مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي
اسم الكاتب: م.م. دينا أحمد عمر
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3260
تاريخ الاسترداد: 2026/11/02 18:39 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الموصل تنميـــة الرافـــدين العـــدد ٩٦ مجلـــد ٣١ لـــسنة ٢٠٠٩

ص ص[٥٥ -٦٧]

أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي

دينا أحمد عمر
مدرس مساعد
المعهد التقني- نينوى
Dina_amor333@yahoo.com

المستخلص

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية من الموضوعات التي تحظى بالاهتمام البالغ في الدول العربية، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية لَونها تمثل سوقاً لتراكم رأس المال، وذلك لقدرتها على توظيف رؤوس الأموال، كما هي عليه الحال في المجالات الاستثمارية الأخرى، من جهة ولارتباطه الوثيق والمهم باقتصاديات السوق من جهة أخرى، إلى جانب بروز ظاهرة تقييم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على الصعيد الدولي، والذي أدى في الكثير من الأحيان إلى عدم وجود أية عوائق أمام تدفقات رؤوس الأموال بهيئة أدوات ائتمانية وادخارية متنوعة وعملات أجنبية، ولاسيما أن تطور الأسواق المالية هذه جاء في أعقاب التطورات الاقتصادية واتساع حالات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، إذ ظهرت مؤسسات لتوظيف المدخرات في المجالات الاقتصادية الإنتاجية المختلفة، بوصفها حلقة وصل بين الأفراد والمؤسسات المختلفة التي تقوم بالادخار وبين المشروعات المنتجة في الاقتصاد.

The Effect of Arab Stock Markets in Economic Growth

Dina A. Omar
Assistant Lecturer
Technical Institution – Mosul

Abstract

Stock markets became very essential subject in Arab countries. It has a vital role in aggregating and channeling national saving and directing them to Arab investment channels. These markets represent an area of accumulating capital as they are able to validate capitals on one hand, and for their strong and important relation with the market economies on the other. In addition to the emergence of exchange rate valuation and interest rate prices on the international level. They often lead to the removing of the barriers of capital flow in the form of various credit and saving instruments as well as to the foreign currency. The development of financial markets has almost followed specially the

تأريخ استلام البحث ٢٠٠٨/٦/١٨ تأريخ قبول النشر ٢٠٠٨/٩/٤

economic growth and the consuming expenditure and investment expenditure. The emergence of institutions played a role in employing the savings in the economic and productive areas. They are however the connection between individuals and various institutions which save on the one hand and the productive projects in the economy on the other.

المقدمة

إن لأسواق الأوراق المالية دوراً مؤثراً وإيجابياً في زيادة معدلات النمو الاقتصادي إذا توافرت البيئة المناسبة لانطلاقتها، وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو أفضل الاستثمارات الداعمة لعملية التنمية. وبالتالي فإن إحداث سوق للأوراق المالية في دول عربية سائرة في طريق الإصلاح والتحديث الاقتصادي والتوجه نحو اقتصاد السوق الاجتماعي يتطلب إقامة البنية التحتية اللازمة لانطلاقة هذه السوق الواعدة. كما يتطلب أن تكيف الحكومة سياستها الاقتصادية بشكل عام وسياستها المالية بشكل خاص.

أهمية البحث

تأتي أهمية البحث من أنها منسجمة مع الاهتمام الواسع والاستثنائي بموضوع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية. وكذلك تأتي في الوقت الذي تدور فيه مناقشات واسعة وجدية حول تقييم فعالية أسواق الأوراق المالية وتأثيرها في التنمية الاقتصادية للدول العربية.

مشكلة البحث

تتلخص مشكلة البحث بعدم توافر البيئة المناسبة لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مما يجعلها قاصرة التأثير في النمو الاقتصادي.

هدف البحث

الوقوف على دور أسواق الأوراق المالية العربية في تفعيل النمو الاقتصادي والتعرف على واقع حال سوق الأوراق المالية والخطوات المتخذة في طريق الإصلاح والتغيير والتطوير، ثم القياس التجريبي لتأثير العوامل المتحكمة في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

فرضية البحث

إن سوق الأوراق المالية العربية وعلى الرغم من تطورها ماتزال قاصرة التأثير في النمو الاقتصادي.

منهج البحث

اعتمد البحث على العديد من المراجع المهمة والدراسات التجريبية الحديثة. وتم استخدام بيانات تجميعية Pooled Data للدول العربية المنضمة لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، فضلاً عن البيانات التي ينشرها البنك الدولي للفترة ١٩٨٠-٢٠٠٤.

الإطار النظري للبحث

أولاً- تعريف سوق الأوراق المالية Financial Markets

السوق هو المكان التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات بيعاً وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسة (أفراد، مؤسسات) إلى وحدات الاستثمار (مشاريع الأعمال والدولة). (الرفاعي وبالعربي، ٢٠٠٢، ٤٢).

أو هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، إذ يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول (L.Rousseau and Wachtel, 2005,2).

وتعد أسواق الأوراق المالية أحد نوعين من أنواع الأسواق المالية والمكونة من:

- سوق النقود Money Market

هي السوق الذي يقوم الجهاز المصرفي فيها بالدور الرئيس، تتمثل هذه السوق في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية القصيرة الأجل، ويتم التداول في هذه السوق باذونات الخزانة والأوراق التجارية، فهي مجموعة من المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأموال بشكل خاص وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل عام (Celorelli and Gambera,1999,7).

- سوق رأس المال (الأوراق المالية) Capital Market

تتمثل هذه السوق في الأفراد والمؤسسات الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، بمعنى أن سوق رأس المال (الأوراق المالية) هي التقاء التمويل طويل الأجل، ويتم تداول الأسهم والسندات في هذه السوق، كما يتم تداول حقوق الشراء التي يصدرها الأفراد أو الشركات، حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول، وهناك أنواع من أسواق الأوراق المالية هي السوق الأولية والسوق الثانوية (التميمي، وسلام، ٢٠٠٤، ١٢٠).

ثانياً- أنواع أسواق الأوراق المالية

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية على سوقين: أولية وثانوية:

١. السوق الأولية أو سوق الإصدار Primary Market

وهي السوق التي تدخل فيها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، وهذه العملية غير متكررة، أي إنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقترض والمقرض، وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق، إذ إن 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 الأصلي (Eatwell and Taylor, 1998, 40).

وهذه السوق تتميز بقدرتها على توفير العمليات التنموية بالأموال الجديدة، حيث تتجمع فيها المدخرات، ويتم تحويلها إلى استثمارات جديدة عن طريق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو التزامات مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل، وهذا يعمل على إنشاء وقيام مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد إلى جانب المشاريع القائمة، أو يسهم في إجراء توسعات في المشاريع القائمة لزيادة فاعليتها ورفع كفاءتها الإنتاجية، وبالتالي فإن نجاح السوق الأولية هو صب المدخرات في قنوات الاستثمار المجدي يسهم في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال من خلال تفاعل المستثمرين مع عمليات الاكتتاب على وفق قواعد محددة تصون مدخراتهم عن طريق رسم القوانين لأصول مشاركتهم وسبل دعوتهم للاكتتاب بما يحمي هذه المدخرات.

ويتم التعامل في السوق الأولية عن طريق توجيه دعوة لعامة المستثمرين إلى الاكتتاب العام أو لفئة معينة منهم إلى الاكتتاب الخاص، وذلك للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة (الميداني، ٢٠٠٢، ٤).

٢. السوق الثانوية Secondary Market

هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، وهي سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية، بعبارة أخرى هي تلك السوق التي تتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة، وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد (Andritzky, 2007, 15).

وتقسم السوق الثانوية على أربعة أسواق:

أ. سوق منظمة Organized Quasi Auction

وتعرف هذه السوق ببورصة الأوراق المالية Stock Exchange، وهي تتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق (البورصة كلمة تطلق على المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين متخصصين بهذا النوع من العمل، وهم الوسطاء وعلى وفق إجراءات وقوانين ونظم محددة)، وتعرف البورصة أيضا بأنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية (هندي، ٢٠٠٦، ١١٨).

وهناك من يعرف البورصة بأنها سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية بين المتعاملين بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية (Cetorelli and Gambera, 1999, 11).

ب. السوق غير المنظمة Organized Quasi Auction

وهي سوق تشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق، ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية، ويستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لايوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار (الميداني، ٢٠٠٢، ٦).

جـ. سوق ثالثة أو السوق الموازية Over-The Counter

ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك السوق، ويطلق عليها أيضا السوق الموازية. وتجري عمليات التداول في هذا النوع من السوق الثانوية من دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها، فتتم عمليات التداول بواسطة الهاتف أو الحاسوب أو الانترنت، ويكون تجار هذه السوق على استعداد تام لإجراء بعض هذه العمليات لحساب محافظهم الخاصة، وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعلى هذا فان السوق غير المنظمة تعد أسلوباً لإجراء تلك المعاملات، والأوراق المتعامل بها في هذه السوق عادة تكون أوراق الشركات التي تستطيع الوفاء بمتطلبات الانضمام إلى السوق المنظمة (Eatwell and Taylor, 1998, 40).

د. السوق المباشرة أو الخاصة Private Market Or Direct Market

السوق الرابعة هي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى وتسمى السوق الاحتكارية (Hussein, 2006, 18).

ويمكن أن نعد أسواق الأوراق المالية العربية من الأسواق غير المنظمة بسبب عدم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق من ناحية، وعدم تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بهذه الأسواق من ناحية أخرى.

- أهمية أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي أثاراً جديدة (Hussein, 2006, 20) .

وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة مابين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية (Lownsend and Ueda, 2005).

كما تؤدي أسواق الأوراق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية (Ray, 2003, 14).

فضلاً عن ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع، ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات (Levine, 2004, 23).

كما توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخيل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسة لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات (Alfaro, *et. al.*, 2002, 19).

وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال (Andritzy, 2007, 28)

١. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
٢. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
٣. رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.
٤. 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 القومي.
٥. تمويل عملية التنمية الاقتصادية، وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي.

- الدراسات التجريبية السابقة

أشارت العديد من الدراسات إلى أن المتغيرات المالية لها تأثيرات مهمة على النمو الاقتصادي، وكانت معظم الاختبارات تركز على استخدام المؤشرات البنكية بوصفها مقياس للتطور المالي مثل نسبة السيولة ومعدل الائتمان الداخلي إلى القطاع الخاص، وخلال العقد الأخير تم التركيز على مؤشرات سوق الأسهم بسبب الدور المتزايد للأسواق المالية في الاقتصاد.

وترى بعض الدراسات أن التطور المالي هو أحد أسباب النمو الاقتصادي، إذ إن إنشاء المؤسسات والأسواق المالية يزيد من توافر الخدمات المالية، فالقطاع المالي يزيد من المدخرات ويوجهها نحو استثمارات منتجة، لذا يمكن للتطور في القطاع المالي أن يحث النمو الاقتصادي.

وفي إطار ذلك قّدم (Hussin, 1999, 25) تفسيراً للعلاقة بين أسواق رأس المال والنمو الاقتصادي في مصر للفترة (١٩٦٧-١٩٩٦) مبيناً أن تطور قطاع البنوك من خلال سعر الفائدة تعد أهم المتغيرات للتأثير على النمو الاقتصادي، فزيادة سعر الفائدة بنسبة ١% يؤدي إلى زيادة الناتج القومي الإجمالي بنسبة ٠.١٧% في الأجل الطويل.

ويشير (Ahmad, 2004, 17) في بحثه إلى نتائج الدراسة التجريبية في ماليزيا للفترة (١٩٨٠- ٢٠٠٠) أن سوق الأسهم فقط أظهرت تأثيراً معنوياً في تشجيع النمو الاقتصادي.

وفي دراسة لـ (Fecht, *et. al.*, 2005, 32) تبين أن مخاطر أسواق رأس المال تؤثر في النمو الاقتصادي بشكل غير معنوي للفترة (١٩٩٥-٢٠٠٥) وباستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية.

وفي دراسة (السحيباني،٢٠٠٧، ٤) عن الاقتصاد السعودي لاختبار مستوى العلاقة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في المملكة من خلال تحليل السلاسل الزمنية لاختبار مستوى معنوية العلاقة، إذ تم تطبيق التكامل المشترك واختبار جرينجر للسببية على بيانات الناتج المحلي التي تعكس نمو سوق الأسهم السعودي، وتم استخدام بيانات إجمالي الناتج المحلي للفترة ١٩٨٥-٢٠٠٦ لقياس النمو الاقتصادي، في حين تم قياس النمو المالي من خلال حجم وسيولة سوق الأسهم المحلية، إذ تم استخدام القيمة السوقية للأسهم وقيمة الأسهم المتداولة للفترة نفسها، ووجدت هذه الدراسة بأن العلاقة ضعيفة بين النمو الاقتصادي وسوق الأسهم بسبب الازدواجية بين دور القطاعين المصرفي والاستثماري فضلاً عن غياب الشفافية في سوق الأسهم.

- أنموذج لقياس العوامل المتحكمة في أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وتحليله

إن الهدف الأساسي للبحث هو قياس تأثير العوامل المتحكمة في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية وتحليله، ولبلوغ هذا الهدف تم تقدير تأثير العوامل المتحكمة في أسواق الأوراق المالية على ثلاثة مؤشرات للنمو هي حصة الفرد من الناتج المحلي لإجمالي، الادخار من الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

المتحكمات الأساسية في سوق رأس المال:

أ. معدل سعر الفائدة: يؤثر اختلاف سعر الفائدة بشكل معاكس على أسعار الأوراق المالية، إذ إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض عمليات التعامل في الأسواق المالية، وبالعكس فإن انخفاض أسعار الفائدة يعمل على ترويج التعامل في أسواق الأوراق المالية، أما قياس درجة تلك المؤثرات فيتم باستخدام نسب التغير في الأصول والخصوم التي تتأثر بتلك التغيرات أو التذبذبات.

ب. السيولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: وهي الموجود النقدي المتوفر لدى المستثمر أو المصرف أو المؤسسة المالية وبالشكل الذي يضمن سد الاحتياجات بحيث لايضطر لبيع الأوراق المالية التي بحوزته والتي قد تسبب الخسارة أحياناً، ويتم قياس السيولة بالتعرف على نسبة الاستثمارات المالية إلى مجموع الودائع أو الموجودات.

جـ. معدل الائتمان الداخلي إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: يبرز دور هذا المتحكم في المصارف والمؤسسات المالية في حالات عدم قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على السداد في الأوقات المقررة، وخاصة عند اختلاف التوازن مابين القروض والائتمان ونسبة الخسائر في القروض.

د. رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: ويمثل حالة القدرة أو عدم القدرة على تغطية قيم الأوراق المالية المصدرة، ولاسيما عندما تكون هناك خسائر، الأمر الذي يتطلب الاهتمام بهذا العنصر ومراقبة حقوق الملكية التي يتمتع بها البنك أو المؤسسة.

وتم قياس تأثير العوامل المتحكمة في أسواق رأس المال على النمو الاقتصادي باستخدام أنموذج المعادلات الاتية:

$$GDP = \alpha + C + L + ¡ + E \text{ -------- (1)}$$
$$S = \alpha + C + L + ¡ + E \text{ ------ (2)}$$
$$I = \alpha + C + L + ¡ + E \text{ -------- (3)}$$

إذ إن:

١. المتغيرات المعتمدة هي:

GDP: حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

S : الادخار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

I : الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

٢. المتغيرات المستقلة هي:

α: الثابت.

C: رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

L: السيولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

¡: سعر الفائدة كنسبة مئوية.

E: معدل الائتمان الداخلي إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

تم اختيار هذه المؤشرات بسبب توافر البيانات المطلوبة عن متغيرات البحث وقد قدرت المعادلات المذكورة آنفاً بطريقة الانحدار المتعدد وباستخدام بيانات تجميعية Pooled Data لإحدى عشرة دولة عربية توافرت عنها البيانات، وهي كل من الأردن، البحرين، السعودية، الجزائر، الكويت، المغرب، عمان، لبنان، ليبيا، مصر، موريتانيا. وقد جمعت بيانات سلسلة زمنية للفترة ١٩٨٠ – ٢٠٠٤ لكل دولة من الدول المذكورة. وقد تم جمع البيانات من إحصائيات صندوق النقد العربي على الموقع www.Amf.org ومن بيانات البنك الدولي على الموقع www.wb.com.

لقد تم تقدير معادلات الانحدار لإجمالي الإحدى عشرة دولة، كما في الجدول ١ الذي يبين تأثير العوامل المتحكمة في أسواق الأوراق المالية على مؤشرات النمو الاقتصادي المعتمدة في البحث.

الجدول ١

نتائج تقدير معادلات الانحدار(*)

	المتغيرات المعتمدة		
	حصة الفرد من GDP	نسبة الادخار الإجمالي منGDP	نسبة الاستثمار الإجمالي من GDP
الثوابت	-5.99 (-2.69)	16.2 (3.22)	-39.8 (-2.16)
سعر الفائدة	0, 920 (2.60)	0.397 (4.98)	-27.6 (-0.94)

المتغيرات التفسيرية	**نسبة السيولة كنسبة من GDP**	0.109 (1.61)	-0.487 (-7.14)	27.3 (3.09)
	الائتمان كنسبة من GDP	0.128 (4.52)	0.188 (2.95)	-10.1 (-0.43)
	رأس المال كنسبة من GDP	0.191 (1.52)	0.662 (0.22)	189 (1.80)
	R^2	59.1%	86.9%	77.2%
	DW	0.89	0.62	1.76

- الجدول من إعداد الباحثة

* المصدر: البنك الدولي وصندوق النقد العربي

يظهر من الجدول ١ الآتي:

الجدول ٢
نتائج التحليل وتفسيرها

العوامل المتحكمة في أسواق رأس المال	مؤشرات النمو الاقتصادي	التحليل	الأسباب
١. سعر الفائدة كنسبة مئوية	GDP	موجب معنوي	يؤثر سعر الفائدة على الناتج المحلي الإجمالي والادخار بشكل معنوي، لأن العلاقة بين دخل الفرد وسعر الفائدة وبين الادخار وسعر الفائدة علاقة طردية.
	S	موجب معنوي	
	I	غير معنوي	لأن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى توجه المستثمرين نحو الإيداع في المصارف، فيزداد الائتمان ويقومون ببيع أسهمهم في السوق فيزداد المعروض منها وتنخفض أسعارها، في حين تتجه الأموال نحو أسواق رأس المال في حالة هبوط أسعار الفائدة في المصارف، فينخفض الائتمان أو تحويلها إلى سندات، وهذا يؤثر سلبا" على الاستثمار.
٢. السيولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	GDP	غير معنوي	لأن تقليص كمية النقود عن طريق بيع السندات يؤدي إلى انخفاض دخل الفرد.
	S	سالب معنوي	بسبب محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين ومحدودية المعروض من الأوراق المالية، فضلاً عن انخفاض معدل الدخل النقدي والادخار الفردي في الدول العربية.
	I	موجب معنوي	لأن زيادة السيولة تؤدي إلى زيادة الاستثمار.
٣. معدل الائتمان الداخلي إلى القطاع الخاص	GDP	موجب معنوي	لأن زيادة الائتمان تؤدي إلى زيادة بيع الأسهم في السوق المالية، وبالتالي زيادة دخل الفرد

العوامل المتحكمة في أسواق رأس المال	مؤشرات النمو الاقتصادي	التحليل	الأسباب
كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	S	موجب معنوي	ومدخراته.
	I	غير معنوي	لأن انخفاض الائتمان لدى المصارف يؤثر سلبا" على الاستثمارات المحلية.
٤. رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.	GDP	غير معنوي	لأن رؤوس الأموال قد تتجه إلى مشاريع أخرى لاتسهم في زيادة دخل الفرد.
	S	غير معنوي	وذلك بسبب التغيرات الحاصلة في المعدلات النسبية (الفعلية والمتوقعة) للعائد المردود وتنشأ هذه بسبب التغيرات في الفوارق بين أسعار الفائدة (الفعلية والمتوقعة)، فيعاني المدخرون إذا انخفضت أسعار الفائدة، ويعاني المستثمرون إذا ارتفعت أسعار الفائدة، وهذا يؤدي إلى تباطؤ تكوين رأس المال.
	I	غير معنوي	

النتائج

يمكن تفسير نتائج العلاقة الضعيفة بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية العربية بناء على معطيات يتسم بها الاقتصاد العربي واعتبارات أخرى ذات علاقة بالنظام المالي على النحو الآتي:

١. افتقار النظام المالي للبنية المؤسساتية لازدواج دور البنوك بين القطاعين المصرفي والاستثماري وغياب المؤسسات الاستثمارية، وضآلة دور الصناديق الاستثمارية.
٢. ضعف كفاءة تخصيص وتوزيع أعمال الشركات المساهمة على القطاعات الاقتصادية.
٣. الخلل في أنماط الادخار والاستثمار، فبدلاً من استثمار المدخرات لجأ الكثير من المستثمرين في سوق الأسهم المحلية إلى الاقتراض من أجل الاستثمار في السوق.
٤. القدرة المحدودة لسوق الأوراق المالية على خلق معلومات للمستثمرين عن النشاط (غياب الشفافية).
٥. إن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي تتطلب تحرير الاستثمار الأجنبي، إذ إن الاستثمار الأجنبي يبحث عن الفرص الواعدة في الاقتصاد التي تملك مقومات النمو، وبالتالي فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يسرع من وتيرة النمو الاقتصادي ويزيد من حجم السوق المالية (علاقة تبادلية).
٦. عدم تنوع قنوات الاستثمار والأدوات المالية (لا توجد سوق للسندات على سبيل المثال) كما أن سوق الأسهم المحلية تفقد العديد من الخيارات والمنتجات التي توفرها الأسواق العالمية، إذ يلجا المستثمر للبحث عن فرص أخرى خارج الاقتصاد، لتنوع الاستثمارات وتوزيعها بقدر يقلل من المخاطر.

التوصيات

١. على المؤسسات المالية العربية أن تتخذ خطوات جادة باتجاه التكيف مع متغيرات البيئة العالمية المتمثلة في تسارع التطور التقني في ميدان المعلومات واستخدام الإنترنت، والخدمات المصرفية الفورية، والتجارة الالكترونية من اجل تحسين خدماتها لتكون على استعداد للعمل التنافسي في بيئة العولمة.
٢. الشروع بإيجاد الوكالات المحلية حيث أن وجود مثل هذه الوكالات من شأنه أن يزيد إقبال المستثمر على الإصدارات، نظراً لما توفره له من مساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.
٣. نشر الوعي حول آليات عمل سوق الأوراق المالية، واستثمار المدخرات لتفعيل العملية الاقتصادية والارتقاء بأداء الاقتصاد.
٤. الاهتمام جدياً بخلق آليات تضمن رقابة السوق على الشركات وإلزام تلك الشركات بالشفافية والإفصاح وبنشر البيانات والمعلومات عنها، لكي تستطيع تلك الأسواق من تأدية دور فاعل في تعبئة مدخرات صغار المدخرين.
٥. تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر.
٦. الإدراج التبادل للأسهم الإقليمية والدولية، وتنمية الموارد البشرية في القطاع المالي من خلال تنوع أدوات التعامل في سوق المال العربي بإدخال بعض الأدوات المستحدثة الموجودة في الأسواق المالية المتطورة.

المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية

١. التميمي، أرشد فؤاد، أسامة عزمي سلام، ٢٠٠٤،عمان، الأردن، ط١، دار الميسرة للتوزيع والنشر.
٢. الرفاعي، غالب عوض، وعبد الحفيظ بلعربي، ٢٠٠٢، اقتصاديات النقود والبنوك، ط١، عمان، الأردن.
٣. السحيباني، صالح، ٢٠٠٧، أسباب تضعف العلاقة بين الاقتصاد الوطني وسوق الأسهم السعودية (www.okhdood.com) .
٤. الميداني، محمد أيمن عزت،٢٠٠٢، تطور أسواق الرأسمال في سورية، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال. (www.mafhoum.com/syr-02/midani)
٥. هندي، منير إبراهيم، ٢٠٠٦، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع منشاة المعارف في الإسكندرية، مصر.

ثانياً- المراجع باللغة الاجنبية

1. Ahmad Ramly ,2004," Money and Capital Market Financial Intermediaries Role and Functions"(www.mgv.mim.edu.my/mmr/8104/810405.htm- 38k).
2. Alfaro Laura, CHanda Areendam, Ozcan Kalemli and Sayek Selin,2002"FDI Spillovers, Financial Market and growth".(www.people.hbs.edu/lalfaro/papers/fdispil/overs).
3. Andritzky.R Jochen ,2007"Capital Market Development In a Small country of Slovenia"(www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wpo7229.pdf)

4. Cetorelli Nicola and Gambera Michele,1999"Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence From industry Data"(www.chicagofed.org/publication/workingpapers/paper Wp99_8pdf.).
5. Eatwell John and Taylor Lance,1998 "International Capital Markets and the Future of Economic Policy"(www.newschool.edu/cepa).
6. Fecht Falko, Hung Kevin and Martin Antoine,2005"FinancialIntermediaries, Markets and Growth". (www.bundesbank.de/download/volswirtschaft/ dkp/2005/200503dkp.pdp.).
7. Hussein.A Khaled,"Finance and growth in Egypt". (www.iceg.org/ne/ Projects/ Financial /growth.pdf.),1999.
8. Levine Ross,2004 "Finance and Growth: Theory and Evidence", (Econ.brown.edu/fac/forthcoming/forth_Book_Durlauf_finngrowth_pdf.).
9. Ray Tridip,2002" Financial Development and Economic Growth: A revie Of Literature". (www.isid.ac.in/planning /slides-isi -litreview.pdf.)
10. Rousseau L.Peter and Wachtel Paul,2005"Economic Growth and Financial Depth: Is The Relationship Extinct Already?" (www.stern.nyu.edu/ Eco/wkpapers/wider.pdf.),
11. Sansui Nur,Fuad Nick and Abu Hasan Fauziah,2003"Strategiesfor Economic Growth: The role of financial depth".(subs.montclair.edu/cib/conference/cd/ Section2.pdf.).
12. Townsend Robert and Ueda Kenichi 2003,"Financial Deeping, Inequality, and Growth: Model-Based Quantitative Evaluation". (Cier.uchicago.edu/papers/ueda/ueda-townsend.pdf.).