المالية العربية

تتميز الأسواق المالية العربية بمميزات مشتركة منها ما يلي⁴:

- الاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي؛
- السيولة النقدية العالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط والغاز والتوسع الإنمائي من قبل البنوك؛

¹- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مرجع سابق، ص: 147

²- بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل كامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مرجع سابق، ص: 51

³- ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء

محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011، مرجع سابق، ص: 137

⁴- بوعافسة رشيد، جليد نور الدين، حاجي العلجة، الأسواق المالية العربية بين إمكانيات الربط ومعوقات التكامل، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 1، جامعة خميس مليانة، 2014، ص: 188

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

- التركيبة الاقتصادية لدول المنطقة كونها ضمن الدول المنتجة للنفط والغاز في العالم إضافة إلى مخزوناتنا الضخمة من النفط والغاز العالمي؛
- انعدام مخاطر تقلب أسعار الصرف بسبب ربط جميع العملات الخارجية مع الدولار الأمريكي اعتباراً من 2003؛
- مستوى ارتباط منخفض سلبي لأداء الأسواق الخليجية فيما بينها وأيضاً بالمقارنة مع الأسواق الأمريكية والأوروبية والآسيوية، وبالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار نتيجة لتنوع الأصول.
- أسواق بكر من حيث التطور وحديثة التنظيم نسبياً .

- أسباب قيام الأسواق المالية العربية:

- حدث انتشار واسع للأسواق المالية العربية خلال عقدي السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، لأسباب مختلفة نذكر منها¹:
- تعاظم السيولة خصوصاً في البلدان المنتجة للنفط.
- تزايد الانفتاح الاقتصادي وارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية حركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف).
- تدعيم التوجه إلى اقتصاد السوق هذا التوجه عن طريق الخصخصة وإصدار التشريعات بتحرير التبادل وإنشاء الشركات المساهمة لتدعيم دور القطاع الخاص في العمل الاقتصادي.
- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة في كافة السندات الحكومية واذونات الخزينة.

- تحليل أداء الأسواق المالية العربية :

سنقوم بعرض أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية بين 2010 و 2016

¹- كريم عبد النبي، أهمية الدور الاقتصادي للأسواق المالية مع التركيز على السوق العراقية للأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 104

الجدول رقم(4،1): مؤشر الرسملة السوقية بين سنتي 2010، 2016

نسبة التغير %	رسملة السوق (\$ مليون 2016	رسملة السوق (\$ مليون 2010	السوق
57%	120,947	77,081	سوق أبوظبي للأوراق المالية
-21%	23,718.0	29,911.3	سوق عمان للأوراق المالية
-4%	19,222	20,060	بورصة البحرين
-6%	11,903	12,676	بورصة بيروت
-17%	57,607.6	69,386.1	بورصة القيم-الدار البيضاء
25%	154,739	123,641	سوق الدوحة للأوراق المالية
68%	91,928	54,692	سوق دبي المالي
-59%	34,463	84,109	البورصة المصرية
-23%	87,288.5	113,883	سوق الكويت للأوراق المالية
59%	44,904.2	28,308.6	سوق مسقط للأوراق المالي
38%	3,387.1	2,449.0	سوق فلسطين للأوراق المالية
-17%	88.0	106.1	بورصة الجزائر
27%	448,305	353,400.00	سوق المال السعودي
-17%	8,762.1	10,612.4	بورصة تونس
-1%	2,424.06	2,446.0	سوق الخرطوم للأوراق المالية

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي 2010، 2016

ملاحظة: تمثل هذه المؤشرات بيانات الربع الرابع

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

الجدول رقم(2،4): عدد الأسهم المتداولة والشركات المدرجة بين سنتي 2010، 2016

السوق	الأسهم المتداولة مليون 2010	الأسهم المتداولة مليون 2016	نسبة التغير %	عدد الشركات المدرجة 2010	عدد الشركات المدرجة 2016	نسبة التغير %
سوق أبوظبي للأوراق المالية	5205.6	7841.8	51%	64	68	6%
سوق عمان للأوراق المالية	1,210.2	397.0	-67%	277	224	-19%
بورصة البحرين	106.4	109.7	3%	49	44	-10%
بورصة بيروت	24.4	47.2	96%	26	30	15%
بورصة القيم-الدار البيضاء	132.5	129.3	-2%	75	75	0%
سوق الدوحة للأوراق المالية	634.6	497.0	-22%	43	42	-2%
سوق دبي المالي	7,658.5	32,930.07	330%	65	61	-6%
البورصة المصرية	7,123	26,692	275%	212	222	5%
سوق الكويت للأوراق المالية	14,765	8,226.3	-44%	214	216	1%
سوق مسقط للأوراق المالي	678.7	969.0	43%	119	131	10%
سوق فلسطين للأوراق المالية	46.7	42.4	-9%	40	48	20%
بورصة الجزائر (ألف دولار)	7.4	6,101.6	-13%	2	2	0%
سوق المال السعودي	7,128	19,168	169%	146	176	21%
بورصة تونس	76.6	534.9	603%	56	79	41%
سوق الخرطوم للأوراق المالية	40.0	83.22	108%	53	67	26%

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي 2010، 2016

ملاحظة: تمثل هذه المؤشرات بيانات الربع الرابع

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

الجدول رقم(4،3): مؤشر القيمة المتداولة بين سنتي 2010، 2016

نسبة التغير %	القيمة المتداولة (\$ مليون 2016	القيمة المتداولة (\$ مليون 2010	السوق
31%	3,287	2,517	سوق أبوظبي للأوراق المالية
-59%	602.1	1,452.1	سوق عمان للأوراق المالية
108%	125.3	60.6	بورصة البحرين
67%	340.2	204.8	بورصة بيروت
-39%	2,667.5	4,365.6	بورصة القيم-الدار البيضاء
-28%	4,307.8	6,003.7	سوق الدوحة للأوراق المالية
252%	11,426	3,249	سوق دبي المالي
-51%	6,077	12,480	البورصة المصرية
-69%	2,978.1	9,537	سوق الكويت للأوراق المالية
-40%	571.7	947.0	سوق مسقط للأوراق المالي
-23%	90.0	117.2	سوق فلسطين للأوراق المالية
341%	203.3	46.1	بورصة الجزائر (ألف دولار)
76%	79,861	45,461	سوق المال السعودي
-93%	37.6	497.8	بورصة تونس
-40%	144.44	239.3	سوق الخرطوم للأوراق المالية

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي 2010، 2016

ملاحظة: تمثل هذه المؤشرات بيانات الربع الرابع

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

الجدول رقم(4،4): معدل دوران السهم بين سنتي 2010، 2016

نسبة التغير %	معدل دوران السهم 2016	معدل دوران السهم 2010	السوق
-17%	2.72	3.27	سوق أبوظبي للأوراق المالية
-47%	2.5	4.7	سوق عمان للأوراق المالية
133%	0.7	0.3	بورصة البحرين
81%	2.9	1.6	بورصة بيروت
-27%	4.6	6.3	بورصة القيم-الدار البيضاء
-43%	2.8	4.9	سوق الدوحة للأوراق المالية
111%	12.43	5.9	سوق دبي المالي
19%	17.6	14.8	البورصة المصرية
-60%	3.4	8.4	سوق الكويت للأوراق المالية
-61%	1.3	3.3	سوق مسقط للأوراق المالي
-44%	2.7	4.8	سوق فلسطين للأوراق المالية
475%	0.23	0.04	بورصة الجزائر (ألف دولار)
40%	18	12.9	سوق المال السعودي
-91%	0.43	4.6	بورصة تونس
-39%	5.96	9.8	سوق الخرطوم للأوراق المالية

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي 2010، 2016

ملاحظة: تمثل هذه المؤشرات بيانات الربع الرابع

المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية

بذلت الدول العربية جهودها من أجل تطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق وتحقيق أكبر قدر من الحماية للمستثمرين، كذلك استمرت الجهود لتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيود المركزي لبلوغ مستويات أداء عالية¹.

تعتبر الأسواق المالية في الدول العربية الأقل نموا مقارنة مع نظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها. كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتم إلا حديثا، وتشارك الدول العربية في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن معظم حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدتها العالم في مطلع تسعينات القرن العشرين دفع بالدول العربية إلى تحرير اقتصادياتها، وقد تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي، بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية، فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات².

وفي هذا السعي الحثيث نجد من البورصات العربية ما قطع أشواطا كبيرة في مجال التمويل كبورصة عمان، وهناك من البورصات التي لا تزال تبيع مكانها كبورصة الجزائر التي لم تصل إلى يومنا هذا إلى أن تكون بورصة بالمعنى المتعارف عليه، وهي السمة التي ميزت أغلب البورصات الناشئة سواء كانت في دول عربية أو في دول أخرى³.

1- زهير حامد الزبيدي، كفاءة الأسواق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية، مجلة ديالي للبحوث الإنسانية، العدد 54، جامعة ديالي، العراق، 2013، ص: 23

2- يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مرجع سابق، ص: 129

3- حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، فيفري 2004، جامعة بسكرة، ص: 7

المطلب الأول: مشكلات تطوير الأسواق المالية العربية

توجد عديد من العوامل سببا في عدم تطوير الأسواق المالية العربية نذكر منها:

- **الضعف المؤسسي:** ويتضمن ذلك دور الترتيبات المؤسساتية كالإجراءات والقواعد التنظيمية المصممة لتحسين أداء وظائف النظام المالي والتي تشمل إجراءات الإشراف والرقابة، وقيود ترخيص العمل المصرفي؛
- **إجراءات الترخيص لممارسة أعمال الوساطة المالية:** وتعتبر هذه الإجراءات احد مكونات إجراءات الرقابة، كالحدا الأدنى لرأسمال، وشروط الإفصاح عن الملكية وغيرها من شروط الحصول على الترخيص. وكأن يكون الترخيص لبعض مؤسسات الوساطة في مجالات أو تخصصات ضيقة من السوق. ومن المتوقع أن تضعف المنافسة في السوق¹.
- **اختلاف في الهياكل الاقتصادية،** فقد اتسم القطاع المالي في معظم الدول العربية قبل الإصلاحات، بالخضوع لقيود مختلفة مما يجعله شبه معزول عن السوق فيما عدا لبنان والى درجة اقل المغرب، إذ كان لهذا القطاع توجه نحو السوق. وبالنسبة لدول مجلس التعاون فقد أمكن القطاع المصرفي الاستفادة من ارتفاع الدخل من الصادرات النفطية والسياسة المتحررة التي اتبعتها هذه الدول، التوسع في الوساطة المالية وتحقيق تطور في التقنية المتبعة وحشد للخبرات الفنية بما فاق نسبيا ما تم في معظم القطاعات الاقتصادية الأخرى؛
- **الاختلافات في مستوى الدخل،** إذ يغلب الاتجاه في الدول عالية الدخل على الخارج، مما يسهم في تطوير القطاع المالي وتوسعه، في حين تعاني دول الدخل المنخفض عادة من القيود وتدني القدرات المؤسسية².
- **ضييق نطاق السوق:** ويعزى ذلك إلى محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليه في هذه الأسواق؛

¹ - السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 140-142.

² - مفيد ذنون بونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة، مرجع سابق، ص: 44 - 45.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

- **تركز عمليات التداول:** تعاني معظم البورصات العربية من تركيز عمليات التداول في عدد محدود من الأسهم، وهو ما يعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، إضافة إلى انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة؛
- **ضعف التنوع في الأوراق المالية:** تنتم الأسواق المالية العربية بعدم تنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيوداً على المستثمرين لتنوع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر؛
- **ضعف درجة السيولة:** إن من الوظائف الأساسية لسوق المال الكفاءة هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها، لما يمثله من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع البورصات العربية ضعف في سيولتها، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول، والتي يبلغ متوسطها 59 يوماً في السنة¹. وترجع لعدة أسباب وهي²:
 - انخفاض معدل الدخل النقدي، والادخار الفردي، وعدم استقرار دخول الفئات التي تحققه.
 - منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها، وكذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تقييد الطلب على الأوراق المالية للشركات.
 - انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية مقارنة بالعائد على أوجه الاستثمار الأخرى حيث ارتفعت أسعار الفائدة على الودائع بأجلها المختلفة على منوال أسعار الفائدة الدولية في وقت ابقى فيه النظام الضريبي القائم على ما هو عليه، بفرض ضرائب باهظة على عوائد الأوراق المالية.
- **قصور التشريعات:** تعاني معظم الأسواق العربية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة ما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها. فهناك من الأسواق التي لم تشهد إلى اليوم صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفقات المشبوهة، فبعض

¹- يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مرجع سابق، ص: 127 و 128.

²- بوعافسة رشيد، جليد نور الدين، حاجي العجة، الأسواق المالية العربية بين إمكانات الربط ومعوقات التكامل، مرجع سابق، ص: 189

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

الأسواق العربية تفتقر إلى آلية الرقابة والإشراف على التداول واكتشاف أي خلل أو انحراف¹. وهذا نتيجة غياب القوانين التشريعية التي تفصل بين الدور التشريعي للهيئات الرقابية على الأسواق المالية وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصات، فالأسواق العربية لا تتمتع بتلقائية أو حرية تصرف آلي أو إداري وتوصف بعدم الاستقلالية وتبقى مرهونة بما يوجهها الآخرون².

وعليه ما يمكن استنتاجه من خلال هذه المشكلات ما يلي³:

- على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدودا بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في هذه البلدان.
- على مستوى الأسواق الثانوية، تتسم بصغر حجمها وتدني القيمة السوقية للبورصات العربية وضعف حركة تداول الأوراق المالية على الرغم نسب النمو المرتفعة في هذه المؤشرات لدى أغلب الدول العربية خاصة الخليجية منها.
- انخفاض الطلب في العديد من البورصات العربية لقلّة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.
- عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركة العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.
- النقص الكبير الذي تعاني منه بعض البورصات العربية في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.

المطلب الثاني: معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية

فقد أظهرت أحدث الدراسات في ما يتعلق بالنمو الطويل الأمد عن طريق برامج التنمية والإصلاح الاقتصادي في لبلدان العربية، بأنه يمكن تحديد ثلاث مراحل للنمو الاقتصادي العربي:

- مرحلة النمو المرتفع والمتذبذب (1960-1984)، حيث قدر متوسط معدل النمو للدخل الحقيقي للفرد بحوالي 2,5 بالمئة سنويا؛

¹ - حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 13-14

² - زهير حامد الزيدي، كفاءة الأسواق المالية العربية الواقع والظموح نظرة تحليلية، مرجع سابق، ص: 28

³ - يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مرجع سابق،

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

- مرحلة النمو المتدني والمتذبذب (1985-1994)، وقدّر خلاله متوسط معدل النمو للدخل الحقيقي للفرد بحوالي 1,1 بالمئة سنوياً؛
- مرحلة النمو المتدني والمستقر (1995-2000)، وقدّر خلاله متوسط معدل النمو للدخل الحقيقي للفرد بحوالي 1,2 بالمئة سنوياً¹.

المبحث الثالث: اختبار كفاءة سوق المال البحريني والسعودي وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

قد أجرى كثير من الاقتصاديين اختبارات لقياس كفاءة الأسواق المالية العربية، وجلها كانت حول كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف. فمن خلال هذا المبحث نعرض الأدوات القياسية لاختبار كفاءة الأسواق عند كل مستوى. ثم نقوم بدراسة كفاءة سوق المال البحريني والسعودي على المستوى الضعيف.

المطلب الأول: اختبارات كفاءة الأسواق المالية

لدراسة واختبار المستويات المختلفة للكفاءة بحيث تشمل جميع الانتقادات، وبناء على النتائج العملية للدراسات التي تناولت موضوع الكفاءة في الأسواق المختلفة اقترح Fama ثلاث تسميات مغايرة لتلك الواردة في دراسته عام 1970، حيث فضل تسمية الدراسات الخاصة بالمستوى الأول (المستوى الضعيف) بالدراسات الخاصة بالتنبؤ بالعوائد، كما فضل تسمية المستوى شبه القوي بدراسة الحدث. فيما فضل تسمية المستوى الثالث (المستوى القوي) بدراسة المعلومات الخاصة². والاختبارات المستخدمة في دراسة هذه الأنواع كالتالي:

1- اختبارات الكفاءة على المستوى الضعيف: تركز اختبارات الكفاءة في هذا المستوى على فحص إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية من خلال القوائم المالية التاريخية للشركة ومعلومات التداول السابقة، وبعبارة أخرى فإن الاختبارات تتضمن فحص إذا ما كانت حركة الأسهم عشوائية أم لا.

¹ - سالم توفيق النجفي، احمد فتحي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية والفقر مع إشارة خاصة الى الوطن العربي، مرجع سابق، ص: 78 و 79.

² - مروان جمعة درويش، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 23، 2011، ص: 91-92

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

ومن أهم هذه الاختبارات اختبار الدورة Run Test واختبار المرشح Filter Test وطريقة المتوسط المتحرك Moving Average Mean فإذا أثبتت هذه الاختبارات إمكانية استخدام استراتيجيات استثمارية مبنية على معلومات سابقة لتحقيق أرباح غير عادية يكون السوق غير كفء على المستوى الضعيف، أما إذا أشارت هذه الاختبارات إلى عشوائية حركة سعر السهم وعدم القدرة على التنبؤ به وفشل الاستراتيجيات الاستثمارية في تحقيق أرباح غير عادية فإن السوق يعتبر كفئاً على المستوى الضعيف¹.

وهناك اختبار آخر استعمل في قياس كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف، اختبار الارتباط الذاتي المتسلسل، يهدف هذا الاختبار لإظهار العلاقة بين المشاهدة الحالية والمشاهدات السابقة لها، فإذا كانت عوائد الأسهم غير مرتبطة ذاتياً (وهي الفرضية الصفرية $H_0: \rho_K=0$) فإن السلسلة المدروسة لا تتمتع بالسكون ويتم قبول فرضية المستوى الضعيف من الكفاءة والاستنتاج بان سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي. ولاختبار أن جميع الارتباطات الذاتية بين سلسلة مشاهدات السلسلة المدروسة مساوية للصفر².

كما أن هناك إحصائية أخرى أفضل خاصة في العينات الصغيرة، تسمى إحصائية Ljung-Box³:

حيث يتم استخدام اختبار Ljung-Box (QLB) مع فرضية العدم أن جميع معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر، فإذا كانت القيمة الاحتمالية P-Value المقابلة لكل قيمة محسوبة من QLB أصغر من 5% فإنه يتم رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية 5% والاستنتاج بوجود ارتباط بين المشاهدات المدروسة⁴.

¹-ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، مرجع سابق، ص: 86.

²- سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، الجامعة الأردنية، 2014 ص: 419

³- حمد عبد الله الغنام، تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية Box-

Jenkins Method، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد 17، العدد 2، 2003، ص: 11

⁴- سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 419

2- اختبارات الكفاءة على المستوى متوسط القوة

اهتمت العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض متوسط القوة من خلال سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح والتوزيعات أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة لإعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم، أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة عند إعداد القوائم المالية. وقد اختلفت الدراسات في اختبارها لفرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث اثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين، مما يعتبر تأييدا لهذا الغرض. في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وتحقيق أرباح غير عادية، مما يعني رفض صيغة الفرض المتوسط القوة¹.

ومن بين المنهجيات الخاصة بدراسة الأحداث ما قدمه Jacquillat، و Solink سنة 1989 حيث تعتمد المنهجية التي قدامها على حساب المردودية المتبقية والمحددة والتي يمكن حسابها انطلاقا من المعادلة التالية:

$$\tilde{\epsilon}_{i,t} = R_{i,t} - E(\tilde{R}_{i,t} | R_m, B_{i,t})$$

حيث:

$\tilde{\epsilon}_{i,t}$: المردودية المتبقية للأصل i في الفترة t .

$R_{i,t}$: مردودية الأصل i في الفترة t .

$E(\tilde{R}_{i,t} | R_m, B_{i,t})$: المردودية النظرية للأصل i في الفترة t .

وتستعمل المردودية في منهجية دراسة الأحداث بدل الأسعار وذلك لأن المعطيات نسبية، وبالتالي فإن المردودية تسمح بمقارنة تطور الأرقام المختلفة من حيث الوحدات².

1- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص: 129.

2- بن زاير مبارك، تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية (دراسة قياسية باستخدام نظرية chaos)، اطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2016/2015، ص: 132.

3- اختبارات الكفاءة على المستوى القوي

لقد اختبرت صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم:

- العاملون بالمؤسسة؛

- مديرو المؤسسات المالية¹.

إلا أن فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق يميل إلى الضعف أكثر من القوة، وذلك نظرا لإمكانية استعمال المعلومات المتحركة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، لكن وفقا للآلية التي يعمل بها السوق في ظل هذه الصيغة تكون المعلومات الخاصة متاحة أيضا لعامة المتعاملين فيه، مما يقيد فرص المتعاملين الداخليين من تحقيق أرباح استثنائية².

المطلب الثاني: دراسة كفاءة سوق المال البحريني والسعودي على المستوى الضعيف

- شركة السوق المالية السعودية (تداول):

شركة السوق المالية السعودية (تداول) هي سوق الاوراق المالية في المملكة العربية السعودية، والجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الاوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق وسطاء مرخصين. ونص نظام السوق المالية على ان تكون تداول شركة مساهمة يديرها مجلس ادارة مكون من تسعة أعضاء يرشحهم رئيس مجلس هيئة السوق المالية، ويتم تعيينهم بقرار صادر من مجلس الوزراء، كما يقوم مدير تنفيذي يعينه مجلس ادارة السوق- بعد موافقة مجلس ادارة الهيئة- بادارة العمليات اليومية في السوق³.

- هيئة السوق المالية والخطة الإستراتيجية:

1- محمد بن بوزيان، لحسين جديدين، بن امر بن حاسين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سابق، ص: 254

2- عدي عباس عبد الامير الكريطي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق، مرجع سابق، ص: 62

3- البيئة التنظيمية للسوق المالية متاح على الرابط التالي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

تأسست هيئة السوق المالي بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2/6/1424 هـ، الموافق 31/7/2003، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق. وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق¹.

واعتمد مجلس هيئة السوق المالية الخطة الإستراتيجية للهيئة للأعوام 2015-2019 في خطوة ترمي إلى تحديد الأهداف التي ستعمل الهيئة على تحقيقها في هذه الفترة بما يتسق مع المهام التي أوكلت إليها في نظام السوق المالية². والخطة الإستراتيجية متمثلة فيما يلي³:

- دعم تطوير الأشخاص المرخص لهم وتنمية الكوادر البشرية في قطاع السوق المالية؛
- توسيع قاعدة الاستثمار المؤسسي؛
- دعم نمو صناعة إدارة الأصول؛
- تشجيع إصدار الصكوك وأدوات الدين؛
- دعم توظيف الوظائف لدى الأشخاص المرخص لهم؛
- تعميق السوق المالية لتعزيز دورها في دعم الاقتصاد الوطني
- رفع مستوى الحوكمة وتحسين متطلبات الإفصاح في السوق المالية؛
- رفع مستوى الوعي والثقافة الاستثمارية للمشاركين في السوق؛
- رفع مستوى الالتزام بنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

- النظام الآلي لتداول الأسهم السعودية:

¹- هيئة السوق المالية متاح على الرابط التالي: <https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>

²- أخبار الاتحاد، اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، نشرة، الإصدار 7، 2014، ص:20

³- الخطة الإستراتيجية لهيئة السوق المالية 2015-2019، متاح على الرابط التالي:

<https://cma.org.sa/AboutCMA/Documents/CMA%20Strategic%20Plan.pdf>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

يعتبر نظام التداول (ESIS¹) نظام الكتروني متكامل للتداول والتسوية والمعلومات، وهو يقوم بربط وحدات التداول المركزي بالبنوك (وهي الجهات التي تقوم بدور السمسار في صناعة تداول الأسهم في المملكة) بالحاسب المركزي في مؤسسة النقد، مما يمكن الوسطاء في هذه الوحدات من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام، ويتم تنفيذ الصفقات عندما تتطابق الكترونيا عروض البائعين مع طلبات المشترين، وبعد تنفيذ الصفقة يطبع النظام إيصال تأكيد تنفيذ صفقة للعميل، ويتم تحويل الصفقة آليا إلى نظام التسويات، ويقوم نظام التسويات بمتابعة كل الصفقات التي ترد خلال أوقات التعامل في اليوم استعدادا لمقاصتها وتسويتها آليا في نهاية اليوم².

- السوق المالية والاستثمار الأجنبي³:

- يهدف فتح سوق الأسهم السعودية لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية، ليس بهدف جلب الرساميل أو ضخ السيولة في السوق المالية، وإنما يهدف إلى تحقق أهداف على المدى البعيد وهي:
- تعزيز الاستثمار المؤسسي في السوق المالية السعودية الذي سيؤدي بدوره إلى دعم استقرار السوق والحد من التذبذب فيها؛
- نقل المعارف والخبرات للمؤسسات المالية المحلية والمستثمرين، والرفع من مهنية المشاركين في السوق المالية من خلال جذب الخبرات المهنية المتخصصة عالية المستوى؛
- رفع أداء الشركات المدرجة ولاسيما في جانب الإفصاح عن المعلومات المالية وكذلك رفع أداء الشركات الاستثمارية المتخصصة؛
- تعزيز مكانة السوق المالية السعودية لتكون سوقا رائدة. وزيادة فرص رفع تصنيفها على المستوى العالمي لتكون سوقا ناشئة؛
- رفع مستوى البحوث والدراسات والتقييمات التي يتم اجرائها عن السوق بشكل عام والشركات المدرجة بشكل خاص مما يوفر لجميع المتعاملين معلومات أكثر دقة وتقييمات أكثر عدالة.

¹ - "Equity Services & Information System

² - حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد4، ديسمبر 2013، ص:122

³ - أهداف فتح سوق الأسهم السعودية أمام الاستثمار الأجنبي، متاح على الرابط التالي:
<https://www.alkhabeer.com/sites/default/files/QFIBrochure-Web.pdf>

- مجلس إدارة سوق المال البحريني¹:

- يدير السوق مجلس إدارة يرأسه وزير التجارة، ويضم ثمانية أعضاء يمثلون الجهات التالية:
 - عضو يمثل وزارة التجارة ويكون نائباً للرئيس.
 - عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد الوطني.
 - عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين.
 - ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة البحرين من ذوي الخبرة والكفاءة.
 - عضوان عن البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.
- ويصدر صاحب السمو رئيس الوزراء قراراً بتعيين أعضاء مجلس إدارة السوق بناءً على ترشيح من وزير التجارة وتكون مدة المجلس ثلاث سنوات.

- الأدوات المالية المتداولة ونظام التداول في سوق المال البحريني:

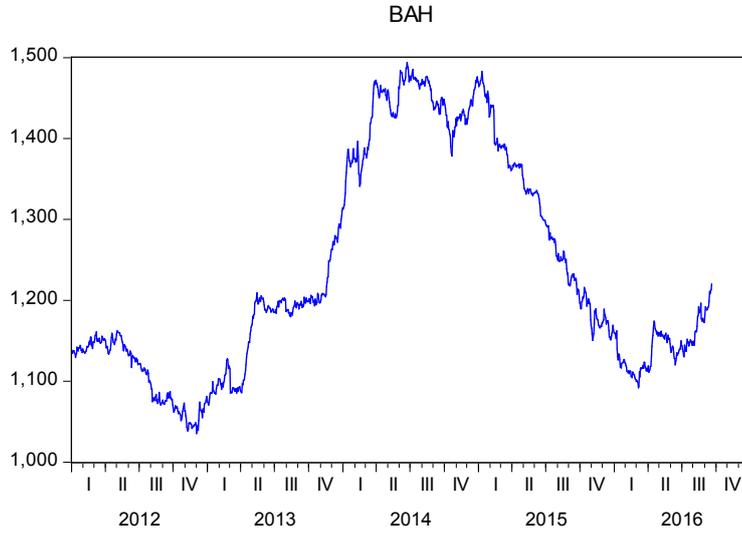
- الأدوات والوسائل الرئيسية التي يمكن تداولها والاتجار فيها في سوق البحرين للأوراق المالية تشمل على الأسهم العادية والأسهم المشتركة وسندات الضمان، صكوك الدين بالإضافة إلى ضمانات العملات والصناديق الاستثمارية المشتركة.
- ويتطلب نظام البورصة وجود سماسرة يقومون بكتابة أوامر البيع والشراء في المكان لهم في دور المتاجرة بالأسهم، وتكتمل الصفقة باقتران العرض والطلب. وتتم المعاملات في جلسة واحدة تبدأ عند العاشرة صباحاً وحتى الثانية عشر ظهراً من الأحد إلى الخميس².

¹ - سوق بحرين للأوراق المالية متاح على الرابط التالي <http://www.gulfbase.com/ar/gcc/index/4?t=3>

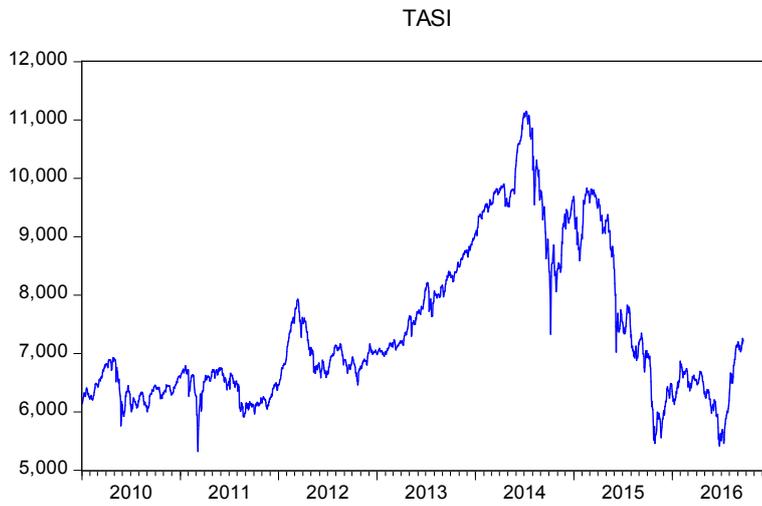
² - نفس المرجع

- تطور مؤشرات سوق المال البحريني والسعودي:

الشكل رقم (1،4): تطور مؤشر السوق المالي البحريني (BAH) والسعودي (TASI)



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eviews9



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eviews9

نلاحظ من خلال الشكل أن مؤشر سوق المال البحريني أخذ في تزايد خلال من منتصف 2012 إلى غاية نهاية 2014.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

فقد شهد سوق المال البحريني ضعفا ملحوظا في التداول، حيث تأثر أسهم الشركات المدرجة تحت مظلة الأعمال بتدني مستويات الأعمال بنسبة تفوق 50% عما كان سائدا قبل اندلاع الأزمة في البحرين¹.

فقبل ذلك تعرض الاقتصاد البحريني إلى عدة هزات بدءا بالأزمة الاقتصادية العالمية التي عصفت بالقطاع المالي، وانتهاء بالأزمة السياسية التي عاشتها المملكة، باندلاع الحركة الاحتجاجية في فيفري 2011، وشهد معدل النمو الاقتصادي تراجعا ملحوظا².

أما نشاط سوق المال السعودي يعيش حالة عدم اليقين الاقتصادية مما أضعف جاذبية الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث انخفض قيمة التداول اليومي بنسبة 3% على أساس شهري ليستقر عند 3.7 مليار ريال سعودي. وقد واجه الدخول المنتظر للمستثمرين الأجانب المؤهلين صعوبات بسبب التباطؤ الاقتصادي والأنظمة الصارمة المقررة لدخول السوق المحلي³.

الجدول رقم (4،5): الإحصاء الوصفي لمؤشرات الأسواق المالية BAH وTASI

مؤشرات الأسواق المالية		
TASI	BAH	
7395.151	1235.709	Mean
6906.960	1191.260	Median
1301.352	133.8041	Std. Dev
0.961202	0.547813	Skewness
2.861540	1.878859	Kurtosis
271.4907	126.1442	Jarque-Bera

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج Eviews9

¹ - مركز الخليج لسياسات التنمية، **الخليج 2013 الثابت والمتحول**، الكويت، 2013، ص: 124

² - المرجع نفسه

³ - نظرة عامة على الاقتصاد السعودي، أوت 2016، ص: 7 متاح على الرابط التالي: <http://www.alahli.com/Documents/NCB-Saudi-Economic-Review-Aug-2016-AR.pdf>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

من خلال الجدول يظهر أن متوسط مؤشر BAH لسوق المال البحريني 1235.709 نقطة، بانحراف معياري قدره 133.8041، وهو أقل بكثير مقارنة بمتوسط مؤشر TASI الذي قدر بـ 7395.151، بانحراف معياري 1301.352

ويلاحظ أن إحصائية Jarque-Bera لمؤشر سوق المال البحريني تقدر بـ 126.14 فهي اكبر تماما من القيمة الجدولية لتوزيع $\chi^2_{0.05} = 5.99$ ، وعليه مؤشر BAH لا يتوزع توزيعا طبيعيا، واختباران Skewness و Kurtosis يثبتان عدم إتباع المؤشر لفرضية التوزيع الطبيعي، فنجد قيمة إحصائية Skewness اكبر من الصفر، و قيمة إحصائية Kurtosis أقل من 3، ومنه المؤشر BAH يثبت فرضية السير العشوائي. وبالتالي كفاءة الأسواق المالية على المستوى الضعيف.

وما يلاحظ بالنسبة للسوق المالي السعودي حيث قدرت إحصائية Jarque-Bera بـ 271.4907، وعليه مؤشر TASI لا يتوزع توزيعا طبيعيا، وما يثبتان ذلك إحصائية كل من Skewness و Kurtosis فكانتا 0.961202 و 2.861540 على الترتيب.

2- اختبار استقرارية مؤشرات سوق المال البحريني والسعودي

نقوم باستخدام ثلاث اختبارات لدراسة استقرارية وسكون السلسلة، منها اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF)، اختبار Phillips-Perron (PP)، اختبار Schmidt and Shin، Kwiatkowski, Phillips, (KPSS)، وتفترض هذه الاختبارات أن السلسلة الزمنية يجب أن تحتوي على جذر الوحدة حتى نحكم عليها بالحركة العشوائية¹.

- اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF):

تعمل اختبارات ديكي-فولار على البحث في الاستقرارية أو عدمها لسلسلة زمنية ما، وذلك بتحديد مركبة الاتجاه العام، سواء كانت تحديدية (deteministic) أو عشوائية (stochastic)².

¹ - Mohamed Khaled Al-Jafari, Hatem Hatef Abdulkadhim, **Variance Ratio Test and Weak-Form Efficiency of Bahrain Bourse**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 88 (2012), P :96

² - شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، دار الحامد، ط1، عمان، الاردن، 2011، ص: 207

الجدول رقم (6،4): نتائج اختبار Augmented Dickey–Fuller (ADF) لمؤشر BAH و

TASI

الفرق الأول		المستوى			المؤشر	سوق المال
بدون ثابت without intercept	ثابت واتجاه with intercept and trend	مع الثابت with intercept	بدون ثابت without intercept	ثابت واتجاه with intercep t and trend		
-22.200*	-22.212*	-22.196*	0.329	-0.635	-0.894	BAH البحرين 02/01/2012-31/12/2016
-37.358*	-37.347*	-37.349*	-0.026	-1.546	-1.669	TASI السعودية 01/01/2010-31/12/2016

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eviews9

- اختبار Phillips et perron (PP)

يعتبر اختبار (PP) اختبار غير معلمي لاختبار وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية، خلافاً لاختبار ADF¹. والشيء الإضافي في هذا الاختبار لـ (PP)، هو الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء ذات التباينات غير المتجانسة، عن طريق تصحيح غير معلمي². ويسمح هذا الاختبار بتجاوز مشكلتي الارتباط الذاتي للبواقي وعدم ثبات التباين للخطأ العشوائي التي يعاني منها اختبار DF العادي³، والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار.

¹ -Abdul Haque, Hung-chun Liu, Fakhur Un Nisa, Testing the weak form Efficiency of Pakistani Stock Market (2000-2010), International Journal of Economics and Financial, Vol 1, No 4,2011, P :156

² -زهير غرايبة، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات، مرجع سابق، ص: 41-42

³ -دريال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، مرجع سابق، ص: 111

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

الجدول رقم (4،7): نتائج اختبار Phillips et Perron (PP) لمؤشر BAH و TASI

الفرق الأول		المستوى				المؤشر	سوق المال
بدون ثابت without intercept	ثابت واتجاه with intercept and trend	مع الثابت with intercept	بدون ثابت without intercept	ثابت واتجاه with intercept and trend	مع الثابت with intercept		
-33.389*	-33.384*	-33.380*	0.267	-0.755	-0.975	BAH	البحرين -2012/01/02 2016/12/31
-37.398*	-37.372*	-37.389*	0.006	-1.362	-1.525	TASI	السعودية 01/01/2010- 31/12/2016

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eviews9

- اختبار Kwiatkowski, Phillips, Schmidt and Shin (KPSS)

اقترحه كل من Kwiatkowski, Phillips, Schmidt and Shin عام 1992، هذا الاختبار يستخدم مضاعف لاغرانج، لاختبار فرضية العدم التي تقرر الاستقرار للسلسلة¹. والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (4،8): نتائج اختبار (KPSS) لمؤشر BAH و TASI

الفرق الاول		المستوى		المؤشر	سوق المال
ثابت واتجاه with intercept and trend	مع الثابت with intercept	ثابت واتجاه with intercept and trend	مع الثابت with intercept		
0.268*	0.415***	0.921	1.302	BAH	البحرين -2012/01/02 2016/12/31
0.081*	0.144*	0.711	1.553	TASI	السعودية 2000Q1-2016Q4

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eviews9

¹ - شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، مرجع سابق، ص: 213

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

يتضح من خلال الجدول أن السلاسل الزمنية غير مستقرة في المستوى، ويظهر ذلك في اختبار ADF حيث تأخذ قيم أقل من القيم الجدولية، ونفس الشيء بالنسبة لاختبار PP كل القيم الحسابية، قيمها أقل من القيم الجدولية، أما فيما يتعلق باختبار KPSS نجد أن القيم الحسابية أكبر من القيم الجدولية في المستوى، وعليه المؤشرات المالية كلها تحتوي على جذر الوحدة وهذا ما يؤكد أن سلسلة أسعار المؤشرات المالية تسير بشكل عشوائي، يعني ذلك أنها تحقق فرضية الكفاءة على المستوى الضعيف. وهذا ضمناً أن الصدمات السعرية في مؤشرات هذه الأسواق لها طابع الديمومة والاستمرارية¹.

- اختبار دالة الارتباط الذاتي (ACF) Autocorrelation Function :

توضح دالة الارتباط الذاتي الارتباطات الموجودة بين المشاهدات لفترات مختلفة. وتهتم بدراسة العلاقة الموجودة بين السلسلة لذاتها ونقصد هنا الارتباطات الداخلية للسلسلة الزمنية². وفي هذا الاختبار نقوم بدراسة استقلالية أسعار المؤشرات المالية بين بعضها البعض. من خلال اختبار مدى اختلاف معامل الارتباط المتسلسل إحصائياً عن الصفر، فإذا كانت سلسلة مؤشر السوق المالي مرتبطة ذاتياً (معامل الارتباط يختلف عن الصفر)، فإنه يتم رفض فرضية المستوى الضعيف من الكفاءة³.

وإذا كانت السلسلة الزمنية غير مستقرة بسبب وجود اتجاه صاعد أو نازل في المعدل، فإن دالة (ACF) للعينة لا تتقطع ولا تتحدر ببطء اتجاه الصفر وذلك لكون المشاهدات تميل لأن تكون على نفس اتجاه الوسط الحسابي للسلسلة الزمنية لفترات زمنية عديدة⁴.

وتأخذ فرضية اختبار الارتباط المتسلسل الشكل التالي:

$$H_0: \rho_k = 0 \text{ (جميع معاملات الارتباط المتسلسل=صفر)}$$

$$H_1: \rho_k \neq 0 \text{ (جميع معاملات الارتباط المتسلسل \neq صفر)}$$

¹ - رفيق مزهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، مرجع سابق، ص: 202

² - أبو ذر يوسف علي أحمد، عادل موسى يونس، استخدام السلاسل الزمنية للتنبؤ بإنتاجية الصمغ العربي في سوق محاصيل الأبيض للفترة (1960-2012)، مجلة البحث العلمي للعلوم والآداب، العدد 15، جامعة الدلتا، السودان، ص: 217

³ - مروان جمعة درويش، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مرجع سابق، ص: 97

⁴ - ألفت فتحي سالم أبو عابدة، استخدام الطرق الإحصائية في التنبؤ بأسعار الذهب العالمية، مذكرة ماجستير، تخصص: الإحصاء، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2015، ص: 20

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

والشكل التالي يبين دالة الارتباط الذاتي لسلسلة اسعار المؤشرات المالية كما يلي:

الشكل رقم(4،2): نتائج اختبار الارتباط المتسلسل لسلسلة عوائد BAH و TASI

سلسلة عوائد سوق المال البحريني BAH

سلسلة عوائد سوق المال السعودي TASI

Date: Time: 10:42						
Sample: 1/02/2012 12/30/2016						
Included observations: 1231						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
1	0.056	0.056	3.8451	0.050		
2	0.082	0.079	12.171	0.002		
3	0.025	0.016	12.927	0.005		
4	0.021	0.013	13.477	0.009		
5	0.025	0.020	14.254	0.014		
6	-0.002	-0.008	14.260	0.027		
7	-0.013	-0.017	14.472	0.043		
8	0.002	0.003	14.477	0.070		
9	0.014	0.016	14.722	0.099		
10	0.032	0.031	15.997	0.100		
11	0.042	0.038	18.180	0.077		
12	0.043	0.034	20.456	0.059		
13	0.027	0.016	21.396	0.065		
14	0.043	0.032	23.693	0.050		
15	-0.006	-0.017	23.732	0.070		
16	0.007	-0.000	23.799	0.094		
17	0.009	0.008	23.892	0.122		
18	0.036	0.035	25.544	0.111		
19	0.031	0.026	26.728	0.111		
20	0.014	0.006	26.991	0.136		
21	0.077	0.069	34.395	0.033		
22	0.025	0.010	35.151	0.037		
23	0.007	-0.013	35.221	0.049		
24	0.021	0.011	35.767	0.058		
25	0.002	-0.004	35.773	0.075		
26	0.001	-0.006	35.774	0.096		
27	0.011	0.010	35.933	0.117		
28	-0.041	-0.044	38.083	0.097		
29	-0.004	-0.005	38.100	0.120		
30	0.036	0.037	39.766	0.109		
31	0.000	-0.009	39.766	0.134		
32	0.024	0.010	40.519	0.144		
33	0.034	0.027	41.987	0.136		
34	0.019	0.009	42.462	0.151		
35	0.038	0.022	44.266	0.136		
36	0.010	0.003	44.394	0.159		

Date: Time: 10:34						
Sample: 1/01/2010 12/30/2016						
Included observations: 1753						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
1	0.113	0.113	22.362	0.000		
2	0.001	-0.012	22.364	0.000		
3	0.021	0.022	23.116	0.000		
4	-0.005	-0.010	23.165	0.000		
5	0.040	0.042	25.963	0.000		
6	-0.007	-0.017	26.056	0.000		
7	-0.049	-0.046	30.254	0.000		
8	-0.016	-0.007	30.697	0.000		
9	0.029	0.033	32.207	0.000		
10	0.014	0.007	32.533	0.000		
11	0.015	0.014	32.920	0.001		
12	-0.005	-0.006	32.972	0.001		
13	0.017	0.019	33.483	0.001		
14	0.031	0.021	35.135	0.001		
15	0.022	0.016	35.995	0.002		
16	0.009	0.006	36.136	0.003		
17	-0.016	-0.016	36.579	0.004		
18	-0.011	-0.008	36.785	0.006		
19	0.032	0.033	38.648	0.005		
20	0.019	0.012	39.299	0.006		
21	0.027	0.027	40.616	0.006		
22	-0.003	-0.008	40.629	0.009		
23	0.001	0.003	40.632	0.013		
24	0.035	0.029	42.864	0.010		
25	0.029	0.020	44.365	0.010		
26	0.041	0.038	47.363	0.006		
27	-0.039	-0.047	50.136	0.004		
28	0.012	0.023	50.410	0.006		
29	-0.002	-0.013	50.418	0.008		
30	-0.009	-0.009	50.574	0.011		
31	0.015	0.016	50.967	0.013		
32	-0.070	-0.068	59.728	0.002		
33	-0.010	0.006	59.903	0.003		
34	-0.003	-0.011	59.915	0.004		
35	0.022	0.023	60.784	0.004		
36	-0.016	-0.024	61.268	0.005		

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج Eviews9

يتضح من خلال الشكل أن قيم معامل الارتباط المتسلسل ذات دلالة إحصائية لجميع فترات الإبطاء 36 ، وعليه رفض فرضية جميع معاملات الارتباط المتسلسل تساوي الصفر، ونقبل بالفرضية البديلة أن جميع معاملات الارتباط المتسلسل تختلف عن الصفر. وعليه قيم عوائد سوق المال البحريني BAH، والسوق المالي السعودي TASI مرتبطة فيما بينها. ومنه السوق المالي غير كفؤ على المستوى الضعيف.

فأثبتت العديد من الدراسات أن المؤشر القياسي لأسعار الأسهم للفترة الحالية يتأثر وبشكل ملحوظ في فترات سابقة مما ينعكس على أسعار الأسهم¹.

¹- دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية، مرجع سابق، ص: 138

- اختبار نسبة التباين **Variance Ratio Test**:

تم تطوير هذا الاختبار من قبل Cochrane, Lo and MacKinlay عام 1988 و1989، الاختبار عشوائية أسعار الاسهم¹.

وأشار كل من Gilmar and Mcman 2003، أن الجذر الواحدوي شرط ضروري، لكنه غير كاف للحكم على السير العشوائي للأسعار، بسبب انه حتى ولو احتوت السلسلة على جذر الوحدة يمكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية، لكن السير العشوائي لأسعار الأسهم، هذا يعني أن العوائد يجب أن تكون غير مرتبطة بين بعضها البعض. لهذا يتم اختبار فرضية السير العشوائي من خلال اختبار VR الذي يعتمد على فرضية أن تباين السلسلة التي تسير عشوائيا يتزايد خطيا مع الزمن، ويعتبر احد المقاييس الشهيرة المستخدمة لاختبار السير العشوائي².

حيث نسبة التباين تحسب بالعلاقة التالية³:

$$VR(q) = \frac{\frac{1}{q} \text{Var}(R_t - R_{t-q})}{\text{Var}(R_t - R_{t-1})} = \frac{\sigma^2(q)}{\sigma^2(1)}$$

ويرتكز اختبار $VR(q)$ على الفرضية التالية:

- سلسلة مؤشر السوق المالي تتبع السير العشوائي: $H_0 : VR(q)=1$
- سلسلة مؤشر السوق المالي لا تتبع السير العشوائي: $H_1 : VR(q) \neq 1$

¹ - Mohamed Khaled Al-Jafari, Hatem Hatef Abdulkadhim , OP_Cit , p :97

² - Francesco Guidi, Rakesh Gupta, **Are ASEAN stock market effecient ? Evidence from univariate and multivariate variance ratio tests**, Discussion papers finance, Griffith Business School, 2011, p :05

³ - عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشمري، **التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية، دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، مجلد 9، العدد32، 2015، ص:12 (بتصرف)

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

وإذا تم رفض فرضية السير العشوائي وكانت $VR(q) > 1$ فإن سلسلة أسعار المؤشر ستكون ذات ارتباط متسلسل ايجابي وتكون السوق غير كفؤة عند المستوى الضعيف، أما إذا كانت $VR(q) < 1$ فإن العوائد ستكون ذات ارتباط متسلسل سلبي، وعندها تكون السوق غير كفؤة عند المستوى الضعيف¹.

والجدول التالي يبين نتائج اختبار نسبة التباين

الجدول رقم (4،9): نتائج اختبار نسبة التباين لمؤشرات الأسواق المالية BAH وTASI

مؤشر سوق المال البحريني BAH				
Joint Tests		Value	df	Probability
Max z (at period 16)*		3.355357	1231	0.0032
Individual Tests				
Period	Var. Ratio	Std. Error	z-Statistic	Probability
2	1.056645	0.032690	1.732763	0.0831
4	1.181874	0.059669	3.048032	0.0023
8	1.293175	0.092220	3.179073	0.0015
16	1.456244	0.135975	3.355357	0.0008

مؤشر سوق المال السعودي TASI				
Joint Tests		Value	df	Probability
Max z (at period 2)*		2.314028	1753	0.0801
Individual Tests				
Period	Var. Ratio	Std. Error	z-Statistic	Probability
2	1.114079	0.049299	2.314028	0.0207
4	1.184197	0.094749	1.944062	0.0519
8	1.241543	0.140882	1.714501	0.0864
16	1.292114	0.188983	1.545720	0.1222

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eivews9

يتضح من خلال الجدول أن قيمة نسبة التباين أكبر من الواحد، وبالتالي نرفض الفرضية الأولى، وعليه مؤشر السوق المالي BAH وTASI لا يتبعان السير العشوائي. ويظهر ذلك في قيمة الاحتمال أقل من 5%. ونستنتج أن قيم المؤشر ترتبط بشكل ايجابي فيما بينها. ومنه السوق المالي غير كفؤ عند المستوى الضعيف.

¹ - نفس المرجع، ص: 12

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين السوق المال والنمو الاقتصادي للبحرين والسعودية وفق نموذج
Asymmetric ARDL:

أولاً- منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL¹:

تعتبر منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير الخطي Asymmetric ARDL، المقدم من Shin وآخرون 2011، منهج حديث، يعود في الأصل إلى منهج اختبار الحدود ARDL المقدم من طرف Pesaran وآخرون 2001. منهجية Asymmetric ARDL تسمح بتقدير الأثر الغير متناظر للمعلومات على المدى القصير والطويل الأجل في إطار التكامل المشترك².

و يتميز هذا النموذج بالخصائص التالية:

- يأخذ عدد كافي من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة من البيانات من نموذج الإطار العام.
- تتمتع بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالطرق الأخرى المعتادة في اختبار التكامل المشترك.
- يعطي أفضل نتائج للمعلومات في الأمد الطويل وأن اختبارات التشخيص يمكن الاعتماد عليها بشكل كبير.
- يمكننا هذا النموذج من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الطويل حيث نستطيع تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع المتغيرات المستقلة في المدى الطويل وال المدى القصير في نفس المعادلة، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
- تقدير معلومات المتغيرات المستقلة في المديين القصير والطويل.
- تعد معلوماته المقدره في المدى القصير والطويل أكثر اتساقا من تلك التي في الطرق الأخرى مثل جرانجر و جوهانس³.

¹ - Asymmetrie autoregressive distributed lags

² - Somesh Mathur, Abhishek Shekhawat, **Exchange Rate Nonlinearities in indian's Exports to the US**, Available at https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=MWITSpring2015&paper_id=87. P :7

³ - بن ختو يوسف، العلاقة بين سعر الصرف الموازي والقدرة الشرائية- حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد قياسي مالي وبنكي، جامعة تلمسان، 2016/2015، ص: 141

- متغيرات الدراسة:

نسعى من خلال دراستنا إلى إيجاد العلاقة بين سوق المال والنمو الاقتصادي. وتم اختيار متغيرات الدراسة المتمثلة في القيمة السوقية (الرسملة) وكمية الأسهم المتداولة كمتغيرات مستقلة، وتعتبر مؤشرات هامة في التعبير عن أداء السوق. أما المتغير الذي يمثل النمو الاقتصادي فعبر عنه بالناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة. وهو متغير تابع. والبيانات هي ربع سنوية من الربع الأول 2010 إلى غاية الربع الأول من عام 2017 تم جمعها من الجهاز المركزي للمعلومات لمملكة البحرين <http://www.cio.gov.bh/> وتقارير صندوق النقد العربي <http://www.amf.org.ae/ar> والهيئة العامة للإحصاء للمملكة العربية السعودية <https://www.stats.gov.sa> / في حين لم نجد بيانات ربع سنوية للدول العربية الأخرى. فاضطررنا للاكتفاء بهذين البلدين.

ثانياً: خطوات منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL

عند استخدام منهجية Asymmetric ARDL نتبع الخطوات التالية¹:

- دراسة استقرارية متغيرات الدراسة والتأكد من أنها غير متكاملة من الدرجة الثانية؛
- استحداث $Incapit_t^+$ ، و $Incapit_t^-$ انطلاقاً من $Incapit_t$
- تقدير نموذج Asymmetric ARDL-ECM بطريقة Stepwise Regression
- اختبار التكامل غير الخطي Bounds test for Asymmetric co-integration
- اختبار عدم تماثل المعلمات المقدرة في الأجل الطويل.

وما تمتاز به منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL، هي نفسها ما تمتاز به منهجية التكامل المشترك لـ ARDL. تختلف عن أساليب التكامل المشترك الأخرى، مثل (Engle and Granger (1987)، (Johansen (1988)، (Johansen and Juselius (1990)، فبإمكان تطبيق التكامل المشترك بغض النظر عما إذا كانت المتغيرات المستقلة $I(0)$ أو $I(1)$ ، وليس أياً من المتغيرات درجة $I(2)$ أو درجة أعلى. ويمكن تطبيقها على عينات صغيرة الحجم، والسماح

2-Hassan haniif, Nonlinear ARDL (NARDL) Model With Eviews, available at, <http://hassanhaniif.blogspot.com/2017/03/nardl-with-eviews.html>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

باختبار العلاقة بين المتغيرات الأصلية (في المستوى Level) بغض النظر فيما إذا كانت المتغيرات هي $I(0)$ أو $I(1)$ أو مزيج منها¹.

أولا نقوم بصياغة العلاقة بين سوق المال والنمو الاقتصادي كما يلي:

$$GDP_t = f(vol_t, capit_t)$$

$$\ln GDP_t = \beta_0 + \beta_1 \ln vol_t + \beta_2 \ln capit_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

بحيث:

$\ln GDP_t$: اللوغاريتم الطبيعي الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي؛

$\ln capit_t$: تمثل اللوغاريتم الطبيعي للرسملة السوقية؛

$\ln vol_t$: اللوغاريتم الطبيعي كمية الأسهم المتداولة.

ثانياً نقوم بتحديد نموذج الانحدار غير المتماثل وفق Shin وآخرون 2011، كما يلي:

$$\ln GDP_t = \theta_0 + \theta_1 \ln vol_t + \theta_2 \ln capit_t^+ + \theta_3 \ln capit_t^- + \varepsilon_t \quad (2)$$

حيث تمثل المعلمات θ_i المعلمات في الاجل الطويل، والتأثير غير المتناظر للقيمة السوقية (الرسملة)، والمتمثل في التغيرات الموجبة لـ $\ln capit_t^+$ ، والسالبة لـ $\ln capit_t^-$ ، وتعتبر مجاميع جزئية موجبة وسالبة للمتغير $\ln capit_t$ ، وهي كما يلي:

$$\ln capit_t^+ = \sum_{i=1}^t \ln capit_i^+ = \sum_{i=1}^t \max(\ln capit_i, 0)$$

¹ - خالد محمد السواعي، أثر تحرير التجارة والتطور المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الأردن، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 1، 2015، ص: 20

$$\ln \text{capit}_t^- = \sum_{i=1}^t \ln \text{capit}_t^- = \sum_{i=1}^t \min(\ln \text{capit}_i, 0)$$

وإذا كان $\theta_2 > \theta_3$ ، يعني أن تأثير الصدمات الايجابية عند ارتفاع الرسملة لسوقية اكبر مقارنة بالصدمات السلبية عند انخفاض الرسملة السوقية، للنمو الاقتصادي.

ومنه يمكن كتابة المعادلة (2) في إطار نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد Unrestricted error correction المقدم من طرف Shin وآخرون كما يلي:

$$\begin{aligned} \ln \text{GDP}_t = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln \text{GDP}_{t-1} + \alpha_2 \ln \text{vol}_{t-1} + \alpha_3 \ln \text{capit}_t^+ + \alpha_4 \ln \text{capit}_t^- \\ & + \sum_{i=1}^q \rho_{1i} \ln \text{GDP}_{t-i} + \sum_{i=0}^p \rho_{2i} \ln \text{vol}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \rho_{3i} \ln \text{capit}_{t-i}^+ \\ & + \sum_{i=0}^n \rho_{4i} \ln \text{capit}_{t-i}^- + u_t \quad (3) \end{aligned}$$

حيث تمثل كل من n ، m ، p ، و q عدد التأخيرات، والمعلمات في الاجل الطويل يتم تقديرها بـ $\theta_2 = \alpha_3/\alpha_1$ ، $\theta_3 = \alpha_4/\alpha_1$ ، ومن مزايا نموذج Asymmetric ARDL يسمح لنا باكتشاف التأثير غير المتناظر للصدمات القيمة السوقية (الرسملة) على النمو الاقتصادي في الاجل الطويل، وانما حتى على المدى القصير¹.

1- دراسة استقرارية المتغيرات:

نقوم بإجراء اختبارين من أجل التأكد من خلو المتغيرات $\ln \text{GDP}_t$ ، $\ln \text{capit}_t$ ، $\ln \text{vol}_t$ أنها غير متكاملة من الدرجة الثانية.

¹ -Miloud Lacheheb, Abdalla Sirg, **Oil Price and inflation in Algeria : A nonlinear ARDL approach** , Topics in Middle Eastern and African Economies, Vol. 18, Issue No. 2, September 2016 P :6

- اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF)

الجدول رقم (4،10): نتائج اختبار جذر الوحدة ADF لسلسلة LnGDP, Invol, Incapit

الفرق الأول			المستوى			المتغيرات	سوق المال
بدون ثابت	ثابت واتجاه	مع الثابت	بدون ثابت	ثابت واتجاه	مع الثابت		
-3.828*	-4.401*	-3.908*	1.082	-1.878	-2.398	$LnGDP_t$	السعودية 02/01/2012- 31/12/2016
-8.386*	-8.629*	-8.379*	0.626	-3.291***	-3.220**	$lnvol_t$	
-7.007*	-6.897*	-6.976*	0.309	-2.060	-1.726	$Lncapit_t$	
-0.990	-5.831*	-5.948*	4.028	-5.486	-0.560	$LnGDP_t$	البحرين 02/01/2012- 31/12/2016
-5.240*	-5.025*	-5.121*	-0.234	-3.798**	-3.877*	$lnvol_t$	
-3.845*	-3.715**	-3.791*	0.281	-3.175	-2.128	$Lncapit_t$	

9 Eviews المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج 5% ** 1% *

الجدول رقم (4،11): نتائج اختبار جذر الوحدة PP لسلسلة LnGDP, Invol, Incapit

الفرق الأول			المستوى			المتغيرات	سوق المال
بدون ثابت	ثابت واتجاه	مع الثابت	بدون ثابت	ثابت واتجاه	مع الثابت		
-3.813*	-4.401*	-3.897*	0.905	-1.877	-2.398	$LnGDP_t$	السعودية 02/01/2012- 31/12/2016
-8.883*	-8.310*	-8.719*	0.748	-3.471***	-3.047**	$lnvol_t$	
-7.011*	-6.897*	-6.991*	0.309	-2.130	-1.607	$Lncapit_t$	
-7.095*	-16.731*	-16.762*	6.040	-5.480*	-1.027	$LnGDP_t$	البحرين 02/01/2012- 31/12/2016
-15.594*	-17.333*	-15.223*	0.342	-3.784**	-3.866*	$lnvol_t$	
-3.863*	-3.704**	-3.779*	0.252	-2.059	-1.705	$Lncapit_t$	

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج 9 Eviews

يتم تقدير نموذج Asymmetric ARDL باستخدام طريقة Stepwise regression، حيث تسمح باختزال المعلمات غير المعنوية من النموذج.

الجدول رقم (4،12): نتائج نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric

ARDL

نتائج السوق المال البحريني				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	6.030833	1.758791	3.428966	0.0037
GDP(-1)	-0.805925	0.224941	-3.582831	0.0027
VOL(-1)	0.035180	0.012095	2.908625	0.0108
CAPIT_P(-1)	0.090437	0.080540	1.122884	0.2791
CAPIT_N(-1)	-0.258042	0.059607	-4.329073	0.0006
DCAPIT_P	0.362019	0.081582	4.437469	0.0005
DCAPIT_N	-0.398512	0.143958	-2.768257	0.0143
DCAPIT_N(-2)	-0.222325	0.110208	-2.017320	0.0619
DVOL(-3)	-0.020610	0.009360	-2.201867	0.0437
DVOL(-2)	-0.029524	0.011164	-2.644504	0.0184
DVOL(-1)	-0.039651	0.012988	-3.052949	0.0081
DVOL(-4)	-0.017368	0.006454	-2.690975	0.0168
R-squared	0.830137	Mean dependent var		0.009060
Adjusted R-squared	0.705571	S.D. dependent var		0.024747
S.E. of regression	0.013428	Akaike info criterion		-5.481866
Sum squared resid	0.002705	Schwarz criterion		-4.905938
Log likelihood	86.00519	Hannan-Quinn criter.		-5.310612
F-statistic	6.664218	Durbin-Watson stat		2.201809
Prob(F-statistic)	0.000530			

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 9

نتائج السوق المالي السعودي				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	-1.248624	1.373792	-0.908889	0.3900
GDP(-1)	0.125777	0.109152	1.152316	0.2825
VOL(-1)	-0.165806	0.044611	-3.716727	0.0059
CAPIT_P(-1)	-0.147314	0.057687	-2.553705	0.0340
CAPIT_N(-1)	-0.151674	0.075186	-2.017311	0.0784
DCAPIT_N	0.342942	0.073775	4.648473	0.0016
DGDP(-2)	0.266799	0.113751	2.345464	0.0470
DCAPIT_P	0.143203	0.062291	2.298928	0.0506
DCAPIT_P(-3)	0.214814	0.165877	1.295020	0.2314
DVOL(-3)	0.063091	0.019248	3.277721	0.0112
DCAPIT_N(-3)	-0.324363	0.100148	-3.238825	0.0119
DGDP(-1)	-0.401319	0.145604	-2.756237	0.0248
DCAPIT_N(-2)	-0.386606	0.112173	-3.446518	0.0087
DVOL(-1)	0.130851	0.039319	3.327957	0.0104
DCAPIT_P(-1)	0.215954	0.096764	2.231753	0.0561
DGDP(-3)	-0.461718	0.152071	-3.036199	0.0162
DVOL(-2)	0.063938	0.022633	2.824947	0.0223
R-squared	0.971737	Mean dependent var		0.006575
Adjusted R-squared	0.915211	S.D. dependent var		0.046121
S.E. of regression	0.013430	Akaike info criterion		-5.562143
Sum squared resid	0.001443	Schwarz criterion		-4.733307
Log likelihood	86.52678	Hannan-Quinn criter.		-5.332259
F-statistic	17.19103	Durbin-Watson stat		2.097666
Prob(F-statistic)	0.000179			

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

اختبار الحدود للتكامل غير المتماثل Bounds test for Asymmetric co-integration

يتم اختبار العلاقة الطويلة الأجل بين الرسملة السوقية والنمو الاقتصادي باستخدام إحصائية F-statistic، الفرضية العدمية لا يوجد تكامل مشترك إذا كان المعنوية المشتركة للمعاملات $(H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = 0)$ ، والفرضية البديلة يوجد تكامل مشترك إذا كان $(H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq 0)$ ، ويتم مقارنتها بالقيم الحدود الذي قدمها pesaran وآخرون 2001، إذا كانت قيمة F أكبر من الحد الأعلى يعني ذلك رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية البديلة يعني ذلك وجود تكامل مشترك، وإذا كانت قيمة F أقل من الحد الأدنى تقبل بالفرضية العدمية بعدم وجود تكامل مشترك، وإذا وقعت بين الحدين الأعلى والأدنى، القرار يكون غير قاطع بوجود تكامل من عدمه¹.

الجدول رقم (4،13): نتائج اختبار الحدود للتكامل غير المتماثل Bounds test co-integration for Asymmetric

السوق المالي	F-Statistics	upper bound	lower bound	النتيجة
السعودي	7.989	5.61	4.29	متكامل عند 1%
البحريني	7.853	5.61	4.29	متكامل عند 1%

القيم المعيارية مأخوذة من جدول Pesarean وآخرون 2001، (Case III) unrestricted intercept and no trend

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 9

يظهر من نتائج الجدول أن قيمة F-statistic أكبر من حد الأعلى، يعني أنه يوجد تكامل مشترك غير خطي، بين سوق المال والنمو الاقتصادي للسوقين السعودي والبحريني عند مستوى 5%.

- تقدير العلاقة الطويلة الأجل بين السوق المال والنمو الاقتصادي:

¹ - Khalid M. Kisswani, Mohammad I. Elian, **Do Oil Prices affect Kuwait Sectoral Stock Prices: Non-Linear Cointegration Evidence**, available at http://erf.org.eg/wp-content/uploads/2017/03/Finc_ERF23AC_KisswaniElian.pdf P : 14

الجدول رقم (4،14): معاملات نموذج Asymmetric ARDL في الأجل

الطويل

coefficient	variable	السوق المالي
1.171*	$ln capit_t^+$	السعودي
1.205	$ln capit_t^-$	
1.318*	$ln vol_t$	
0.112	$ln capit_t^+$	البحريني
-0.320*	$ln capit_t^-$	
0.043*	$ln vol_t$	

*معنوية عند 1%

يتضح من الجدول أن التغيرات السالبة للرسملة السوقية -سوق البحرين- تؤثر سلباً على الناتج المحلي الإجمالي، انخفاض بوحدة واحدة للرسملة السوقية تؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي بنسبة تقدر بـ 32% في حين أن الناتج المحلي الإجمالي لا يتأثر بالزيادات التي تحصل في الرسملة السوقية، ومن جهة أخرى نجد أن التغيرات الموجبة غير معنوية، ولا تؤثر على الناتج المحلي الإجمالي. دليل على عدم فعالية سوق المال البحريني. رغم أن مؤشر كمية تداول حجم الأسهم يظهر بإشارة موجبة، ومعنوية إلا أنه يبقى التأثير ضعيف حيث زيادة حجم التداول بوحدة واحدة يؤدي إلى تحسين وزيادة الناتج المحلي الإجمالي بـ 4.2%. وعليه نجد أن الأثر السلبي للرسملة السوقية كان أكبر من حجم تداول كمية الأسهم في التأثير على النمو الاقتصادي.

في حين نجد ان التغيرات الموجبة لمؤشر سوق المال السعودي تؤثر ايجابيا على الناتج المحلي الاجمالي، حيث ان زيادة بوحدة واحدة لمؤشر الرسملة يؤدي الى زيادة الناتج المحلي الاجمالي 117% . وبالنسبة للتغيرات السالبة للمؤشر نجدها غير معنوية، يعني أنها لا تؤثر سلباً على الناتج المحلي الاجمالي.

- اختبار عدم تماثل مقدرات نموذج **Asymmetric ARDL** في الأجل الطويل

يتم التحقق فيما إذا كان هناك الأثر غير المتماثل، يعني ذلك أن أثر صدمات التغيرات الموجبة لا تماثل أثر صدمات التغيرات السالبة. ويتم ذلك باستخدام اختبار wald. تنص الفرضية العدمية أنه لا يوجد عدم تماثل إذا كان $\alpha_4/\alpha_2 = \alpha_5/\alpha_2$ ، الفرضية البديلة إذا كان $\alpha_4/\alpha_2 \neq \alpha_5/\alpha_2$ يعني ذلك يوجد عدم تماثل¹.

الجدول رقم (4،15): اختبار عدم تماثل التكامل المشترك

Bound testing for Asymmetric Cointegration

النتيجة	p-value	F-Statistics	السوق المالي
متكامل عند 5%	0.8502	0.038	السعودي
يوجد عدم تماثل	0.00	254.59	البحريني

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 9

يتضح من الجدول أن إحصائية F-statistic لنموذج السوق المالي البحريني معنوية أقل من 5%، ومنه نرفض الفرضية العدمية، ونقبل الفرضية البديلة، يعني ذلك أن أثر التغيرات السالبة أكبر من أثر التغيرات الموجبة (وجدنا التغيرات الموجبة ليست معنوية). وهذا ما يظهر أن النمو الاقتصادي في البحرين يتأثر سلبا في حالة تراجع القيمة السوقية (الرسملة). وهذا قد يكون مؤشرا على ان سوق البحرين تعد سوقا للمضاربة.

ومن خلال احصائية F-statistic لنموذج سوق المال السعودي فهي غير معنوية أكبر من 5% ومنه سوق المال السعودي متكامل مع الناتج المحلي الاجمالي. علما ان التغيرات الموجبة لمؤشر الرسملة كانت معنوية.

- اختبارات تشخيص جودة النموذج:

حتى نتأكد من سلامة النموذج فعلينا الكشف عن جودة النموذج كاختبار الاستقرار الهيكلي للمعاملات الأجل القصير والطويل. اختبار ثبات التباين، اختبار عدم ارتباط الأخطاء، واختبار التوزيع الطبيعي.

¹ Saeed khan meo, **Non linear (NARDL) using Eviews**, available at , <http://saeedmeo.blogspot.com/2017/06/non-linear-ardl-nardl.html>

- اختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity Test):

الجدول رقم (16،4): نتائج اختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity Test)

نموذج سوق المال البحريني			
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.994810	Prob. F(1,24)	0.3285
Obs*R-squared	1.034817	Prob. Chi-Square(1)	0.3090
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 9			

نموذج سوق المال السعودي			
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.018014	Prob. F(1,22)	0.8945
Obs*R-squared	0.019636	Prob. Chi-Square(1)	0.8886
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 9			

من خلال الجدول يظهر اختبار ARCH أن المعنوية الإحصائية لـ Obs*R-square غير معنوية، أكبر من 5% ومنه قبول الفرضية العدمية بثبات التباين ورفض الفرضية البديلة، أي أن نموذج السوق المالي البحريني وسوق المال السعودي لا يعاني من عدم ثبات الأخطاء.

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

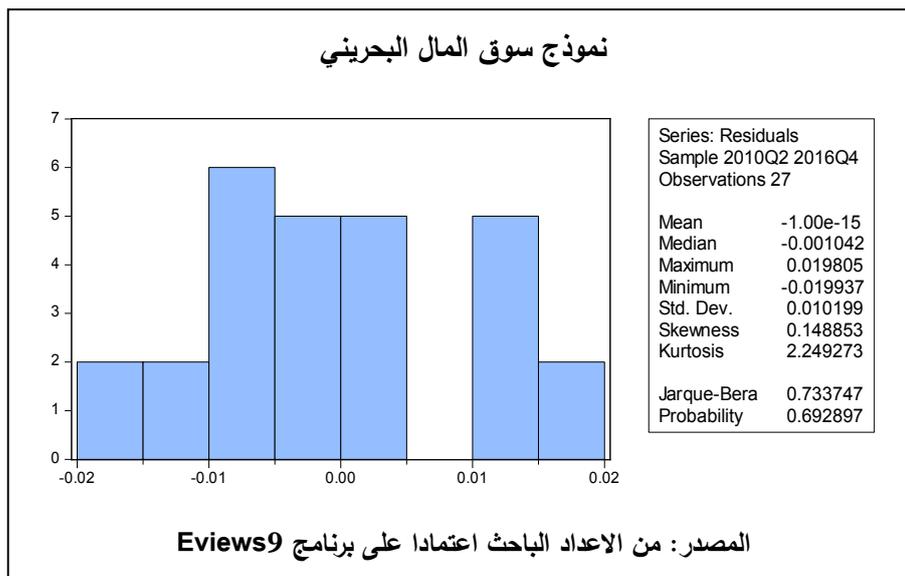
الجدول رقم (4،17): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

نموذج سوق المال البحريني			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.630976	Prob. F(2,13)	0.5476
Obs*R-squared	2.389063	Prob. Chi-Square(2)	0.3028
المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 9			
نموذج سوق المال السعودي			
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.018014	Prob. F(1,22)	0.8945
Obs*R-squared	0.019636	Prob. Chi-Square(1)	0.8886
المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 9			

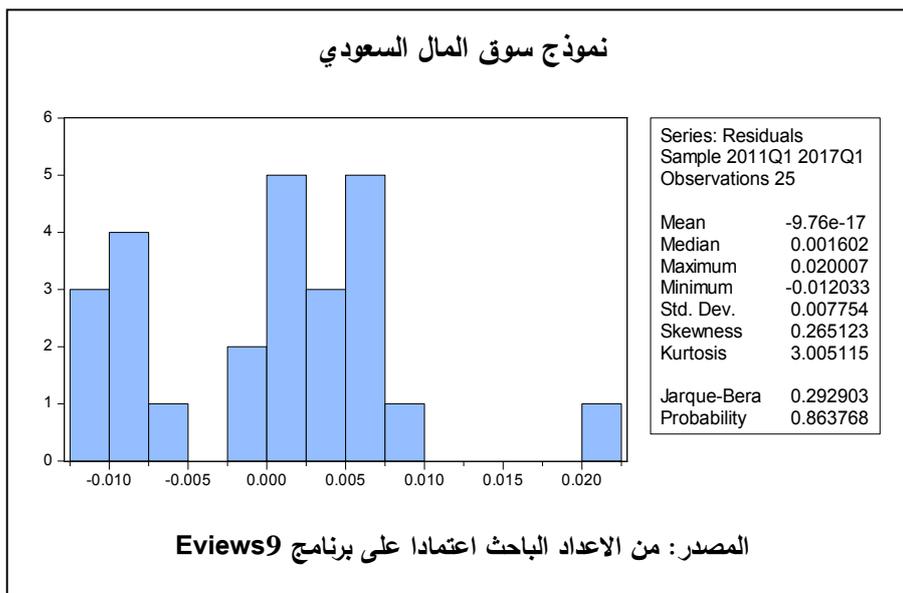
من خلال الجدول يظهر اختبار LM^1 test أن المعنوية الإحصائية لـ Obs*R-square غير معنوية، أكبر من 5% ومنه نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، لنموذج سوق المال البحريني. ونموذج سوق المال السعودي.

- اختبار التوزيع الطبيعي (Normality test):

الجدول رقم (4،18): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (Normality test)



¹ - The Lagrange Multiplier Test



يتم التحقق من التوزيع الطبيعي باستخدام اختبار Jarque-Bera، يتضح من الجدول أن معنوية الاختبار غير معنوي 0.69 وعليه الأخطاء تتوزع توزيعا طبيعيا لنموذج السوق المالي البحريني.

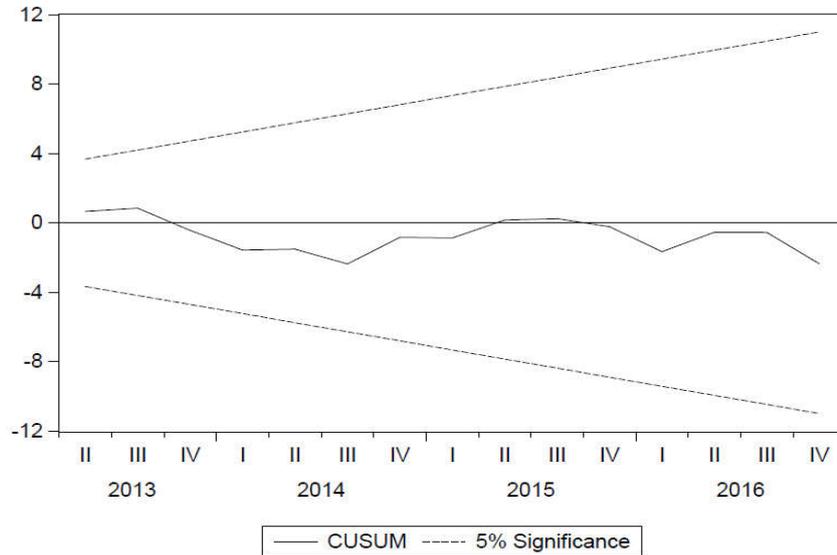
- اختبار الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة في الاجلين القصير والطويل (Stability test):

يتم اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات في الاجلين القصير والطويل، باستخدام اختبارين، أولا اختبار Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM)، وثانيا اختبار Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals (CUSUM_S). اختبار CUSUM يعتمد على المجموع التراكمي للبواقي العائدة من مجموعة الاولى للمشاهدات n حيث يتم تحديثها بشكل تكراري، ويتم رسمها في منطقة حدود، فيكون مخطط cusum معنوي إذا كان اقل من 5%، يعني ذلك ان مقدرات المعلمات ثابتة ومستقرة. ونفس الشيء بالنسبة لمربعات البواقي العائدة¹.

¹ -Nikolaos Dritsakis, **Demand for money in Hungary: An ARDL Approach**, Available at, <https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=549ebb9ed4c118ec2b8b45ea&assetKey=A%3A273659631996951%401442256949452> P : 17-18

الشكل رقم (3،4): المجموع التراكمي للبواقي العائدة CUSUM

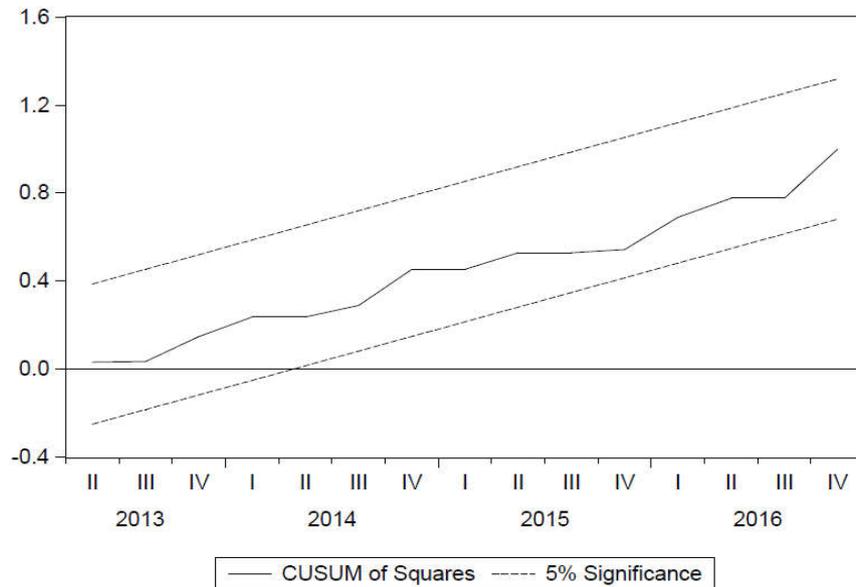
سوق المال البحريني



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews9

الشكل رقم (4،4): المجموع التراكمي لمربع البواقي العائدة CUSUM_S

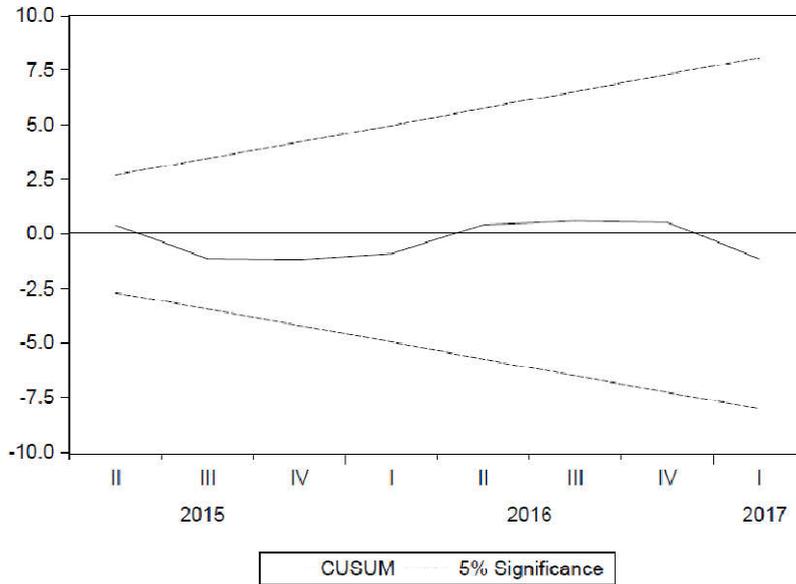
سوق المال البحريني



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews9

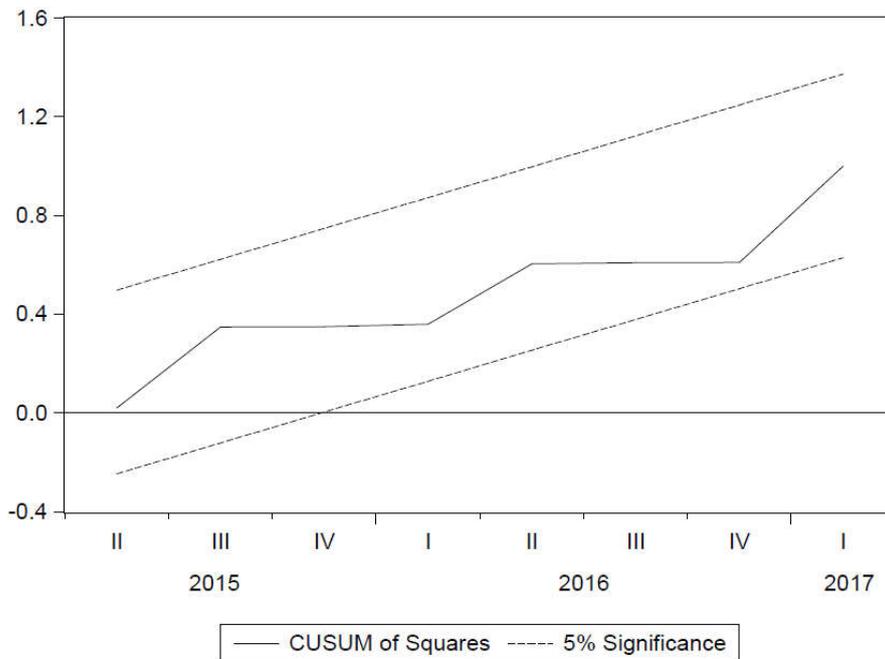
الشكل رقم (4,5): المجموع التراكمي للبواقي للعائدة CUSUM

سوق المال السعودي



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eviews9

الشكل رقم (4,6): المجموع التراكمي لمربع البواقي للعائدة CUSUM_S



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Eviews9

الفصل الرابع: دراسة قياسية لكفاءة الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

ومن خلال الشكلين لكل من $cusum$ و $cusum_s$ للسوقين البحريني والسعودي، يتضح أن معاملات نموذج $Asymmetric\ ARDL$ مستقرة هيكلية خلال المدة الزمنية، ويظهر جليا أن الخط يقع بين الخطين المتقطعين أي داخل الحدود، يعني أنها معنوية فهي اقل من 5%، يوحي ذلك بأن معاملات نموذج السوق المالي البحريني مستقرة فيما بينها.

خلاصة الفصل

شهدت الأسواق المالية العربية تطورا ملحوظا خلال السنوات السابقة، ويظهر ذلك عند تحليل لمؤشرات أدائها. فنجد مؤشر الرسملة السوقية لكل من سوق ابوظبي، دبي، ومسقط تطور بشكل كبير بين سنتي 2010 و2016، مقارنة ببقية الأسواق.

ومن خلال اختبارات قياس كفاءة الأسواق المالية اتضح أن السوقيين (السعودي والبحريني) غير كفؤة عند المستوى الضعيف، يعني أن أسعار الأوراق المالية لا تسير عشوائيا.

ومن خلال دراسة علاقة السوقيين الماليين بالنمو الاقتصادي عن طريق تحليل التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر السوق، وأثرها على الناتج المحلي الإجمالي.

فوجد أن الناتج المحلي الإجمالي للمملكة العربية السعودية يتأثر بالتغيرات الموجبة للمؤشر. في حين الناتج المحلي الإجمالي لمملكة البحرين يتأثر بالتغيرات السالبة. وقد يعود إلى الإصلاحات المبذولة من طرف هيئة سوق المال السعودي خلال السنوات الماضية.

الخاتمة

قد اختلف الاقتصاديون في تحديد العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، فنجد من الأعمال المؤيدة لدور الأسواق المالية كل من Levine و Hicks وغيرهم، وعلى النقيض الآخر نجد Lucas، دراسته قللت العلاقة بين المؤسسات المالية والنمو الاقتصادي.

فدراستنا المتمثلة في علاقة كفاءة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي، تركز على السوفين الماليين السعودي والبحريني، فمن خلال هذه الدراسة حاولنا إبراز تأثير التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر الرسملة السوقية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.

وكانت فترة الدراسة ما بعد 2010 إلى غاية 2016، فهذه الفترة تخللها اهتزاز كبير على الصعيد السياسي لمملكة البحرين، ما أثر سلبا على النمو الاقتصادي. في حين سوق المال السعودي شهد استقرارا.

ولدراسة كفاءة الأسواق المالية، من أجل تحديد مستوى الكفاءة عند المستوى الضعيف تم الاعتماد على اختبارات قياسية كاختبار استقرارية مؤشر BAH و TASI باستخدام ADF و PP و KPSS، وأجمعت كل هذه الاختبارات على أن الأسواق المالية محل الدراسة تخضع لفرضية السير العشوائي. واستعمل أيضا الإحصاء الوصفي في معرفة فيما إذا كان هذين السوفين كفؤا عند المستوى الضعيف باستخدام إحصائية كل من Jarque-Bera و Skewness و Kurtosis حيث تثبت هذه الإحصائيات أن المؤشرات المالية تسير عشوائيا.

إلا أن الاختبارات القياسية الأخرى كاختبار الارتباط المتسلسل لسلسلة العوائد (ACF)، فوجد أن قيم المشاهدات ترتبط فيما بينها وعليه السوفين الماليين لا يتمتعان بفرضية السير العشوائي، وما يؤكد ذلك اختبار نسبة التباين (VR) فجميع القيم أكبر من الواحد. وعليه يمكن اعتبار أن السوفين غير كفؤين عند المستوى الضعيف

وقد اعتمدنا في هذه الدراسة للتعبير عن أداء الأسواق المالية وكفاءتها بمؤشر حجم تداول الأسهم، ومؤشر الرسملة السوقية كمتغير مستقل، الذي اخذ قيم موجبة تعبر عن التغيرات الموجبة الحاصلة في السوق، وقيم سالبة تعبر عن انخفاض المؤشر في السوق. والمتغير التابع تمثل في الناتج المحلي الإجمالي الذي يعبر عن النمو الاقتصادي. وكان النموذج الذي اعتمد في الدراسة هو منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL

نتائج اختبار الفرضيات:

- فيما يتعلق بالفرضية الأولى التي تنص على أن النمو الاقتصادي يتأثر بكفاءة الأسواق المالية عند المستوى الضعيف، تم نفي الفرضية باعتبار أن سوق الأسهم السعودي استطاع أن يساهم في دعم النمو الاقتصادي رغم عدم كفاءته.
 - فيما يتعلق بالفرضية الثانية التي تنص على أنه توجد علاقة طردية بين التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر الرسملة السوقية والناجح المحلي الإجمالي السعودي والبحريني، فقد ثبت صحة هذه الفرضية. فنجد أن زيادة بوحدة واحدة للتغيرات الموجبة لمؤشر الرسملة السوقية لسوق المال السعودي يؤدي الى زيادة بنسبة تقدر ب 117%، في حين أن التغيرات السالبة لمؤشر الرسملة السوقية للسوق المال البحرينى أدى إلى انخفاض الناجح المحلي الإجمالي بنسبة تقدر ب 32%.
 - أما الفرضية الثالثة التي تشير إلى أن نموذج Asymmetric ARDL نموذج كفو يساعد على دراسة تكامل كفاءة الأسواق المالية والنمو الاقتصادي. فنجد أن نتائج اختبارات تشخيص جودة النموذج كلها محققة وجيدة، فالنموذج لا يعاني من أي مشكل قياسي.
- من خلال الدراسة نستخلص ما يلي:
- تعد الأسواق المالية من المؤسسات الهامة في الاقتصاد، تساهم في تخصيص الموارد بشكل كفو.
 - أن السوقين الماليين السعودي والبحريني غير كفو عند المستوى الضعيف، حسب اختبارات قياس الكفاءة.
 - تعتبر منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل من النماذج الملائمة للعينات ذات الحجم الصغير.
 - يعد سوق الأسهم السعودي، من بين الأسواق المالية الذي استطاع أن يساهم في دعم النمو الاقتصادي، وهذا نتيجة الخطة الإستراتيجية التي تبنتها هيئة السوق المالية السعودية.

- التوصيات:

- على الأسواق المالية العربية بذل المزيد من الجهود للرفع من كفاءتها وفعاليتها حتى تقوم بالدور المنوط به.

- استحداث آليات تسمح بتوفير المعلومات، بهدف رفع درجة الشفافية والإفصاح داخل السوق.

- تسهيل عمليات الخصخصة، بهدف الرفع من كفاءتها.

- توفير الأمان للمستثمرين، لتشجيعهم على الاستثمار في سوق المال.

- العمل على استقرار اللوائح والأنظمة المعمول بها في السوق.

- الاستفادة من تجارب وخبرات بعض الأسواق المالية العربية التي استطاعت أن ترفع من مستويات كفاءتها.

- تشجيع المؤسسات بالدخول إلى السوق. مما يتيح تنوع الأوراق المالية.

- آفاق الدراسة:

إن موضوع كفاءة الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي خاصة الدول العربية لا يزال مجالاً خصباً للبحث فيه، ونقترح بحوث تكمل هذا العمل ومنها:

- محاولة التنبؤ ودراسة علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي باستخدام نصيب الفرد من الدخل الحقيقي؛

- دراسة كفاءة الأسواق المالية الإسلامية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.

قائمة المراجع

- الكتب

- 1- أحمد الأشقر، الاقتصاد الكلي، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007 .
- 2- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، اليازوري، عمان، الأردن، 2010
- 3- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، عمان الأردن، 2010
- 4- السيد محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط1، مؤسسة رؤية، الإسكندرية، مصر، 2010
- 5- اياد عبد الفتاح النسور، أساسيات الاقتصاد الكلي، ط2، دار صفاء، عمان، الأردن، 2014
- 6- بن قدور أشواق، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، ط1، دار الراية، عمان، الأردن، 2013
- 7- جابر عبد العزيز، بورصة الأوراق المالية الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010
- 8- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 2002
- 9- جيهان جمال، عالم البورصة، دون مكان النشر، 2008.
- 10- حسين بني هاني، الأسواق المالية، ط1، دار الكندي، الأردن، 2014
- 11- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، ط1، دار الأيام، عمان، الأردن، 2015
- 12- خبابة عبد الله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2014
- 13- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار المسيرة، عمان الأردن، 2012
- 14- ديماء وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، ط1، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2015
- 15- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، ط3، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2014

- 16- سالم توفيق النجفي، احمد فتحي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية والفقير مع إشارة خاصة إلى الوطن العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، ط1، بيروت، لبنان، 2008
- 17- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق ، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009
- 18- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2015
- 19- شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، دار الحامد، ط1، 2011، عمان، الأردن
- 20- صلاح حسن، البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية، ط1، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2011
- 21- ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008
- 22- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006
- 23- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 2010
- 24- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008
- 25- عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، ط1، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015
- 26- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2006
- 27- عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وأساسيات الاستثمار، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010
- 28- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008
- 29- عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010
- 30- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010

- 31- علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012
- 32- فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009
- 33- فريدريك م. شرر، تعريب على ابو عمشة، نظرة جديدة إلى النمو الاقتصادي وتأثره بالابتكار التكنولوجي، ط1، مكتبة العبيكان، السعودية، 2001
- 34- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج 1، ط1، دار كنوز اشبيليا، 2005
- 35- محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006
- 36- محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008
- 37- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008
- 38- محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح، السيد الصيفي، الاستثمار في البورصة مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2011
- 39- محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014
- 40- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011
- 41- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، ط1، عمان، الأردن، 2005
- 42- محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013
- 43- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية (نظريات وسياسات وموضوعات)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007

- 44- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، ط2، المطبعة التجارية، بيروت، لبنان، 1967
- 45- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ج1، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008
- 46- مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009
- 47- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، ط1، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2007
- 48- نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها-تاريخها-مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، 2012
- 49- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ط1، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996
- 50- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 2015
- 51- والت ويتمان روستو، مراحل النمو الاقتصادي، ترجمة محمد محمود الامام، بدون سنة النشر

- الرسائل والأطروحات الجامعية

- 1- أسماء مصطفى احمد شاويش، الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي، مذكرة ماجستير، تخصص: الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، 2007
- 2- ألفت فتحي سالم أبو عابدة، استخدام الطرق الإحصائية في التنبؤ بأسعار الذهب العالمية، مذكرة ماجستير، تخصص: الإحصاء، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2015
- 3- اياد فلاح حسن الزيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، مذكرة ماجستير، تخصص العلوم الاقتصادية، الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنيمارك، 2009

- 4- بلجالية سمية، اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة قسنطينة، 2010
- 5- بن ختو يوسف، العلاقة بين سعر الصرف الموازي والقدرة الشرائية- حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد قياسي مالي وبنكي، جامعة تلمسان، 2016/2015
- 6- بن دحان الياس الازهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، 2013
- 7- بن زاير مبارك، تأثير المالية السلوكية على كفاءة الأسواق المالية (دراسة قياسية باستخدام نظرية chaos)، أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2016/2015
- 8- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2012/2011
- 9- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج في الدراسات العليا PGS، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2007
- 10- بيوض محمد العيد، تقييم أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة في الاقتصادات المغربية دراسة مقارنة: تونس، الجزائر، المغرب، مذكرة ماجستير، تخصص الاقتصاد الدولي والتنمية المستدامة، جامعة سطيف، 2011/2010
- 11- جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2013/2012
- 12- حاج بن زيدان، دراسة النمو الاقتصادي في ظل تقلبات أسعار البترول لدى دول المينا دراسة تحليلية قياسية حالة: الجزائر والمملكة العربية السعودية ومصر 1970-2010، أطروحة دكتوراه، تخصص: اقتصاد، جامعة تلمسان، 2013/2012
- 13- حسام مسعودي، واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012/2011
- 14- حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد، جامعة الأزهر، غزة، 2010
- 15- حمداني الزهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية دولية، جامعة وهران، 2012

- 16- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة باتنة، 2015/2014
- 17- دربال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2014
- 18- ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012/2011
- 19- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2015
- 20- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007
- 21- زكاري محمد، دراسة العلاقة بين النفقات العمومية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2012، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد كمي، جامعة بومرداس، 2014/2013
- 22- زير مي نعيمة، اثر التحرير التجاري على النمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة دكتوراه، تخصص: المالية الدولية، جامعة تلمسان، 2016/2015
- 23- سعيد سفيان العبادلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاديات التنمية، الجامعة الإسلامية غزة، 2013
- 24- سفيان حلوفي، اثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة، مذكرة ماجستير، تخصص التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، جامعة قسنطينة، 2011
- 25- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012/2011
- 26- صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، 2006
- 27- عادل زقير، اثر تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي خلال الفترة 1998-2012، أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015/2014
- 28- عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة، 2014/2013

- 29- عدي عباس عبد الأمير الكريطي، تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق، مذكرة ماجستير، تخصص: إدارة الأعمال، جامعة كوفة، 2013
- 30- عقبة خضير، اثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة الماجستير، تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة بسكرة، 2015/2014
- 31- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الشلف، 2016/2015
- 32- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015/2014
- 33- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2010/2009
- 34- محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007
- 35- محمود محمد سمير، تحليل سلوك الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011
- 36- ناجي بن حسين، دراسة تحليلية لمناخ الاستثمار في الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007/2006
- 37- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الاعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007
- 38- هاني انور صالحه، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص: المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007
- 39- وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها حالة الجزائر، مصر، السعودية دراسة مقارنة (1990-2010)، أطروحة دكتوراه، التخصص العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2014/2013
- الدوريات والنشریات:
- 1- ابراهيم اونور، تطور أسواق المال والتنمية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 86، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، أكتوبر 2009

- 2- أبو ذر يوسف علي أحمد، عادل موسى يونس، استخدام السلاسل الزمنية للتنبؤ بإنتاجية الصمغ العربي في سوق محاصيل الأبيض للفترة (1960-2012)، مجلة البحث العلمي للعلوم والآداب، العدد15، جامعة الدننج، السودان
- 3- اديب قاسم شندي، الأثر المتبادل بين ظاهرة البطالة والنمو الاقتصادي في الاقتصاد العراقي للمدة 1990-2012، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة واسط، العدد 20، 2015، العراق
- 4- أنوار سعيد إبراهيم، العلاقة السببية بين رأس المال البشري والنمو الاقتصادي للعراق وعدد من دول الجوار العربي للفترة (1970-2010)، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 7، الإصدار 14، جامعة الانبار، العراق، 2015
- 5- أياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، سيولة الأسواق المالية وأثرها في عوائد الأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد20، العدد 76، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2014
- 6- أياد طاهر محمد، تحليل ومناقشة سيولة وعوائد الأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بالمؤتمر العلمي الخامس، 2014، العراق
- 7- إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 7، العدد 23، جامعة تكريت، العراق، 2011
- 8- بشير هادي عودة، زهرة حسن عباس، مصطفى مهدي حسين، الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح، مجلة دراسات إدارية ، المجلد2، العدد4، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، 2008
- 9- بوعافسة رشيد، جليد نور الدين، حاجي العلجة، الأسواق المالية العربية بين إمكانيات الربط ومعوقات التكامل، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد10، المجلد1، جامعة خميس مليانة، 2014
- 10- بوعزة عبد القادر، مسعودي محمد، قراءة في ماهية الابتكار المالي والهندسة المالية، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 4، ديسمبر 2014، جامعة أدرار
- 11- بوعويينة سليمة، جدي أسماء، المصارف الالكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة ، العدد3، ديسمبر 2013
- 12- ثريا الخرزجي، أياد كاظم حسون، تحليل العلاقة بين التضخم والنمو الاقتصادي (1980-2010)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 18، العدد 1، جامعة القادسية، العراق، 2016

- 13- جعفر باقر محمود علوش، نور حازم محمد، قياس المخاطر والتنبيؤ بمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية باستخدام منهجية بوكس جينكينز، مجلة واسط للعلوم الإنسانية، المجلد 11، العدد 30، جامعة واسط، العراق، 2015
- 14- جليل كاظم مدلول العارضي، علي رزاق العابدي، الآفاق والمقومات الرئيسية لإستراتيجية تفعيل آلية سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 4، جامعة الكوفة، العراق، 2005
- 15- جليل كاظم مدلول العارضي، محمد حسين منهل العيساوي، ندى عبد القادر عبد الستار الشريدة، إبعاد المنطق الاستراتيجي وتأثيرها في قيمة الأسهم في سوق المال، مجلة الغري، المجلد 12، العدد 35، 2015
- 16- حاكم محسن محمد، عدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، العدد 174، الإصدار 11، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، العراق، 2014
- 17- حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 4، ديسمبر 2013
- 18- حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، فيفري 2004، جامعة بسكرة
- 19- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004
- 20- حسن صبحي العباس، الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 10، العراق، 2005
- 21- حسن كريم حمزة، الدور التمويلي للمصارف العراقية في تحقيق النمو الاقتصادي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، المجلد 9، العدد 32، العراق، 2015
- 22- حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته - تحليل وتقييم مؤشراته، مجلة مركز دراسات الكوفة، جامعة الكوفة، العدد 1، الإصدار 24، 2012
- 23- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة سطيف، الجزائر، 2011

- 24- حلا سامي خضير، تقييم أداء سوقي العراق والسعودية للأوراق المالية والمقارنة فيما بينهما للمدة 2004-2007، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 5، العدد 16، 2009، جامعة تكريت، العراق
- 25- حمد عبد الله الغنام، تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية باستخدام منهجية Method Box-Jenkins، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد 17، العدد 2، 2003
- 26- خالد محمد السواعي، أثر تحرير التجارة والتطور المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الأردن، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 1، 2015
- 27- دليلة طالب، قياس اثر الانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1980-2012، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، الجزء 2، العدد 4، جامعة محمد الأول، وجدة، المغرب، 2015
- 28- دينا أحمد عمر، اثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، العدد 96، مجلد 31، 2009
- 29- ربيع قاسم ثجيل، سبل زيادة مكاسب الفقراء من النمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة واسط، العدد 18، العراق، 2015
- 30- رجاء خيضر عبود الربيعي، صباح رحيم مهدي الاسدي، اثر حركة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي في ظل تحرير التجارة العالمية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، العدد 8، جامعة بابل، العراق، 2013
- 31- رضا صاحب أبو حمد، توزيع الدخل والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة دراسات إسلامية معاصرة، الإصدار 1، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الكربلاء، العراق، 2010
- 32- رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون، قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1960-2010)، مجلة تنمية الرافدين، العدد 114، المجلد 35، جامعة الموصل، العراق، 2013
- 33- رفاه عدنان نجم ، أنوار سعيد إبراهيم، اثر تقلبات أسعار الصرف في النمو الاقتصادي الهندي للمدة 1980-2012، مجلة دراسات إقليمية ، الإصدار 34، جامعة الموصل، العراق، 2014
- 34- زهير حامد الزبيدي، كفاءة الأسواق المالية العربية الواقع والطموح نظرة تحليلية، مجلة ديالي للبحوث الإنسانية، العدد 54، جامعة ديالي، العراق، 2013

- 35- زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل تقييم أسعار المنتجات المالية
- دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم
العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد13، جانفي 2015
- 36- زينب توفيق السيد، عدالة توزيع الدخل والنمو الاقتصادي: الحالة المصرية نموذجا،
مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 69-70، 2015
- 37- سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق
عمان للأوراق المالية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، الجامعة الأردنية،
2014
- 38- سعد عبد النجم العبدلي، هبة سعد رشيد، تحليل العلاقة بين تجارة العراق الخارجية
والنمو الاقتصادي (1980-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية المجلد 22، العدد89،
كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2016
- 39- سمير شرف، اسماعيل شعبان، هدى اسبر، دور السوق المالية في تفعيل النمو
الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم
الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، سوريا، 2009
- 40- شقيري نوري موسى، وليد أحمد الصافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال
تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطرة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19،
العراق، 2009
- 41- شقيري نوري موسى، جيهان ونس عبد العزيز، اختبار كفاءة بورصة عمان عند
المستوى شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات، مجلة كلية
بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد33، العراق، 2012
- 42- شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم
الاقتصادية والتسيير، العدد 10، جامعة سطيف، الجزائر، 2010
- 43- شوقي جباري، محمد محبوب الحدد، مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو
الاقتصادي لدول شمال إفريقيا -دراسة حالة (تونس - ليبيا - مصر)، مجلة مركز دراسات
الكوفة، الإصدار 1، العدد 31، جامعة الكوفة، العراق، 2013
- 44- شيرين الحمداني، عبد الكريم البطاينة، العلاقة بين التبعية المالية والمنافسة ومعدل
النمو الاقتصادي في الأردن، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد 30، العراق، 2012
- 45- طروبيا نذير، الهندسة المالية الإسلامية كاستراتيجية لعلاج تصدع النظام المالي
الدولي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 4، ديسمبر 2014، جامعة أدرار

- 46- طلال محمود كداوي، دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 17، العراق، 2007.
- 47- عامر كمال، نظرية التوقعات الرشيدة وكفاءة أسواق المال، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 2، العدد 11، جامعة خميس مليانة، 2014
- 48- عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة الكربلاء، المجلد 8، العدد 32، 2012، العراق
- 49- عبد الجبار سهيلة، السلامي أسماء، اثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 4، ديسمبر 2014، جامعة أدرار
- 50- عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية، دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، مجلد 9، العدد 32، 2015
- 51- عبد الرسول علي، طبيعة النظام المالي ضرورة أم اختيار؟، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 71، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2013
- 52- عبد الغفار دادن، إبراهيم بختي، إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة 2005-2009، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، المجلد 2، العدد 7، 2014
- 53- عبد النافع الزرري، عاطف بطارسة، أثر الإنفاق الاستثماري لكل من القطاعين العام والخاص على النمو الاقتصادي في الأردن 1990-2012، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 17، العدد 2، جامعة القادسية، العراق، 2015
- 54- عثمان لخلف، معمر حمدي، إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، دفاثر البحوث العلمية، العدد 3، المركز الجامعي تيبازة، ديسمبر 2013
- 55- عدنان محمد حسن الشدود، صادق زوير لجلاج السعيد، تحديد اتجاهات العلاقة بين العمق المالي والنمو الاقتصادي في العراق للمدة (1990-2010)، مجلة القادسية للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة القادسية، المجلد 15، العدد 1، العراق، 2013
- 56- علي احمد البلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي، حالة مصر، 1974-2002، أوراق صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، العدد 9، افريل 2004
- 57- فضيل رابح، حوشين يوسف، أثر رأس المال البشري على المدى الطويل في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 9، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2011

- 58- كريم عبد النبي، أهمية الدور الاقتصادي للأسواق المالية مع التركيز على السوق العراقية للأوراق المالية، مجلة المنصور، العدد9، كلية المنصور الأهلية، 2006، العراق
- 59- محمد الحسن الخليفة، النمو الاقتصادي في الدول الإفريقية بين المتغيرات المحلية والعالمية، مجلة المصرفي، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي، العدد69، 2013
- 60- محمد الناصر حميدان، نماذج النمو، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، المجلد 2، العدد7، 2014
- 61- محمد بن بوزيان، لحسين جديدين، بن امير بن حاسين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013، جامعة ورقلة.
- 62- محمد حسن عودة، دراسة وتحليل العلاقة بين الانفتاح والنمو الاقتصادي ومدى مساهمته في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى العراق (1997-2012)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، المجلد 1، العدد 37، العراق، 2016
- 63- محمد عيسى شحاتيت، سعود موسى الطيب، قصي محمد الطراونة، اثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 1، الأردن، 2014
- 64- محمد مدلول علي، أسواق المال العربية الواقع وتحديات المستقبل، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، العدد 4، العراق، 2008
- 65- محمود جاسم عباس، النمو الاقتصادي...المؤشرات الأساسية في الاقتصاد العراقي(1970-2008)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الاصدار 27، العراق، 2011
- 66- محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي للبحوث الإنسانية، العدد 54، جامعة ديالي، العراق، 2012
- 67- مروان جمعة درويش، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 23، 2011
- 68- مفيد ذنون يونس، كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 29، الإصدار 79، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2005

- 69- مفيد ذنون يونس، سياسات الخصوبة في الدول العربية وتأثيرها على النمو الاقتصادي، مجلة البحوث المستقبلية، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العدد 12، العراق، 2005
- 70- مناضل عباس حسين الجواري، محسن عبد الله الراجحي، السيد مشكور حنون كاظم، الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 24، العراق، 2009
- 71- منور أوسرير، امحمد بزيرية، الإدارة الالكترونية وأثارها على كفاءة أسواق الأوراق المالية سوق الأسهم السعودي نموذجاً، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة ، العدد3، ديسمبر 2013
- 72- مهدي عطية موحى الجبوري، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، العدد 4، العراق، 2014
- 73- ميسون علي حسين الليلة، تحليل واقع العمل في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، المجلد208، الاصدار 13، جامعة بابل، العراق، 2014
- 74- هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين، نظام التداول الالكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد22، العدد 92، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2016
- 75- هني محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة "دراسة حالة بورصة المغرب والكويت"، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد11، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2012
- 76- هيثم عبد الله سلمان، علاقة النمو بالاقتصادي في العراق بعد عام 2003، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد21، العدد 81، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق 2015
- 77- يوسف مسعداوي، كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 42، العراق، 2014

- التقارير:

- 1- التقرير السنوي الحادي والعشرون، سوق الخرطوم للأوراق المالية، العدد2015، 21
- 2- مركز الخليج لسياسات التنمية، الخليج 2013 الثابت والمتحول، الكويت، 2013

3- أخبار الاتحاد، اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، نشرة، الإصدار 7، 2014

- المؤتمرات والملتقيات والندوات:

- 1- أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، حفيظة عزازن، الانفتاح التجاري، تطوير القطاع المالي، والنمو الاقتصادي: أدلة تجريبية من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- 2- إيمان بن السراج، عفاف بشيري، أسواق المال بين النظرية المالية الحديثة والمالية السلوكية، ورقة علمية مقدمة الى الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، يومي 14 و15 افريل 2016، جامعة المسيلة
- 3- باريك مراد، بن مريم محمد، السوق المالي ونمو الأداء الاقتصادي في الجزائر، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، يومي 17 و18 نوفمبر 2015، جامعة سكيكدة، الجزائر
- 4- بن علال بلقاسم، بن بوزيان محمد، التطور المالي أساس نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية: حالة النظام المصرفي الجزائري 1990-2011، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- 5- جديدين لحسن، مراد اسماعيل، اثر سلوك المستثمرين على عوائد الاستثمار في الأوراق المالية -دراسة بورصة عمان 2014-2016، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، يومي 14 و15 افريل 2016، جامعة المسيلة، الجزائر
- 6- خزار محمد، التنمية والتنمية المحلية بين المقومات والتحديات، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الوطني الثاني حول التنمية البديلة لقطاع المحروقات في الجزائر، يومي 7 و8 مارس 2016، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، الجزائر
- 7- راتول محمد، مداحي محمد، انعكاسات العولمة المالية على الأسواق المالية العربية على ضوء أزمة 2008، مداخلة مقدم إلى الملتقى الوطني الأول حول عولمة أسواق المال في ظل المعلوماتية- فرص ورهانات- يومي 29/30 افريل 2012، جامعة قالمة.
- 8- سليمان عبادي، دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية... عقد من الصمود والانجاز والتحدي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، غزة، فلسطين، سبتمبر 2007

- 9- شكوري سيدي محمد، شبيبي عبد الرحيم، العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و 7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- 10- صالح صالح، تأثير البرامج الاستثمارية على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكينزية وإستراتيجية النمو غير المتوازن للفترة 2001-2014، ورقة علمية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، يومي 11-12 مارس 2013، جامعة سطيف، الجزائر
- 11- طهراوي فريد، وادي عز الدين، تفعيل عوامل النمو الاقتصادي من أجل تحقيق إقلاع وتكامل اقتصاديين في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1970-2014، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حل متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات، يومي 29 و 30 نوفمبر 2016، جامعة البويرة، الجزائر
- 12- عاطف علاونة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي السادس حول المؤسسات المالية والاستثمارية، يومي 17 و 18 نوفمبر 2008، دمشق، سوريا
- 13- عبد القادر عيادي، اثر الإفصاح المحاسبي على الأسواق المالية الناشئة الدروس المستفادة بالنسبة للجزائر، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، يومي 17 و 18 نوفمبر 2015، جامعة سكيكدة، الجزائر
- 14- عتو شارف، اجري خيرة، التطور النقدي وأثره على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1970-2011)، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و 7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- 15- عمر مفتاح الساعدي، القطاع المصرفي الليبي ودوره في زيادة النمو الاقتصادي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: النظام المالي والنمو الاقتصادي، يومي 6 و 7 ماي 2014، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- 16- كمال ديب، اثر المستجدات البيئية في تحويل التنمية من مفهومها التقليدي إلى الاستدامة، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الوطني الثاني حول التنمية البديلة لقطاع المحروقات في الجزائر، يومي 7 و 8 مارس 2016، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، الجزائر.

- 17- كيسى مسعود، طاهري الصديق، قراءة في ماهية التنمية وأساليب قياسها، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الوطني الثاني حول التنمية البديلة لقطاع المحروقات في الجزائر، يومي 7 و 8 مارس 2016، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، الجزائر
- 18- مدوري عبد الرزاق، عرض وتقييم آثار البرامج الاستثمارية على النمو الاقتصادي في الجزائر (نظرة تحليلية)، ورقة علمية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، يومي 11-12 مارس 2013، جامعة سطيف، الجزائر
- 19- نادية العقون، سامية مقعاش، دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار المسئول اجتماعيا وتحقيق التنمية المستدامة، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسات المالية للمؤسسة، يومي 14 و 15 افريل 2016، جامعة المسيلة

- المراجع باللغة الأجنبية:

- Abdul Haque, Hung-chun Liu, Fakhar Un Nisa, Testing the weak form Efficiency of Pakistani Stock Market (2000-2010), International Journal of Economics and Financial, Vol 1, No 4,2011
- Batool Asiri, Hamad Alzeera, Is the Saudi Stock Market Efficient? A case of weak-form efficiency, Research Journal of Finance and Accounting , Vol.4, No.6, 2013
- Chiny Faycal, Mir Ahmed, Test de l'efficience du Marché Financier Marocain, Global Journal of Management and Business Rechearch :Finance, Volume 15 ,Issue 2, version 1.0, years 2015
- Christophe Barraud, De l'efficience des marchés financiers à la finance comportementale, Techniques et recherche, Analyse Financière, N35
- Dominique Guelle, Pierre Ralle, Les nouvelles théories de la croissance, éditions la découverte, 5 éd, paris, 2003
- Éric Chardoillet, Marc Salvat, L'essentiel des marchés financiers, Groupe Eyrolles, édition d'organisation, 2010
- Francesco Guidi, Rakesh Gupta, Are ASEAN stock market effecient ? Evidence from univariate and multivariate variance ratio tests, Discussion papers finance, Griffith Business School, 2011
- Frank J.Fabozzi, Pamela Peterson Drake, Finance : capital markets, financial management, and investment management, hoboken, New Jersey, 2009

- Jack Broyles, **Financial Management and Real Options**, Wiley, 2003
- James Bradfield, **Introduction to the economics of financial markets**, Oxford University Press 2007
- John Y.Campbell, Andrew W.Lo, A.Craig Mackinlay, **The Econometrics of financial markets**, Princeton university press, 1997
- Ibrahim Awad, Zahran Daraghma, **Testing the Weak-Form Efficiency of the Palestinian Securities Market**, issue 32, 2009
- Levine Ross, Sara Zervos, **Stock Markets, Banks, and Economic Growth**, The American Economic Review, Vol. 88, No. 3. (Jun., 1998)
- Miloud Lacheheb, Abdalla Sirg, **Oil Price and inflation in Algeria : A nonlinear ARDL approach** , Topics in Middle Eastern and African Economies, Vol. 18, Issue No. 2, September 2016
- Mohamed Khaled Al-Jafari, Hatem Hatf Abdulkadhim, **Variance Ratio Test and Weak-Form Efficiency of Bahrain Bourse**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 88, 2012
- Osama M.Badr, **Stock Market Development and Economic Growth : Evidences from Egypt**, International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 6, No. 2, April 2015
- Ross Levine , **Financial development and economic growth : Views and Agenda**, Journal of Economic Literature, vol xxxv, june 1997
- Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani, **Stock markets, Bank, and economic growth : Empirical evidence from the MENA region**, Research in International Business and Finance, Volume 21, Issue 2, June 2007
- Thorsten Beck, Ross Levine, **Stock markets, banks, and growth : Panel evidence**, Journal of Banking & Finance 28 (2004) 423–442
- Yves Jégourel, Marchés, **produits et acteurs les produits dérivés : outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation ?**, cahiers français , n 361

- الأوراق الالكترونية:

1- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، **علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية**، مجلة تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2008، ص: 74. متاح على الرابط التالي:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=33757>

- 2- اضاءات مالية ومصرفية، البورصة، نشرية توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 5، الكويت، 2010، متاح على الرابط التالي:
http://www.kibs.edu.kw/Ar_Edaat_2010.cms
- 3- جلال خشيب، النمو الاقتصادي، مكتبة اللوكة، متاح على الرابط التالي:
<http://www.alukah.net/library/0/74320/>
- 4- اشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، أوراق هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2005، متاح على الرابط التالي:
<http://eifa.co/uploads/docs/1342167274investment.pdf>
- 5- غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012، ص: 129. متاح على الرابط التالي:
<https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/6820/1/E0208.pdf>
- 6- حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، ص: 19، متاح على الرابط التالي:
<http://t1t.net/book/save.php?action=saveattach&id=373>
- 7- Banque Transatlantique Luxembourg, Notice D'information Sur Les Instruments Financiers, p :4
http://www.banquetransatlantique.com/lu/fr/telechargements/Banque-Transatlantique-Luxembourg_bourse-et-marches-financiers.pdf
- 8- Somesh Mathur, Abhishek Shekhawat, Exchange Rate Nonlinearities in indian's Exports to the US, Available at https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=MWITSpring2015&paper_id=87.
- 9- Hassan haniif, Nonlinear ARDL (NARDL) Model With Eviews, available at, <http://hassanhaniif.blogspot.com/2017/03/nardl-with-eviews.html>
- 10- Khalid M. Kisswani, Mohammad I. Elian, Do Oil Prices affect Kuwait Sectoral Stock Prices: Non-Linear Cointegration Evidence, available at http://erf.org.eg/wp-content/uploads/2017/03/Finc_ERF23AC_KisswaniElian.pdf
- 11- Saeed khan meo, Non linear (NARDL) using Eviews, available at, <http://saeedmeo.blogspot.com/2017/06/non-linear-ardl-nardl.html>
- 12- Nikolaos Dritsakis, Demand for money in Hungary: An ARDL Approach, Available at, <https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=549ebb9ed4c11>

[8ec2b8b45ea&assetKey=AS%3A273659631996951%401442256949452](http://www.flame.edu.in/pdfs/fil/presentations/FIL_Stock%20Market.pdf)

P : 17-18

13- Ronak Nangalia, Sohrab Kothari, **Basic of Stock Market**, p:9 Available at:

http://www.flame.edu.in/pdfs/fil/presentations/FIL_Stock%20Market.pdf

14- Eugene Fama, **Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work**, Journal of finance, volume 25, issue 2, 1969, p :390, Available at

<http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>

- المواقع الالكترونية:

1- السوق المالية السعودية

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/about/company/about-tadawul>

2- سوق دبي المالي

<http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>

3- بورصة فلسطين

<http://www.pex.ps/PSEWebSite/AboutPSE.aspx?TabIndex=0>

4- هيئة السوق المالية السعودية

<https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>

4- موقع الخبير <https://www.alkhabeer.com/sites/default/files/QFIBrochure-Web.pdf>

5- سوق بحرين للأوراق المالية <http://www.gulfbase.com/ar/gcc/index/4?t=3>