



دور سوق الأوراق المالية الليبي في تعبئة المدخرات

قدمت من قبل:

يحيى عوض عبدالحفيظ الحوتي

بكالوريوس إحصاء كلية الاقتصاد - جامعة بنغازي (قاريونس سابقاً) العام الدراسي 1984-1985

تحت إشراف:

أ.د عبد الفتاح عبد السلام بوحبيل

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في

تخصص الاقتصاد

جامعة بنغازي

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - قسم الاقتصاد

ديسمبر 2017

حقوق الطبع 2018 محفوظة. لا يسمح أخذ أي معلومة من أي جزء من هذه الرسالة على هيئة نسخة الكترونية أو ميكانيكية بطريقة التصوير أو التسجيل أو المسح من دون الحصول على إذن كتابي من المؤلف أو إدارة الدراسات العليا والتدريب جامعة بنغازي.

Copyright © 2018. All rights reserved, no part of this thesis may be reproduced in any form, electronic or mechanical, including photocopy, recording scanning, or any information , without the permission in writhing from the author or the directorate of graduate studies and training university of Benghazi.

وزارة التعليم
بنغازي - ليبيا
إدارة الدراسات العليا



جامعة بنغازي
كلية الاقتصاد
قسم الاقتصاد

نور سوق الأوراق المالية الليبي في تعبئة المدخرات

إعداد: يحيى عوض عبدالحفيظ الحوتي

لجنة الإشراف والمناقشة:

..... التوقيع	مشرفاً رئيساً	د. عبدالفتاح عبدالسلام بوحبيل
..... التوقيع	ممتحناً داخلياً	د. عبدالناصر عزالدين بوخشيم
..... التوقيع	ممتحناً خارجياً	د. فيصل مفتاح شلوف

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في الاقتصاد بكلية الاقتصاد -

جامعة بنغازي، بتاريخ 2017/12/20

.....
د. مدير إدارة الدراسات العليا والتدريب

بالجامعة

.....
د. مدير إدارة الدراسات العليا

بكلية الاقتصاد

إهداء

إلى الأرواح الطاهرة أبي وأمي وأخي، لهم الرحمة والمغفرة من الله تعالى

إلى رفيقة الدرب زوجتي حباً ووفاءً وتقديراً واحتراماً

إلى السند بعزة الله إخوتي وأخواتي فخرًا واعتزازاً، وإلى قرّة العين أولادي

مرعاهم الله وحفظهم

الباحث

يحيى عوض عبدالحفيظ الحوتي

شكر وتقدير

في الوقت الذي أعفي الجميع من كل خطأ ارتكبته، أتقدم بالشكر والثناء لكل من علمني حرفاً. وأخص بالشكر، كل الشكر إلى أبعد مدى، شكراً وعرفاناً إلى أستاذي المشرف على الرسالة، الأستاذ الدكتور عبد الفتاح عبد السلام بوحبيل، الذي لم يبخل عليّ من علمه، بكل ود وإخلاص، مع احترامي وتقديري لصبركم وودكم وتوجيهاتكم. ما علمني يقيناً بأن ما أصابنا ما كان ليخطئنا وما أخطأنا ما كان ليصيبنا. أتقدم بكل الشكر إلى أخي وصديقي الدكتور عبد الناصر عزالدين بوخشيم لكل ما قدمه لي من جهد، وملاحظات كان لها بالغ الأهمية، فله كل الاحترام لذوقه ونبل أخلاقه. والشكر الموصول لأخي الدكتور أحمد الحوتة الذي أعطى، وبكل رقي، قيمة علمية للرسالة من خلال التدقيق العلمي. كما أشكر أخي الأستاذ عبد السلام الفيتوري، وبكل مودة، أشكر الدكتور عبد الناصر حسونة، والدكتور محمود الدرسي على تشجيعهم ومؤازرتهم لي، وعرفاناً مني بفضل من لم أذكر من الأساتذة، والأحاب، والأصدقاء، والزملاء، وكل من علمني مفيداً في الحياة، لكم مني كل الود وخالص الشكر والامتنان والأمني لكم بالسعادة، ولبلادنا الحبيبة ليبيا الرفعة والازدهار والتقدم...

الباحث

يحيى عوض الحوتي

2017/12/20

فهرس المحتويات

ب	حقوق الطبع 2018 محفوظة
ب	لجنة الإشراف والمناقشة
د	خطأ! الإشارة المرجعية غير معرفة.
د	إهداء
هـ	شكر وتقدير
و	فهرس المحتويات
ط	قائمة الجداول
ي	قائمة الأشكال
ك	الملخص
1	الفصل الأول: التمهيد
1	(1.1) المقدمة:
3	(2.1) المشكلة البحثية:
4	(3.1) أهداف الدراسة:
5	(4.1) أهمية الدراسة:
5	(5-1) فروض الدراسة:
6	(6-1) مصادر البيانات:
6	(7-1) المكان والفترة الزمنية للدراسة:
7	(8.1) تقسيم الدراسة:
8	الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة
8	1-2 تمهيد:
8	2-2 بعض المفاهيم الاقتصادية المتعلقة بالدراسة:
8	1-2-2 المفاهيم العامة للأسواق المالية وسوق الأوراق المالية:
9	2-2-2 مفهوم السوق:
9	2-2-3 التعريف بسوق الأوراق المالية:
11	2-3 أنواع وتقسيمات الأسواق المالية:
11	1-3-2 سوق النقد:
12	2-3-2 سوق رأس المال:
13	2-4 سوق الأوراق المالية:
13	1-4-2 التعريف بسوق الأوراق المالية:
13	2-4-2 تقسيم سوق الأوراق المالية:
17	2-4-3 أهمية وجود سوق رأس مال ثانوية:
18	2-4-4 العلاقة التبادلية بين السوق الأولية والسوق الثانوية: -
18	2-4-5 أدوات تحليل سوق الأوراق المالية:
19	2-4-6 الأوراق المالية المتداولة وبعض أنواعها:
23	2-5 أهمية تطور أسواق الأوراق المالية:
25	2-6 مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية:
26	أ- مؤشرات حجم السوق:

- ب- مؤشرات السيولة.....27
- ج - مؤشرات تمركز السوق.....27
- د- مؤشرات عدم الاستقرار28
- هـ - مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية28
- و - مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول.....29
- 7-2 كفاءة سوق الأوراق المالية.....31
- 1-7-2 مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية (EM) Concept of Efficient Stock Market (EM).....31
- 2-7-2 سلوك السعر في حالة السوق الكفاء:32
- 3-7-2 دور السوق الكفاء:33
- 4-7-2 الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية34
- 5-7-2 متطلبات كفاءة سوق رأس المال.....36
- 6-7-2 دور المعلومات في تحقيق كفاءة السوق.....38
- 8-2 السيولة LIQUIDITY42
- 1-8-2 مفهوم السيولة.....42
- 2-8-2 صفات وخصائص السوق المتصرفة بالسيولة:45
- 3-8-2 تنشيط أسواق رأس المال47
- 9-2: الاستعراض المرجعي للدراسات السابقة:.....48
- 3- الفصل الثالث: بعض مفاهيم الأدب الاقتصادي فيما يخص سوق الأوراق المالية.....50**
- 1-3 استطلاع في الأدب الاقتصادي.....50
- 1-1-3 العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية في الأدب الاقتصادي:.....50
- 2-1-3 مناهج العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية.....53
- 2-3 أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية.....55
- 1-2-3 الناتج المحلي الإجمالي (GDP) Gross Domestic Product (GDP).....55
- 2-2-3 عرض النقود Money Supply56
- 3-2-3 سعر صرف العملة Exchange Rate58
- 4-2-3 عجز الموازنة Budget Deficit59
- 5-2-3 مفهوم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:.....60
- 3-3 تأثير السياسات وبعض المتغيرات الاقتصادية على أسواق الأوراق المالية.....61
- 1-3-3 السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية:.....62
- 2-3-3 السياسة المالية وسوق الأوراق المالية:.....64
- 4-3 بعض التجارب الدولية والعربية.....65
- 1-4-3 بعض التجارب الدولية66
- 2-4-3 أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربية.....73
- 4- الفصل الرابع: القطاع المالي بالاقتصاد الليبي78**
- 1-4 تمهيد:.....78
- 2-4 هوية الاقتصاد الليبي والمراحل التي مر بها:.....79
- 3-4 بعض خصائص الاقتصاد الليبي:.....81

81.....	1-3-4 تمهيد:
82.....	2-3-4 اقتصاد ريعي:
84.....	3-3-4 درجة انفتاح الاقتصاد الليبي على العالم الخارجي
87.....	4-3-4 عدد السكان في ليبيا:
89.....	5-3-4 تأثير معدل التضخم:
90.....	6-3-4 معدل الفائدة المصرفية:
91.....	7-3-4 الادخار والاستثمار والتمويل المحلي:
96.....	4-4-4 الاحتياطيات والفوائض المالية في الاقتصاد الليبي:
96.....	1-4-4 الاحتياطيات المحلية (لدى المصارف التجارية)
98.....	2-4-4 الاحتياطيات الدولية:
102.....	3-4-4 وحدات الضمان الاجتماعي والتقاعد وشركات التأمين:
105.....	الفصل الخامس: سوق الأوراق المالية بليبيا.
105.....	1-5 تمهيد:
107.....	2-5 مقاييس تطور وقدرة سوق الأوراق المالية الليبي على جذب المدخرات:
108.....	1-2-5 قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية:
109.....	2-2-5 مؤشر عدد الشركات:
122.....	3-2-5 حجم القيمة السوقية:
125.....	4-2-5 حجم التداول:
127.....	5-2-5 مؤشر تركيز قيمة السوق:
129.....	6-2-5 مقارنة قيمة التداول والقيمة السوقية للسوق الليبي ببعض الدول العربية:
131.....	7-2-5 حجم القيمة السوقية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي (GDP):
133.....	8-2-5 حجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي (GDP)
135.....	9-2-5 حجم التداول بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية
138.....	الفصل السادس: خاتمة الدراسة (النتائج والتوصيات).
138.....	1-6 تمهيد:
139.....	2-6 النتائج:
142.....	3-6 التوصيات:
144.....	4-6 المراجع:
144.....	1-4-6 المراجع العربية:
145.....	2-4-6 البحوث والتقارير:
147.....	3-4-6 مواقع على الانترنت:
147.....	4-4-6 مصادر بيانات:
148.....	5-4-6 المراجع الأجنبية:
150.....	ABSTRACT

قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
67	نسب الادخار المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي في بعض الدول النامية لسنوات مختارة	1-3
71	بيانات حجم واتساع سوق الأوراق المالية بالبورصات الرئيسية لمجموعة BRIC نهاية 2010	أ-1-3
72	تركيز قيمة السوق في عدد من الشركات المدرجة	ب-1-3
76	نسب القيمة السوقية والتداول ومعدل الدوران لسوق الأوراق المالية الليبي إلى أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي	2-3
82	الإيرادات النفطية في الناتج المحلي الإجمالي والإيرادات العامة	أ-1-4
86	قياس درجة الانفتاح في الاقتصاد الليبي	ب-1-4
87	تعداد السكان الليبيين خلال بعض السنوات	2-4
89	التوزيع العددي والنسبي للأسر الليبية المقيمة في ليبيا حسب عدد العاملين اقتصاديا فيها	3-4
90	تطور معدل التضخم والرقم القياسي العام للسنوات (2007 - 2011)	4-4
94	تطور فجوة التمويل المحلي للمدة (1997-2013)	5-4
95	الادخار العائلي لعدة سنوات	أ-5-4
97	الاحتياطي النقدي والإلزامي للمصارف التجارية الليبية خلال الفترة 2004-2016	6-4
101	الاحتياطيات الدولية خلال الفترة (1990-2014)	7-4
104	الإيرادات والمصروفات لصندوق الضمان الاجتماعي	8-4
112	الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في ليبيا حتى الربع الأخير 2013	1-5
113	الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي في نهاية 2008	2-5
114	تصنيف الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي في نهاية 2008	أ-2-5
116	الشركات المدرجة بالجدول الرئيسي (أ) في سوق الأوراق المالية الليبي في نهاية 2013	3-5
117	حركة الأسهم المتداولة من حيث العدد بالمقارنة بين (2008 و 2013)	أ-3-5
118	متوسط سعر السهم في التداول من 2008 إلى 2013	ب-3-5

119	حساب نسبة رأس مال السوق إلى GDP عن سنتي 2008 و 2013	5-3-ج
123	تطور القيمة السوقية بسوق الأوراق المالية الليبي	5-4
124	تطور القيمة السوقية بالمقارنة مع رأس مال مجموع الشركات الأساس أي القيمة (2,603,333,000 د.ل)	5-5
126	حجم التداول لسوق المال الليبي عن سنة التداول الأولى	5-6
127	حجم التداول بسوق المال الليبي عن الفترة من 2008-2013	5-7
128	نسبة تركيز قطاع المصارف على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الليبي	5-8
131	القيمة المتداولة والقيمة السوقية للسوق الليبي بالمقارنة مع بعض الدول العربية	5-9
132	معدلات القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	5-10
134	قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي	5-11
135	حجم التداول بالنسبة للقيمة السوقية بسوق الأوراق المالية الليبي عن السنة الأولى للتداول 2008	5-12
136	معدلات سيولة سوق الأوراق المالية الليبي للفترة (2008-2013)	5-13

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1	الناتج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي بالأسعار المحلية الجارية	83
2	العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي والادخار والاستثمار في ليبيا	93

المخلص

يعد سوق الأوراق المالية الليبي أداة مهمة في تعبئة المدخرات، لذا فقد حددت الدراسة المشكلة في الخلل القائم بين عرض المدخرات والطلب عليها، وعجز النظام المالي عن أداء الدور المناط به في التنمية الاقتصادية، وضعف القطاع الخاص. حاولت الدراسة عمل مسح لقدرات القطاع المالي، الذي يمثل قدرات جانب العرض، بدأً من فترة تأسيس سوق الأوراق المالية 2006-2008، وكانت فوائض القطاع المالي كبير حيث بلغت فجوة التمويل لصالح الادخار العام حوالي 32 مليار دينار سنة 2007، والاحتياطيات الدولية بلغت حوالي 69 مليار دولار سنة 2006، كما بلغت زيادة الاحتياطي القانوني لدى المصارف التجارية في ليبيا حوالي 15 مليار دينار ليبي 2007، وبلغت فوائض صندوق الضمان الاجتماعي نحو اثنان مليار دينار سنة 2008. تقابل هذه الفوائض عوامل تأخذ معدلات سلبية في مقدمتها استمرارية إسهام الإيرادات النفطية بنسب كبيرة في الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى درجة انفتاح للاقتصاد نسبته حوالي 89% كمتوسط عام خلال الفترة (2008-2015). كما وصل متوسط الإعالة 3.14 للفرد الواحد بما فيهم هو نفسه. أما معدل التضخم فقد تراوح بين حوالي 1.30% سنة 2004 و 18.89% بمنتصف 2016، ويتذبذب ملحوظ في جميع المعدلات. وبتحليل بيانات مؤشرات سوق الأوراق المالية الليبي، وعمل مقارنة بينها وبين مؤشرات بعض أسواق الأوراق المالية العربية، باستخدام الأدوات الاقتصادية الوصفي، كانت دلالة هذه المؤشرات تشير إلى قلة عدد الشركات المدرجة بالسوق، والتي بلغت سبع شركات سنة 2008 لتصل إلى عشر شركات سنة 2013، وعدد الأسهم المتداولة لهذه الشركات بلغت (105,333,333) سهم لشركات سنة 2008 لتصل إلى (260,333,300) سهم للشركات المدرجة سنة 2013، بزيادة نسبية في عدد الأسهم بلغت حوالي 147%، بالتزامن مع انخفاض في متوسط سعر السهم تراوح بين 14.95 د.ل سنة 2008 إلى 12.42 د.ل سنة 2013. يشير حجم القيمة

السوقية للسوق إلى تناقص مستمر بلغ حوالي 3.36 مليار دينار ليبي سنة 2008 ليصل إلى نحو 2.74 مليار دينار ليبي سنة 2013 وبمعدلات سالبة خلال الفترة 2008-2013. فيما يخص حجم قيمة التداول فنبدأ بكمية التداول، فمن عدد أسهم بلغ (105,333,333) سهم للشركات المدرجة سنة 2008 تداول منها (16,634,535) سهم، (نسبة التداول حوالي 15.79% من عدد الأسهم المدرجة)، بسعر 14.37 دل وبضرب الكمية المتداولة في متوسط السعر تصبح قيمة التداول (224,645,667.80) دينار ليبي لنفس السنة، كما أن عدد الأسهم بلغ (260,333,300) سهم للشركات المدرجة سنة 2013 تداول منها (2,427,193) سهم، (نسبة التداول 0.93% ولم تبلغ الواحد في المئة من عدد الأسهم المدرجة)، بمتوسط سعر للسهم بلغ 12.60 دينار ليبي لتصل قيمة التداول (25,273,606.23) دينار ليبي، وهذه بصورة عام معدلات ضعيفة. وعند مقارنة هذه المؤشرات نسبياً إلى مثيلاتها في أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية، نجد أن نسبة قيمة التداول 0.01% ونسبة القيمة السوقية 0.24%. أما إسهام القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي، فقد تراجعت هذه النسبة رغم ضعفها، من حوالي 3.77% إلى 2.33% لسنتي 2008 و2013 على التوالي، كذلك قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي تراوحت بين 0.25% سنة 2008 لتتراجع إلى 0.02% سنة 2013. إن النتائج السلبية لمؤشرات السوق، وعلى رأسها معدل نمو القيمة السوقية البالغ حوالي (-3.55%) و(-1.66%) و(-5.87%) و(-3.44%) و(-6.53%) للسنوات من 2009 إلى 2013 على التوالي، تعكس ضعف قدرة السوق على تعبئة المدخرات، مما يترتب عليه ضرورة العمل على زيادة كفاءة أداء سوق الأوراق المالية الليبي.

الفصل الأول: التمهيدي

(1.1) المقدمة:

يُعرّف سوق الأوراق المالية على أنه آلية لتداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وأداة لتحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي.¹ كما تعرف أسواق رأس المال Capital markets بأنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل - الأسهم والسندات والقروض العقارية - وأنها نقطة تجمع مكاني أو افتراضي لكلاً من بائعي ومشترري الأوراق المالية، بما يؤمن لأي ورقة مالية متداولة فيه ثمناً عادلاً في أي وقت. ويُعدّ وجود سوق الأوراق المالية أداة مهمة لتوفير رؤوس الأموال اللازمة للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية، ذات الاختصاصات المتعددة والأداء الكفء لوظائفها الأساسية.

يعتمد عمل سوق المال² على كفاءته في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة، وتستخدم آليات أسواق المال المتطورة، وحتى التي اجتازت درجة من التطور المقبول، للتأثير في حركة النشاط الاقتصادي بكامل الحرية، وأن تكون في ظروف اقتصادية تسودها المنافسة الكاملة، غير أن الواقع يفرض في كثير من الأحيان أن يسود جوٌّ من المخاطرة وعدم التأكيد Risk and Uncertainty عند ممارسة النشاط الاستثماري بمستويات متفاوتة، مما يجعل

1 عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، الإسكندرية، ج م ع، دار الفكر الجامعي - الطبعة الأولى 2006 - ص 21.

2 قد يستخدم مصطلح "سوق التمويل" بدلاً من مصطلح "سوق المال" عند البعض وذلك باعتبار كلمة المال من جوامع الكلم في اللغة العربية، حيث يعتبر مالا كل ما يكون الثروة من نقد سائل أو عقارات أو أراضي أو قيم منقولة كالأسهم والسندات أو سلع أو عروض التجارة أو المحاصيل. وبهذا المعنى تتكون سوق المال من أسواق عديدة، مثل سوق السلع والسوق العقارية وسوق الصرف وسوق التمويل، وقد يكون السبب ناتجاً عن ترجمة كلمة Finance بمعنى (مال)، في حين أنها تعني تمويل. صندوق النقد الدولي. (1993). دليل ميزان المدفوعات الطبعة الخامسة. واشنطن، الولايات المتحدة: صندوق النقد الدولي - واشنطن، الولايات المتحدة.

المستثمر على استعداد للتعامل في سوق المال بوجه عام وفق ضوابط وظروف السوق، والتوافق مع احتمالات الربح والخسارة. في هذه الظروف يتوقع المستثمر في سوق الأوراق المالية الحصول على عائد متوقع (احتمالي) يطمح للحصول عليه نتيجة نشاطه الاستثماري المبني على حسابات السوق، ويتحصل على عائد فعلي بإتمام الصفقة، ومن اختلاف العائد الاحتمالي عن العائد الفعلي تكون المخاطرة Risk، التي ترتبط بشكل طردي بمعدل الربح. كما يكون المستثمر أمام حالة عدم التأكد Uncertainty عندما لا تتوفر لمتخذ القرار الاستثماري أيّ من المعلومات الحديثة أو التاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي موضوعي للدفعات النقدية المستقبلية، فيما يضطر للاعتماد على خبرته الشخصية عند وضع التوزيع الاحتمالي للعائد، وهو ما يطلق عليه (التوزيع الاحتمالي الشخصي).¹

تتطلب المرحلة الحالية إحداث تغييرات هيكلية للاقتصاد الليبي بهدف بناء اقتصاد حقيقي قادر على الاندماج في الاقتصاديات العالمية واستيفاء الشروط التي تؤهله للدخول ضمن المنظومة الدولية. ولاستيفاء إحدى هذه المتطلبات، تم إنشاء سوق الأوراق المالية الليبي Libyan stock market في سنة 2006م بموجب القرار رقم 2006/134 الصادر عن اللجنة الشعبية العامة (سابقاً)، كشركة مساهمة وبرأس مال قدره 20 مليون دينار ليبي تم زيادته فيما بعد إلى 50 مليون دينار ليبي، في نفس الوقت الذي اتخذت فيه إجراءات وسياسات الخصخصة وتشجيع المبادرات الفردية، تأكيداً لأهمية دور القطاع الخاص وأنه الأكثر قدرة على تعبئة الموارد الاقتصادية. قد يُعدّ هذا الإجراء بمثابة اللبنة الأولى نحو تحسين مستويات الأداء الاقتصادي، واستكمالاً للتشريعات المالية التي تهدف إلى حماية المدخرين والمستثمرين، وأداة من الأدوات التنفيذية للتنمية، والتي

1 عبد القادر، السيد متولي. "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، عمان: الأردن، دار الفكر، الطبعة الأولى 2010. ص 40.

يفترض أن تتكامل مع مكونات سوق المال، لتنفيذ سياسات إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي، حيث صدر في شأن ذلك العديد من القوانين والقرارات.¹ وتتركز أهمية إنشاء سوق الأوراق المالية الليبي في مدى قدرته على تعبئة المدخرات Mobilize Savings، وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة باستخدام الآليات والسياسات الاقتصادية، بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادي. وتزداد أهميته في ليبيا، مع وجود الفوائض المالية Financial Surpluses التي ارتبطت بارتفاع أسعار النفط، وتبحث عن فرص استثمارية - وهو ما تزامن مع فترة إنشاء السوق - وما يتطلبه ذلك من تخطيطاً استثمارياً يساهم في زيادة القدرة الاستيعابية Absorptive capacity للاقتصاد الليبي، من خلال امتصاص هذه الفوائض وتحويلها إلى استثمارات منتجة تدعم الطاقة الإنتاجية للاقتصاد.

(2.1) المشكلة البحثية

عمل الاقتصاد في ليبيا منذ الاستقلال وفق عدة سياسات اقتصادية، لمعالجة الآثار المختلفة لكثير من المواقف والأحداث التي تواجه المجتمع الليبي في حينها - وفق توجه وفلسفة واضعي تلك السياسات الاقتصادية - أدت على وجه الخصوص إلى التذبذب الشديد لمعدلات الادخار العائلي مع عدم كفاءة أداء وسائل تعبئة الادخار، وبالتالي عدم كفاية المدخرات العائلية، وقد صاحبها تدنى الثقافة الادخارية لدى أفراد المجتمع، ما أدى إلى تذبذب إجمالي الادخار الخاص، ناهيك عن ظهور الفوائض المالية التي لم يتم استثمارها بالشكل الأمثل، وبذلك تتركز المشكلة في عجز النظام المالي عن أداء الدور المناط به في التنمية الاقتصادية؛ حيث أن مجموع المصارف التجارية والمتخصصة يحكمها قانون مقيد للمصارف، جعل قدرتها الائتمانية محدودة، ولا تزال تقتصر على

1 القوانين والقرارات الصادرة بالخصوص: (القانون رقم 9 لسنة 1992م بشأن مزاولة الأنشطة الاقتصادية والقوانين المعدلة له) و(القانون رقم 9 لسنة 2000م بشأن تشجيع الاستثمار - والقرار رقم 499 لسنة 2010م بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم 9) وقرار اللجنة الشعبية العامة (سابقاً) رقم 118 لسنة 2007م بشأن لائحة تملك الشركات العامة و(القانون رقم 11 لسنة 2010م بشأن سوق المال) وغيرها من القوانين ذات الصلة.

الاقراض قصير الأجل، إضافة إلى عدم قدرة شركات التأمين (العام والخاص) وصندوق الضمان الاجتماعي على تحرير مدخراتها وتوفير القدر الكافي من رأس المال للاقتراض طويل الأجل، يضاف إلى ذلك ضعف القطاع الخاص. وقد ترتب على ذلك انعكاس سلبي على كفاءة أداء سوق الأوراق المالية الليبي حديث النشأة، ما يتطلب في هذا الإطار ضرورة دراسة مدى قدرة سوق الأوراق المالية في ليبيا على تعبئة المدخرات لتمويل عمليات الاستثمار في إطار خطة تنمية اقتصادية شاملة. عليه تنبثق أهمية الدراسة من واقع أن تحسن أداء عمليات سوق الأوراق المالية - إصدار الأوراق المالية (أسهم وسندات) ضمن السوق الأولي (سوق الإصدار) ثم القيام بتداولها ضمن السوق الثانوي (سوق التداول) - يمثل دافعاً للاقتصاد الليبي النامي نحو تحسين أداء عناصر الإنتاج، ورفع عائدات الاستثمار، ومن ثم تصحيح مسار عمليات التنمية الاقتصادية، بما يمكن من تحقيق الأهداف المتوخاة منها.

(3.1) أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل التي يمكن أن تسهم في قيام ونجاح الأسواق المالية المنظمة في ليبيا بمعايير الشفافية والإفصاح والأمان وبما يتفق مع الشروط الدولية. ويمكن تحديد أهداف الدراسة في النقاط التالية:

1- التعرف على القدرات النقدية والمالية الممكنة توافرها في الاقتصاد الليبي الداعمة لإنشاء سوق مالي متطور.

2- التعرف على بعض الوسائل والسياسات النقدية والمالية المفترض توافرها واتخاذها من الناحية النظرية لتعبئة المدخرات مع الاستفادة من التجارب الناجحة لبعض الدول النامية في هذا المجال.

3- التعرف على قدرات وإمكانيات سوق الأوراق المالية الليبي من خلال مؤشرات الحجم وقياس عمق السوق، بالمقارنة مع بعض الأسواق في بعض الدول التي يمكن الاستفادة من تجاربها بما يعزز من قدرات الأسواق المالية في الاقتصاد الليبي.

(4.1) أهمية الدراسة:

تهتم الدراسة بتحليل العوامل التي أسهمت في إضعاف القدرة الادخارية، ما يؤكد على أهمية إقامة سوق الأوراق المالية الليبي، وتهيئة البنية التحتية التي تكفل نجاح هذه السوق، لضمان تحقيق أداء متميز في تعبئة الادخار المحلي، حيث تزداد أهمية وجود سوق كفاء للأوراق المالية في ليبيا مع وجود فائض سيولة مرتفع لدى المصارف التجارية، من الممكن استثماره وفق ظروف السوق ومتطلبات التنمية، في سياق توفير البيئة المناسبة لنجاح السوق المالي في ليبيا في جذب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات منتجة. كما يمكن الاستفادة من النتائج التالية التي يتم التوصل إليها في وضع سياسات وبرامج لزيادة الادخار المحلي، كما تكمن أهمية الدراسة أيضاً في كونها مرجعاً ومصدراً من مصادر المعلومات بالنسبة للباحثين في هذا المجال.

(5-1) فروض الدراسة

في هذا الإطار تحاول الدراسة التثبت من صحة الفروض التالية:

الفرض الأول: - وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية ذي كفاءة عالية وتعبئة المدخرات وزيادة معدلات النمو الاقتصادي. حيث أن حجم التداول يعد دالة في النمو الاقتصادي، كما أن الادخار دالة في الاستثمار.

الفرض الثاني:- زيادة قدرة المجتمع الادخارية ذات تأثير إيجابي على تنمية سوق الأوراق المالية.

الفرض الثالث:- يؤدي الإنفاق على خطط التنمية من قبل القطاع العام إلى زيادة في الادخار الإجمالي.

(6-1): مصادر البيانات

لقد اعتمدت الدراسة على الإحصاءات المنشورة، المتمثلة في بيانات الجهات الرسمية في ليبيا، وأيضاً تمت الاستعانة ببعض الكتب والرسائل العلمية، والمجلات، والدراسات، ذات العلاقة بموضوع الدراسة.

(7-1): المكان والفترة الزمنية للدراسة

لقد قامت هذه الدراسة على دولة ليبيا، أما الفترة الزمنية للدراسة فقد تمت خلال السنوات 2008-2013 وذلك فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية، أما فيما يتعلق بغيرها من البيانات، فقد حاول الباحث أن تكون من سنة 1990 وحتى سنة 2015.

(1.8) تقسيم الدراسة

تم تقسيم الدراسة إلى ستة فصول على النحو التالي:

أولاً: فصل تمهيدي لإعطاء مقدمة عن هذا البحث وأهميته وخطة بحثه.

ثانياً: استعراض نظري للمفاهيم العامة لسوق المال، وعرض لبعض متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية، ومؤشرات تطوره.

ثالثاً: استكمال عرض لبعض الأفكار في الأدب الاقتصادي، مع الإشارة لبعض المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير على سوق الأوراق المالية، ومن ثم إعطاء مقارنة بين بعض التجارب العربية والدولية وسوق الأوراق المال الليبي.

رابعاً: عرض لخصائص الاقتصاد الليبي والقطاع المالي، والتعرف على القدرات المالية وإبراز قيم الفوائض المالية الممكن استثمارها من خلال سوق الأوراق المالية الليبي.

خامساً: عرض بيانات ومؤشرات سوق الأوراق المالية الليبي خلال الفترة منذ التأسيس وحتى إقفال التداول سنة 2012، وتحليل هذه البيانات وفق مؤشرات سوق الأوراق المالية.

سادساً: النتائج والتوصيات وملخص الدراسة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

1-2 تمهيد

تؤدي الأسواق المالية دوراً حيوياً في تمويل الأنشطة الاقتصادية، وتكتسب الأسواق المالية أهمية متزايدة برهنت عليها تجربة العقود السابقة في معظم دول العالم النامية والمتقدمة على السواء، بصفتها أداة هامة لتجميع المدخرات، حيث لاتزال أسواق المال الوطنية والعالمية تؤدي دوراً رئيساً في تحويل الأموال من الأفراد الذين لديهم السيولة إلى الأفراد الذين لديهم نقص في السيولة. ويهتم هذا الفصل بالتعريف بهذه المفاهيم وبيان أهميتها من حيث وظيفتها في الاقتصاد كهمزة وصل بين المدخرين والمستثمرين، وعوامل إنجاحها، والأركان الرئيسية لإقامتها على أساس سليم، كما يلقى هذا الفصل نظرة على تطور هذه المفاهيم، وشروط قيام سوق فعال للأوراق المالية، فضلاً عن التعرف على أنواع الأسواق المالية.

2-2 بعض المفاهيم الاقتصادية المتعلقة بالدراسة

في هذا الجزء من الدراسة سيتم التطرق إلى بعض مفاهيم سوق المال على وجه العموم.

1-2-2 المفاهيم العامة للأسواق المالية وسوق الأوراق المالية:

لقد احتلت الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، وما تقوم به من وظائف ومهام تمثل في مجموعها أهمية خاصة في تطوير ونمو القطاع المالي في أي دولة. تُنمَّ يتم عرض بعض مفاهيم سوق الأوراق المالية إحدى أهم فروع سوق المال، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر.

2-2-2 مفهوم السوق

السوق هو المكان الذي تتجه إليه السلع بمختلف أنواعها، حيث يتم مبادلتها أو بيعها أو استهلاكها، ومن ثم تتم فيه إجراءات نقل ملكيتها، وتبرز أهمية السوق في أمرين هما: أن مجال التداول ليس سلعة فقط بل خدمة أيضاً، وأن التطور التقني في الاتصالات والوسائل المتعددة في مجال الاتصالات جعل من المكان كركن من أركان السوق أقل أهمية، إذ اتسع نطاقه من السوق المحلي إلى السوق الدولي. ولكن تبقى الخاصية المميزة للسوق هي وجود مجموعة من البائعين ومجموعة من المشترين يرغبون في بيع وشراء سلعة أو خدمة.¹

2-2-3 التعريف بسوق الأوراق المالية:

لا شك في أن رأس المال هو عصب الحياة لأي مؤسسة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المؤسسة، ومن الضروري توفره في الوقت المناسب وبالقدر المناسب، وهذه هي المهمة الرئيسية المناطة بالأسواق المالية المختلفة. ويتركز دور سوق المال في توفير وتقديم التمويل اللازم للأنشطة المختلفة، من خلال أداء مؤسساته المالية لوظائفها الأساسية ذات الشقين التاليين:

الأول: تعبئة المدخرات.

الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة الاقتصادية المختلفة. وتتفق معظم أدبيات الاقتصاد على أن المقصود بعبارة سوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل على تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر، ويمثل سوق المال المصدّر الأساسي لإمداد الوحدات الإنتاجية العاملة في قطاع الأعمال - سواء أكانت مؤسسة فردية أم شركة أشخاص أو شركة مساهمة، وسواء أكانت مؤسسة خاصة أم عامة -

¹الصيرفي، محمد. "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى 2007. ص22، 21.

بوسائل التمويل، ولذا قد يطلق تعبير سوق المال على جميع المنظمات التي تقوم بطريق مباشر أو غير مباشر، بمرحلة أو أكثر من مراحل التوسط بين المقرضين والمقترضين¹. بناءً عليه يمكن اعتبار المصارف وأنواعها المختلفة، وشركات التأمين والمؤسسات الادخارية، وسوق الأوراق المالية جزءاً من سوق المال، فهي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، وتساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة.² ويمكن القول إن سوق المال في أي بلد يشمل مجموعة متكاملة من³:

- المؤسسات المالية، وغير المالية، المنظمة للسوق والمتعاملة فيه.
- القوانين الحاكمة والمنظمة لنشأة وإطار عمل مؤسسات السوق وتبادل أدواته.
- الأدوات التي يقع عليها التعامل في هذا السوق، سواء أكانت ائتمانياً مباشراً، أم أدوات تمويل أخرى في صورة أوراق مالية.

وتتم عملية التمويل إما مباشرة حيث تلتقي وحدات الفائض والعجز المالي، وتصدر وحدات العجز الأصول المالية (أسهم وسندات) فوراً، وإما غير مباشرة حيث يتم تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال (المصارف، شركات التأمين، مؤسسات الادخار والاقتراض وصناديق المعاشات) مقابل أصول مالية تصدرها هذه المؤسسات الوسيطة على نفسها أصول غير مباشرة (شهادات ادخار وشهادات استثمار)، ثم تحول المؤسسات الوسيطة الأموال التي تحصلت عليها إلى الوحدات ذات العجز المالي مقابل أصول مالية تصدر عنها.⁴

1 الصيرفي، محمد. 2007. ص 9.

2 الصيرفي، محمد. 2007. ص 12.

3 محمد بن علي العقلا. "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات والغرفة التجارية دبي، 8-6 مارس، 2007.

4 الشيخ طواهرية. "فاعلية الوساطة المالية والأسواق المالية كضرورة لإنجاح تمويل النشاط الاقتصادي"، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، الشلف، الجزائر، العدد الثامن، 2005. ص 115.

2-3 أنواع وتقسيمات الأسواق المالية

غالباً ما يقسم سوق المال إلى ثلاثة أسواق، تتداول في سوق النقد وسوق الأوراق المالية الأصول المالية قصيرة الأجل، وتتعامل سوق رأس المال في الأصول طويلة الأجل، ولكل منها خصائصه وسياسته وهي¹:

سوق النقد	Money market
سوق رأس المال	Capital market
سوق الأوراق المالية	Securities market

ويخضع هذا التقسيم إلى تحفظين أساسيين: الأول أن هناك تداخلاً بين نشاط بعض المؤسسات المالية وبعضها الآخر، الأمر الذي يعني عدم إمكانية وضع حدود قاطعة بين تلك الأسواق نتيجة لاعتماد أحد الأسواق على مؤسسات السوق الآخر، والتحفظ الثاني أنه يتم التنسيق بين سياسات كل سوق في إطار ما تستهدفه السياسات الاقتصادية².

2-3-1 سوق النقد

سوق النقد أو النقود Money Market وفيه تتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل لتمويل الائتمان التجاري الذي لا يتجاوز السنة. ويتولى الجهاز المصرفي ممثلاً في المصرف المركزي والمصارف التجارية القيام بهذه العمليات والتعامل في مجمل الأوعية الائتمانية قصيرة الأجل التي تتميز بانخفاض درجة المخاطرة فيها، ومن أهمها:

• ودائع التوفير

• الودائع قصيرة الأجل

1 هناك خلط، في بعض الأحيان، بين مفاهيم سوق المال وسوق رأس المال وسوق الأوراق المالية عند عرضها من قبل الكتاب والباحث الاقتصاديين فالأول يشمل جميع أنواع سوق المال سواء سوق النقد أو سوق رأس المال والثاني يشمل سوق رأس المال غير المالي وسوق الأوراق المالية.
2 أندراوس، عاطف وليم. "أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)"، الإسكندرية، ج م ع، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى 2006. ص 15.

- شهادات الإيداع
- الكمبيالات المصرفية
- الأوراق التجارية
- وغيرها من الأدوات قصيرة الأجل.

توجد أهمية كبيرة لسوق النقد بالنسبة للاقتصاد الوطني؛ حيث تتوفر فيه أدوات يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد والمؤسسات مراكزهم فيما يخص السيولة. فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكنهم من خلال سوق النقد استثمار أموالهم في أدوات قصيرة الأجل مقابل عائد، على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم المستقبلية. كما تلجأ المصارف والمؤسسات المالية لشراء أدوات سوق النقد مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة، بالإضافة إلى أن السلطات النقدية - المسئولة عن إدارة عرض النقود - يمكنها تنفيذ معظم عملياتها في سوق النقد، لتحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية.¹

2-3-2 سوق رأس المال

تصدر في سوق رأس المال Capital Market الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ثم تتداول فيما يعرف بالسوق الثانوي، حيث تقوم فيه المصارف الاستثمارية والمتخصصة، وشركات التأمين، وصناديق المعاش والادخار، بإقراض الغير بنفسها.² وينقسم سوق رأس المال، بما فيه سوق الأوراق المالية، إلى³:

- أسواق عاجلة أو فورية (الأسواق الحاضرة أو الفورية Spot or Cash Markets)
- أسواق مستقبلية Future Markets.

1 - أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 16.

2 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 17.

3 آل شبيب دريد كامل. "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة، عمان، الأردن: الطبعة الأولى 2012. ص 50.

2-4 سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية (المدخرات) وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة، وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أسهم وسندات. ويعدّ نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية، وخاصة تلك الدول التي تتبنى برامج لخصخصة العديد من شركات القطاع العام، ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة في الحياة الاقتصادية.

2-4-1 التعريف بسوق الأوراق المالية:

يُعدّ سوق الأوراق المالية أحد أهم فروع السوق المالي، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر، ويتعلق الاستثمار في هذا السوق بتوظيف الأموال في شراء الأوراق المالية، سواء أكانت أسهماً أم سندات. ويعرف بأنه المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها، سواء ما يتصل بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو فيما بين فئات المستثمرين الذين تتنوع وتختلف مصالحهم بحسب قراراتهم الاستثمارية في الأوراق المالية، كما أنه يُعدّ المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لهذه المدخرات.¹

2-4-2 تقسيم سوق الأوراق المالية:

يُعدّ سوق الأوراق المالية أحد العناصر الهامة في مصفوفة النظام المالي، والعنصر الأخير من سوق المال ويتكون، بشكل عام من نوعين من الأسواق، هما: أسواق منظمة "البورصات" وتنقسم إلى السوق الأولية والسوق الثانوية، كما؛ سيأتي ذكره. وأيضاً توجد أسواق ثانوية تعمل كأسواق

1 الصيرفي، محمد. 2007. ص 35.

موازية، يرمز لها بالحروف (OTC) Over The Counter، وهي سوق يتبادل فيها الأوراق المالية "بيعاً وشراءً" خارج البورصة (خارج سوق الأوراق المالية "المنظمة").

تحدد كل سوق للأوراق المالية بعض الأيام في الشهر لتجري فيها تصفية للمركز المالي فيما يخص العمليات الآجلة للأصول المالية (الأسهم والسندات)، سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، وعندما يحين أجل استحقاقها، يكون الخيار لأطراف التعاقد لتلك الآجال هو تنفيذ ما اتفق عليه (من قبل البائع والمشتري) أو التصفية، أي ترجيع الأصول لأصحابها مع الهامش المتفق عليه، أو التأجيل لمدة زمنية معينة¹.

1- السوق الأولية: Primary Markets تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار: تنشأ في هذا السوق علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (السهم أو السند) والمُكتتب الأول فيها، والتي تتحول فيها المدخرات الخاصة إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل، وتُترجم هذه العلاقة بخلق حقوق أو التزامات مالية جديدة بين المقرضين والمقترضين. وتطرح الأوراق المالية المُصدرة لأول مرة عن طريق التداول العام أو التداول الخاص، الذي يتعلق بالأسهم الممثلة لرأس مال الشركة عند التأسيس، أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، وما يطرح من سندات عند إصدارها لأول مرة، سواء أكانت صادرة من الدولة، أم من أي من الشخصيات الاعتبارية العامة أو الخاصة التي يحق لها الإصدار².

تعمل في السوق الأولية مؤسسات مالية متخصصة يطلق عليهم الصيارفة أو بنوك الاستثمار، تقوم بالاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى محققةً بذلك أرباحاً، هي نتيجة الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. قد تتولى بعض المصارف التجارية هذه

1 الصيرفي، محمد. 2007. ص 16 و10.

2 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 23.

المهمة في الدول التي تتسم أسواقها بالصغر . وبذلك فإن السوق الأول يتمثل في بنوك الاستثمار التي تقدم للأفراد مجالات عديدة لاستثمار مدخراتهم، كما تقدم لمنشآت الأعمال ما تحتاجه من الأموال لتوسع والنمو.¹

وتسهم السوق الأولية النشطة في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال تهيئة المناخ الاستثماري الملائم، وخلق فرص استثمارية جديدة تعمل على دفع المستثمرين إلى التخلي تدريجياً عن استثمار أموالهم في المضاربات العقارية أو الاستخدامات السائلة، ومن خلال مساعدتها في زيادة وتشجيع الادخار، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية². وتكمن أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء (بطريقة مباشرة) من خلال شراء الأوراق المالية، أي الاكتتاب في أسهم الشركات أو (بطريقة غير مباشرة) من خلال المصارف وشركات التأمين التي تستثمر جزءاً من أموالها -الودائع وثائق التأمين- في شراء الأوراق المالية، كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية، والتي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية، كما تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل الوطني وعلى مستوى المعيشة.³

2- السوق الثانوية Secondary Markets تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول.

هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي سبق وأن أُصدرت عن طريق السوق الأولية، أي بعد توزيعها عن طريق بنوك الاستثمار . ويدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

1 هندي، منير إبراهيم. "الأوراق المالية وأسواق المال"، الإسكندرية: مصر، منشأة المعارف، 2007. ص 83،94.
2الأسرّج، حسين عبد المطلب. "تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة(1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، ديسمبر 2004. ص 24.
3 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص94.

واللحصول على العضوية ينبغي دفع مبلغ كبير، فمثلاً تدار بورصة¹ نيويورك للأسهم بواسطة مجلس محافظين Board of Governors ينتخبه أعضاء البورصة، الذين ظل عددهم ثابتاً منذ عام 1953 حيث بلغ 1366 عضواً، ووصلت قيمة المبلغ المطلوب للحصول على العضوية إلى ما يزيد عن نصف مليون دولار. وفي هذا الصدد يوجد خمسة أنواع من الأعضاء هم: السماسرة الوكلاء، وسماسرة الصالة، والمتخصصون، وتجار الطلبات الصغيرة.² وسوق المال بشقيه (سوق النقد، وسوق رأس المال) يقوم بعد عملية الإصدار للأوراق التجارية والمالية - الأوراق ذات الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة - بالتداول فيها بصورة منظمة داخل البورصة (سوق الأوراق المالية المنظمة)، وبهذا المعنى يكون السوق الثانوي (سوق التداول) ذا تأثير مهم على سوقي النقد ورأس المال، حيث تتداول فيها إصدارات السوق الأولية في كلاً من السوقيين (النقد ورأس المال). ونظراً لأهمية هذه السوق فقد ضببت بقوانين صيغت لتنظيمها، تعمل بها هيئة الأوراق المالية وتشرف على تنفيذها، لضمان كفاءة سوق المال - الفكرة الموضحة ضمن فقرة كفاءة سوق الأوراق المالية - بما يصب في مصلحة المستثمرين بحماية حقوقهم، وتتصف بما يلي:

- أنها سوق منظمة ومضبوطة بقانون بعيداً عن الفوضى والعشوائية، وذات شخصية اعتبارية مستقلة.
- توفر السيولة اللازمة للمستثمرين، وتنوع في الأوراق المالية.
- تسهل إجراءات الاكتتاب والتداول.
- تسرع في عمليات البيع والشراء.
- عدد المتعاملين بالسوق الأوراق المالية كبير جداً.
- عدد الشركات التي تعرض أسهمها كبير.

¹ تعرب كلمة بورصة التي من أصل لاتيني ولاحقاً فرنسي بمصطلح "سوق الأوراق المالية"، للمزيد يراجع: عبد القادر، السيد متولي. 2010. ص 161، 162.

² هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 103.

- تكون السوق مفتوحة للجميع بواسطة وسائل الاتصال الحديثة.
- تتسم بالشفافية والوضوح في نشر المعلومات وتوزيعها على الجميع.
- توفير نظام تشغيل جيد وسريع وفعال.
- أن يكون لديها هيئة إدارة وإشراف مهنية علمية تخصصية وحيادية.

2-4-3 أهمية وجود سوق رأس مال ثانوية

إن وجود سوق ثانوية تتداول فيها الأوراق المالية؛ يشجع الأفراد على الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية، لإدراكهم بأنهم سيتمكنون من بيعها في الوقت الذي يرغبون. أي أن شعور المستثمرين بإمكانية بيعهم لأوراقهم المالية وتأمين السيولة اللازمة في أقرب وقت؛ هو حافز مهم لإقبالهم على شراء إصدارات جديدة، وهذه الإصدارات الجديدة تقوم بتمويل المشاريع الجديدة، يفترض أنها وفق خطط التنمية الاقتصادية. بذلك يسهم سوق المال في تأمين تدفق مستمرٍ من الأموال المستثمرة داخل الاقتصاد، من خلال نشاط السوق الأولية، وفي وجود سوق ثانوية كفؤة.

إن غياب الأسواق الثانوية -المنظمة- سوف يؤدي إلى ضعف شديد في سيولة الأصول المالية، إذ يسعى المقرضون إلى تجنب تجميد أرصدهم المالية لمدة طويلة، ومن ثم يتجهون إلى قروض قصيرة الأجل. وتخلق السوق الثانوية مناخاً تنافسياً بين المقرضين، وكذلك بين المقترضين، وهذا المناخ يتيح للمقرضين فرصة الحصول على أعلى عائد لاستثماراتهم وعند مستوى المخاطر التي يقبلون عندها استثمار أموالهم. أما المقترضون فيمكنهم الحصول على الأموال بأدنى معدلات ممكنة للفائدة. وعند مستويات الخطر المختلفة¹.

1 الشريف أحمد سعيد. "سوق المال الثانوية وأهميتها للاقتصاد الوطني، مجلة البحوث الاقتصادية"، الهيئة القومية للبحث العلمي، مركز البحوث الاقتصادية، بنغازي: ليبيا، المجلد السابع، العددان الأول والثاني، بنغازي: ليبيا، 1996. ص 162، 181.

2-4-4 العلاقة التبادلية بين السوق الأولية والسوق الثانوية: -

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل، والاقتصاد في النفقات، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

من جهة أخرى، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكنتاب في أسهمها (سوق الإصدار) يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) على نحو يؤدي إلى تنشيطها، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب سعر التوازن بين العرض والطلب. يتضح مما سبق أن كلا من سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية) يؤثر في الآخر.¹

2-4-5 أدوات تحليل سوق الأوراق المالية:

يعتبر القرار الاستثماري هو الأهم عند تداول الأوراق المالية، الذي يتطلب توفر المعلومات الكافية المحتمل تأثيرها على القيمة السوقية لها. وتعد المعلومات والبيانات التي تتاح لجمهور المستثمرين في الأوراق المالية من الأهمية بمكان عند التحليل العميق الذي يساعد المستثمر على استخلاص النتائج التي تمهد لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة. وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى وجود عدة أساليب لتحليل الأسواق المالية، منها التحليل الأساسي، والتحليل الفني، وغيرها - ولا يتسع المجال للتوسع في تفاصيل تحليل سوق الأوراق المالية - حيث يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمنشأة، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المنشأة ذاتها. أما التحليل الفني فيركز على دراسة أسعار الأسهم والسندات،

1 الأسرج، حسين عبد المطلب. 2004. ص8.

والعائد عليها، ودرجة المخاطرة التي تتضمنها. ونظراً لأن المستثمر يتطلع دوماً إلى تعظيم العائد المتوقع على استثماراته في الأوراق المالية، فإن قيامه بتحليل وتقييم محفظة الاستثمار التي بحوزته وتحليل العائد والمخاطرة عليها، من شأنه تسهيل استخلاص النتائج التي تساعد في التنبؤ بمستقبل استثماراته.¹

2-4-6 الأوراق المالية المتداولة وبعض أنواعها:

تعدّ الأوراق المالية Securities هي السلعة المتداولة في سوق الأوراق المالية بيعاً وشراءً، وتعطي حاملها الحق في الحصول على جزء من العائد بعد تقسيم نسبة من أرباح الشركة، أو الحق في جزء من أصولها أو كليهما معاً. ويمكن تصنيف الأوراق المالية، إما حسب حق الملكية مثل الأسهم العادية أو لكونها تمثل مديونية مثل السندات وما يماثلها، كما يمكن تصنيفها حسب أجل الورقة: قصير، أو متوسط، أو طويل، وقد ينسب التصنيف على أساس سوق المال الذي تتداول فيه تلك الأوراق.² ويعدّ تنوع أشكال الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية من عوامل توسيع قاعدة الملكية وزيادة فرص الاختيار الاستثماري أمام الجمهور، ووسيلة مهمة لتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للدولة، كقطاع عام، ومؤسسات عامة، وللقطاع الخاص. وفي هذا الإطار سيتم عرض أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

2-4-6-1 الأسهم

السهم هو صك يؤكد لحامله ملكية حصة في رأسمال شركة تعادل المبلغ الذي تم دفعه، ويعطي السهم لحامله الحق في المشاركة في توجيه سياسة الشركة، عند انعقاد اجتماعات الجمعية العمومية للشركة، ويكون له حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وحق التصويت على القرارات الرئيسية

¹ دهل رياض. "الأدوات المالية"، موقع المعهد العربي للتخطيط: الكويت، http://www.arab-api.org/develop_1.htm.

² هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 5.

المتعلقة بالسياسات العامة للشركة. وتميل الأسهم من الناحية التاريخية، وفي الأحوال العادية، إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت، كما أنها تتمتع بآفاق لتحقيق أداء أفضل من أنواع الاستثمار الأخرى على المدى الطويل. ورغم ذلك فإن الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكبر من الأدوات المالية الأخرى. وغالباً ما ترتفع أسعار الأسهم أو تنخفض استجابة لقوي العرض والطلب في السوق، مما قد يفقدها جزءاً من قيمتها خصوصاً في المدى القصير. ويزيد تكرار تغير أسعار الأسهم، وربما تسارع وتيرتها من حدة تذبذب سعر السهم، ورغم ذلك فإن من سمات الاستثمار في الأسهم أنها تتيح للمستثمر تحديد واختيار نوعية الأسهم التي تتناسب مع الهدف من الاستثمار فيها.¹

2-6-4-2 أنواع الأسهم

تصدر الشركات أصنافاً متعددة من الأسهم، بأسماء مختلفة، فالأسهم التي تمنح أرباحاً بشكل دوري للمستثمرين تسمى "أسهم العوائد"، وتقابلها "أسهم النمو" التي تمنح أرباحاً قليلة أو لا تمنح أرباحاً في المدى القصير. وقد تعتمد الشركات إلى إعادة استثمار أرباحها المتراكمة، أو تقوم بإصدار أسهم جديدة وإدراجها في عدة أسواق.

وتُقسم الأسهم من حيث تداولها إلى أسهم اسمية، وأسهم لحاملها، كما يمكن تقسيمها من حيث نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية إلى أسهم عادية، وأسهم ممتازة، وأسهم التمتع²، وتتداول العديد من أنواع الأسهم في سوق الأوراق المالية، مثل (الأسهم العادية، والمجانية، والممتازة، وأسهم الخزينة، والمقيدة، وغير المقيدة)، ويمكن التمييز بين كل هذه الأنواع كما يلي:

1 المصدر: صحيفة الاقتصادية الإلكترونية http://www.aleqt.com/2006/02/09/article_4286.html، يوليو 2008.

2 (يجوز للشركة إصدار أسهم التمتع للأشخاص بعد استرداد القيمة الاسمية للأسهم، وليس لأصحاب أسهم التمتع حق الاختيار في الجمعية العمومية، إلا أنها تتمتع بحق المشاركة في توزيع الأرباح الصافية وحق المشاركة في اقتسام موجودات الشركة المتبقية عند تصفية الشركة) - وفق نصت المادة 119 من القانون رقم (23) لسنة 2010 بشأن النشاط التجاري.

1- **الأسهم العادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في

حضور جلسات الجمعية العمومية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباح.

2- **الأسهم المجانية:** وهي التي توزع على المُسْهِمِينَ بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم

المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة، المتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة؛

وبالتالي يكون للمُساهِمِينَ الحق في هذه الزيادة في رأس المال.

3- **الأسهم الممتازة:** وهي التي تمنح لمالكها حقوقاً إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي،

مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح

الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل

الأسهم العادية، وبعد حملة السندات.

4- **أسهم الخزينة:** هي الأسهم التي تقوم الشركة المُصدِّرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق

بورصة الأوراق المالية، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية

الشركة لها.

5- **الأسهم المقيدة:** تصدر الشركات بعض الأسهم مقيدة بشرط محدد، كأن تحدد قيمة السهم

بملكية جزئية في فرع من فروعها، أو بملكية في شركة تابعة؛ وفي بعض الأحيان تُفرض على

بعض هذه الأسهم المصدرة سياسات خاصة بتوزيع الأرباح، أو الحد من الحق في التصويت، أو

حتى الحد من البيع عند أسعار معينة. ويترتب على هذا القيد تسجيل وتصنيف السهم في

البورصات، سواء المحلية أو العالمية، وفق إجراءات خاصة بهذا القيد، وذلك حتى يتسنى

للبورصة الحفاظ على الحقوق عند إجراء عملية القيد.

6- **الأسهم غير المقيدة:** هي التي تكون غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو بالبورصات

العالمية.

7- كوبون السهم: وهو يمثل العائد على السهم، نتيجة تقسيم الأرباح على أسهم الشركة، ويمكن للمستثمر تداول كوبون السهم مع احتفاظه بالأسهم المستثمرة في الشركة¹.

2-4-6-3 السندات

هي أدوات مالية، يصدرها القطاع الخاص والحكومات (وزارة المالية-الخبزانة) للاقتراض من الجمهور أو المصارف التجارية، في معظم الأحوال، وتصدر من الجهات الحكومية بهدف تمويل العجز في الموازنة العامة، أو من القطاع الخاص بهدف الحصول على مصادر تمويل طويل الأجل²، وتقسّم إلى ثلاثة أنواع:

1- أوراق قصيرة الأجل (أذونات الخزانة)

2- أوراق متوسطة الأجل (شهادات الخزانة)

3- أوراق طويلة الأجل (سندات الخزانة)

وذلك لضمان حق المستثمر (المقرض) في الحصول على سعر فائدة محدد نظير إقراض أمواله وأصل المبلغ، في نهاية الأجل المحدد مسبقاً حسب ما اتفق عليه، وقد يكون السند لحامله وهو الأسهل في التداول، أو اسمي لتحديد التعاملات مع ذات المسمى. وتتأثر أسعار السندات بمعدل الفائدة على السند (معدل الكوبون)، وسعر الفائدة المحدد من المصرف المركزي، والمخاطر. وقد استحدثت أنواع جديدة لها سمات مختلفة عن السندات التقليدية السابقة، فهناك السندات التي لا تحمل كوبوناً، والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك، والسندات ذات الدخل، والسندات منخفضة الجودة، وسندات المشاركة³. وبالرغم من ذلك فلا توجد أنواع كثيرة من السندات، وغالبيتها هي

1 آل شبيب، دريد كامل. 2012. ص 180-207.

2 آل شبيب، دريد كامل. 2012. ص 208.

3 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 32.

سندات الحكومة، وسندات المنشآت الخاصة؛ ويجب هنا التفرقة بين السندات الحكومية والسندات التي يصدرها القطاع الخاص وشركاته. حيث تعد سندات الحكومة بمثابة قرض -صك مديونية متوسطة وطويلة الأجل -تضمنه وزارة المالية، وتصدره بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو بهدف مواجهة التضخم. في حين تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال، قرصاً استثمارياً يضمنه المركز المالي للشركة، ويكون بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يُقرض المستثمر المنشأة مبلغاً معيناً، وبموجبه يتم رد أصل المبلغ والفوائد في التاريخ المحدد.

2-5 أهمية تطور أسواق الأوراق المالية

يتوقف أداء سوق المال لدوره في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار على درجة تطور سوق المال ودرجة نمو الاقتصاد الوطني. وتتم عملية التطوير في أداء سوق المال بوجه عام وسوق الأوراق المالية بوجه خاص؛ بالعمل على جانبين: الأول جانب الطلب، على الأوراق المالية، وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً، ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد، وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها، والثاني جانب العرض بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة. وينبغي على الدول النامية، التي لا تتوفر لديها موارد مالية ذاتية كافية، أن تسعى لتعبئة المدخرات وزيادة معدلات الادخار - رغم تدني مستوياتها إلا أنها تمثل أهم مورد حقيقي للأموال اللازمة لأغراض التنمية - وقيام المؤسسات المالية التي يتكون منها سوق المال بدور فعال في تأمين السيولة وتنشيط سوق المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، ومن جانب آخر الإسهام في زيادة القدرة الإنتاجية، وإضافة وحدات إنتاجية جديدة، وسد احتياجات الدولة المالية اللازمة لتمويل أهداف التنمية عن طريق سندات طويلة الأجل أو أحد البدائل الأخرى. خاضت معظم الدول النامية تجارب مختلفة في وضع برامج تعبئة مدخراتها

والتأسيس لاستثمار يدفع بعجلة التنمية (كما سيبيّن عند استعراض التجارب الدولية)، ما يشير إلى مدى اهتمام هذه الدول بزيادة معدلات الادخار كمورد مهم لتمويل المسيرة التنموية. وقد لعبت مجموعة من العوامل في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في هذه الدول، ومن أهمها:

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي
- معدل النمو الاقتصادي
- سعر الفائدة الحقيقي
- التضخم
- العوامل السكانية (عدد الأطفال في الأسرة، أعمار أفراد الأسرة، ومعدل الإعالة).
- قد تؤثر عوامل أخرى كثيرة، كالعوامل التعليمية والصحية والترفيهية، وغيرها، في تعبئة المدخرات، ولكن الدراسة ربما اكتفت بالأكثر أهمية.

ويؤثر نصيب الفرد من الناتج الإجمالي ومعدل النمو الاقتصادي طردياً في معدل الادخار العائلي، في حين يؤثر كلاً من معدل التضخم، وعدد الأطفال في الأسرة، ومعدل الإعالة بشكل عكسي على مستوى المدخرات العائلية. أما سعر الفائدة الحقيقي فيؤثر طردياً في معدل الادخار العائلي، وإن كانت الدراسات التطبيقية تختلف فيما بينها بالنسبة لدرجة تأثير سعر الفائدة الحقيقي على هذا المتغير. ويشار إلى أن بعض الدول النامية التي تسعى إلى رفع مستوى الادخار المحلي العام والادخار العائلي، تتجه نحو الاهتمام بالوسائل غير التقليدية، مثل صناديق التأمينات الاجتماعية وتوفير مجالات جديدة للاستثمار تشجع الأفراد على الادخار، والأهم من ذلك كله هو رفع كفاءة استخدام الموارد المتاحة عن طريق الادخار العائلي بتوجيهها نحو مجالات استثمار مرتفعة العائد، بحيث تسهم بشكل إيجابي في التنمية الاقتصادية.¹

¹ عبد القادر، السيد متولي. 2010. ص 66، 58.

تحظى بعض الدول النامية التي لديها وفرة مالية، إلى حدٍ كبير، نتيجة تصدير بعض المواد الأولية، مثل النفط والغاز والموارد الطبيعية الأخرى، من بينها ليبيا ودول الخليج، بفرص عالية لخلق سوق مالي متطور، والاهتمام بجانب الطلب والاستخدام الأمثل للعرض المتوفر. لهذا كانت الضرورة ملحة لإنشاء الأسواق المالية وإعطائها مزيداً من الاهتمام، لدورها المهم في تعبئة المدخرات المحلية، وجذب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

2-6 مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية:

يعد قياس مستوى السيولة وحجم السوق، من أهم مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية، إضافةً إلى الخصائص المؤسسية كالإفصاح، والشفافية، وتدفق المعلومات وتكاليفها، التي تشير إلى درجة التقدم في تطبيق القواعد القانونية والإدارية، وإلى كفاءة السوق وقدرته على التسعير واستقرار العوائد، كما أنها تعد من العوامل المهمة التي تؤدي إلى زيادة كفاءة السوق وتطوره، إلا أن هناك العديد من المؤشرات الأخرى؛ من أهمها:

- أ- مؤشرات حجم السوق.
- ب- مؤشرات سيولة السوق.
- ج - مؤشرات تمركز السوق.
- د- مؤشرات عدم الاستقرار.
- هـ - مؤشرات التنمية المؤسسية.
- و - مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول.

وللتغلب على المخاطر التي تكتنف استخدام مؤشر واحد، يؤخذ في الاعتبار نتائج عدد من المؤشرات المذكورة بشكل مركب؛ وذلك لقياس وتغطية كافة المظاهر المتعددة لمفهوم التنمية لسوق

الأوراق المالية، والإسهام في فهم أفضل للعلاقات بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، فضلاً عن تسهيل المقارنات الدولية بين الأسواق المختلفة.¹

أ- مؤشرات حجم السوق

ثمة مؤشران لقياس حجم رأس المال من سوق الأوراق المالية هما:

• نسبة رأس مال السوق Market Capitalization.

• عدد الشركات المدرجة بالسوق.

1- نسبة رأس مال السوق:

يمكن الحصول على نسبة رأس مال السوق عند حساب النسبة الناتجة من قسمة قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي. وهي تعكس قدرة السوق على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار؛ بمعنى قدرة سوق الأوراق المالية على حشد المدخرات واستثمارها في تكوين وخلق المنشآت التي تم قيدها ضمن قوائم السوق. ويعتري هذا المؤشر قصور عند استخدامه بشكل منفرد لقياس معدل تنمية سوق الأوراق المالية؛ إذ توجد بعض الأسواق التي تتسم بارتفاع نسبة رأس مال سوقها، في حين أن حجم التعاملات بها صغير وغير نشط.

2- عدد الشركات المدرجة:

يعد مؤشر ارتفاع عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية مقياساً مقبولاً لقياس حجم السوق، باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق، وبالتالي إلى ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني. ولأجل إعطاء صورة دقيقة لحالة السوق نعزز قيمة هذا المؤشر، بنتيجة مؤشر نسبة رأس المال السوقي لهذه الشركات؛ حيث أن

¹ أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 209 ، 210.

انخفاض القيمة السوقية للسهم يجعل مؤشر ارتفاع عدد الشركات غير كافٍ لتوضيح حالة السوق، وهذا ما تظهره نسبة إجمالي قيمة أوراقها المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ب- مؤشرات السيولة

يقصد بالسيولة مدى سرعة تحويل أي أصل من الأصول المالية إلى نقود، بأقل خسارة ممكنة، دون تغير كبير في قيمتها السوقية، وذلك بافتراض توافر شروط: عمق السوق، واتساع السوق، وسرعة استجابة السوق. وتعد نسبة حجم التداول أو التعاملات ومعدل الدوران من أكثر المؤشرات المستخدمة لقياس سيولة سوق الأوراق المالية، والتي يمكن الإشارة إليها فيما يلي:

1- نسبة حجم التداول

تحتسب نسبة حجم التداول من ناتج قسمة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي. وتستخدم في قياس نسبة حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية إلى إجمالي حجم نشاط الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني. وتكمل نسبة حجم التداول نسبة رأس مال السوق كمقياس جيد لسيولة السوق وذلك بارتفاع النسبتين معاً.

2- معدل الدوران

ويشير هذا المعدل إلى القيمة الكلية للتعاملات - حجم التداول الكلي - في سوق الأوراق المالية، مقسومة على قيمة رأس مال السوق. وكما تمت الإشارة إلى تكامل نسبة التداول ونسبة رأس مال السوق. فارتفاع نسبة التداول دليل نشاط السوق، وارتفاع نسبة رأس مال السوق دليل كبر حجم السوق، والعكس بالعكس.

ج - مؤشرات تمركز السوق

يتعرض هذا المؤشر لقياس ظاهرة سلبية غير مرغوب فيها، وهي تمركز عدد قليل من الشركات على السوق، الذي يقاس من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق.

د - مؤشرات عدم الاستقرار

يقصد بعدم استقرار السوق مدى وجود تقلبات في العوائد فيه. وتقاس درجة عدم استقرار السوق Volatility بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهراً على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي.

هـ - مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية

تؤثر العوامل المؤسسية والتنظيمية على سير أسواق الأوراق المالية، وتعزز مشاركة المستثمرين في هذه الأسواق. وبالرغم من صعوبة قياس التنمية المؤسسية والتنظيمية لانسجامها بالطابع الكيفي، إلا أن محاولة كلٍ من (Demirguc - Kunt & Levine) بيّنت سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية تم بيانها كالتالي:

المؤشر الأول: يوضح نشر الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للمعلومات المتعلقة بالأسعار والأرباح، على أساس قاعدة إعطاء قيمة (0، 1)، واحد (1) تعطى إلى المعلومات الدقيقة الشاملة. المؤشر الثاني: يقيس مستوى المعايير المحاسبية المطبقة. على أساس عطاء قيم (0، 1، 2) لتحديد المعايير المحاسبية المتصفة بـ (الضعيفة، أو الكافية، أو الحسنة) على التوالي.

المؤشر الثالث: يقيس نوعية قوانين حماية المستثمرين - وفقاً لرؤية مؤسسة التمويل الدولية - على أساس إعطاء قيم (0، 1، 2) لتحديد مستوى حماية القوانين المطبقة بخصوص المستثمرين لتشير الأرقام على صفة (ضعيفة أو كافية أو جيدة) على التوالي.

المؤشر الرابع: يشير إلى وجود لجنة للبورصة والأوراق المالية ونظم المقاصة وتسوية العمليات. المؤشرات الخامس، والسادس: تقيسان القيود على إعادة تحويل التوزيعات والأرباح، وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج.

أما المؤشر السابع: فهو يخص إمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية.

على أساس إعطاء قيم (0، 1، 2) لتشير إلى أن تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل (مقيدة بشكل مطلق، أو بشكل نسبي، أو محررة بالكامل) على التوالي. ولحساب المؤشر العام للتنمية المؤسسية والتنظيمية (S) يتم أخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة باعتبار (S_i) ترمز لمؤشرات

$$S = \sum_{i=1}^{i=7} \frac{S_i}{7}$$

التنمية المؤسسية والتنظيمية السالف ذكرها •

و - مؤشرات اندماج السوق وتسعير الأصول

يتم تدفق رأس المال عبر الحدود، في ظل اندماج مالي بشكل كامل في الأسواق الدولية مع ضمان تساوي تسعير المخاطرة (تساوي تكلفة المخاطرة) عبر الحدود، غير أن تسعير المخاطرة تزداد مع وجود العوائق على رأس المال، ما يحد من هذا التدفق، ويجعلها مختلفاً إلى حد كبير.

وتصنف الدول - حسب تدفق رأس المال - إلى دول مندمجة بالكامل في الأسواق الدولية، ودول غير مندمجة (منفصلة). تتصف الأولى بعدم وجود قيود رسمية على الاستثمار الأجنبي، وذات أصول مالية غير مقيدة على المستثمر الوطني والمستثمر الأجنبي، وأخرى (منفصلة) لها عكس خصائص الأولى¹. وتتحرك رؤوس الأموال طويلة الأجل Long Term Capital Movement في دول العالم المختلفة بدافع الربح، الذي يعرف برأس المال المخاطر Risk Capital من خلال عمليات بيع وشراء الأسهم والسندات طويلة الأجل عبر الحدود الدولية، كأحد أوجه الاستثمار الأجنبي - الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الدولية Portfolio Investment والاستثمار الأجنبي المباشر Foreign Direct Investment - ونسلط الضوء على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الدولية الذي يختص في شراء الأسهم والسندات الدولية طويلة الأجل.

1 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 220.

ويتوقف قرار الاستثمار، طبقاً لنظرية محفظة الأوراق المالية The Portfolio Theory، على كل من¹:

- معدلات العائد المتوقع Expected Rates of Return وهي تمثل قيمة معدل الفائدة على السندات وقيمة الربح أو الخسارة الموزعة على الأسهم المتوقعة.
- المخاطر المتوقعة التي يتحملها المستثمر Perceived Risk وهي تصورات وتقديرات وتخمينات المستثمر، قد تشتمل على خطر عدم الحصول على أي إيرادات، وخطر تقلبات الأسعار، وخطر القيود والعوائق أمام تنقل رؤوس الأموال من قبل الدولة.
- مقابلة الخطر بالعائد المتوقع Tradeoff Between Risk and Return وهي القبول بأعلى عائد متوقع الحصول عليه في مقابل أقل مستوى ممكن من المخاطرة.

في الواقع توجد صعوبة في إيجاد مقياس مباشر لدرجة اندماج السوق الوطنية للأوراق المالية من خلال مقارنة تأثيرات الضوابط المفروضة على رأس المال بين الدول المختلفة، إذ أن آليات تقييد تحركات رأس المال تتباين وتختلف بين الدول.²

حقق (Robert A. Korajczyk 1996) مؤشراً للتكامل المالي بين أسواق الأوراق المالية. واستخدام نظرية تسعير المراجعة التوازني متعدد العوامل³ multifactor equilibrium Arbitrage Pricing Theory ليعرف المخاطرة وقياس التباين من "انخفاض السعر الواحد" بتطبيق قياس التكامل للأسهم المتداولة في 24 دولة (أربع منها متقدمة، وعشرون دولة ناشئة). وذكر أنه فيما لو تكاملت

1 حاتم، سامي عفيفي. "التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة: مصر، ط2، ك 2، 1993. ص 236، 240.

2 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 221.

3 يقصد بعملية المراجعة تلك العمليات التي تهدف الى تحقيق ربح بالاستفادة من الفارق سعري بين سوقين أو أكثر في وقت واحد، عن طريق الشراء من السوق منخفض السعر والبيع في السوق مرتفع السعر. وتستمر هذه العمليات حتى تتساوى الاسعار بين الأسواق. والنقاط الأساسية للمراجعة تحدد بثلاث نقاط هي: 1- الوقت: أن تقوم العمليات في وقت واحد - 2 - درجة التأكد: يقوم المراجيح بعمليات المراجعة على أساس سعر معلن ومحدد في الأسواق المختلفة - 3 - تعدد الأسواق: التعامل في أكثر من سوق. (لمزيد من الايضاح حول المضاربة والمرايحة أنظر إلى: حاتم، سامي عفيفي. 1993. مرجع سبق ذكره، ص، 40، 42).

أسواق الأوراق المالية الدولية، فإن تسعيرة المخاطرة ستكون متساوية عبر الأسواق، والعكس عندما لا تكتمل - بسبب الإعاقات في وجه تدفق رأس المال عبر الأسواق مثلاً - فإن التسعير للمخاطرة ربما يختلف عبر الأسواق.¹

2-7 كفاءة سوق الأوراق المالية

نحاول في هذه الفقرة من هذا الفصل إبراز الأهمية التي يحظى بها سوق المال، كأداة فعالة من الأدوات الاقتصادية، تربط كفاءته بكفاءة الاقتصاد الوطني. مع وصف لسمات السوق الكفؤة.

2-7-1 مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية (EM) Concept of Efficient Stock Market

تعد كفاءة السوق مفهوماً نسبياً يتحدد بمدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية، وخاصةً الأسهم المطروحة من الشركات المدرجة، وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أم عامة أم خاصة.²

إن السوق الكفؤ (Efficient Market) هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفؤاً للموارد المتاحة (Efficient Allocation) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وتكون فيه القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الحقيقية.³

كما يلاحظ في السوق الكفؤ أن سعر سهم المنشأة يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء أكانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أم معلومات تبثها وسائل الإعلام، أم السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية

1 Rebert A. Korajczyk, "A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets", The World Bank Economic Review, vol 10, No.2 - Policy Research Working Paper 1482 - p 1

2 الدعيمي، عباس كاظم. "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء، عمان: الأردن، ط1 2010. ص 199-200.

3 الصيرفي، محمد. 2007. ص 30.

العامة على أداء المنشأة.¹ ومفهوم الكفاءة يتعلق بتوقعات استجابة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، بسرعة وبدون تحيز، لكل معلومة جديدة ترد إلى السوق، وهذا ما يمكن إجماله في النقاط التالية²:

- الأسعار تعكس بشكل واضح وواقعي، المعلومات المتاحة والمصرحة عن الأوراق المالية.
- ضرورة تعامل السوق مع المعلومات الجديدة الواردة بطريقة سريعة وفورية وبحيادية تامة ودرجة عالية من المرونة.³

عدم تحقيق عدالة الحصول على البيانات والمعلومات قد تؤدي إلى الامتناع عن التعامل في هذا السوق، ما يؤدي إلى تخفيض عمليات التداول للأوراق المالية، وإلى انخفاض في سيولة السوق، وانتشار ظاهرة المضاربة التي تعني خلق أسعار لأسهم بعض الشركات في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية لهذه الشركات، ما يسهم في تحقيق أرباح غير اعتيادية لبعض المستثمرين تنعكس بدورها على سمعة السوق، وقد تؤدي إلى انهياره باعتباره سوقاً غير كفؤ.

2-7-2 سلوك السعر في حالة السوق الكفاء :

تدل الشواهد التاريخية لسوق الأوراق المالية على وجود تقلبات دائمة في القيم السوقية للأسهم والسندات؛ نتيجة التغير الدائم في أسعارها من سنة لأخرى، وعند استقرار الأسعار عند السعر العادل للورقة المالية تتصف السوق بالكفاءة. وبرصد هذه التغييرات وعمليات التعديل في أسعارها، عندما ترد أي معلومات جديدة، كانت النتيجة المحتملة من الحالات التالية⁴:

1. حالة الاستجابة الفورية أو التلقائية: حيث يستجيب سعر السهم لأي معلومات ترد، ولا مجال

لزيادة السعر أو انخفاضه عن السعر العادل.

1 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 489.

2 آل شبيب، دريد كامل. 2012. ص 70

3 الهيبي، نوزاد. "مقدمة في الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس: ليبيا، 1998. ص 104.

4 الصيرفي، محمد. 2007. ص 34،30 ، ص 71،69.

2. حالة الاستجابة المتأخرة: حيث يحدث تعديل جزئي في سعر السهم نتيجة لهذه المعلومات، وتستغرق عملية وصول السعر إلى السعر الحقيقي بعض الوقت من تاريخ الإعلان عن هذه المعلومات.

3. الاستجابة المغالَى فيها: حيث يتعدل سعر السهم إلى مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات؛ ما يدفع السعر إلى أعلى، ثم يتعدل بعد ذلك.

2-7-3 دور السوق الكفاء:

يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر¹:

- **الدور المباشر:** يعد شراء المستثمرين لأسهم منشأة ما شراءً لعوائد مستقبلية، وهذا يعني أن زيادة نجاحات المنشأة وجودة أدائها يتيح لها فرص استثمار واعدة، تستطيع من خلاله إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم ما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- **الدور غير المباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، ما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادةً ما يكون بسعر فائدة معقول.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتُظهر التوقعات الفوارق في الأرباح التي يجنيها المستثمرون بناءً على قرارهم الاستثماري، حيث لا يتاح أمام كل منهم فرصة الانفراد بميزة الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين.

¹ الصيرفي، محمد. 2007. ص 33.

إن افتراض المنافسة الكاملة، يتحقق بورود المعلومات الجديدة دون فواصل زمنية والتي يتم تحليلها بسرعة من قبل بيوت السمسة، ومستشاري الاستثمار، والمكاتب المستقلة للبحوث والدراسات، وأجهزة الدولة، والصحف والمجلات المتخصصة، وغيرها، لتصل نتائج تحليل المعلومات إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريباً.

وعلى الرغم من هذا لا ينكر أنصار السوق الكفاء إمكانية تحقيق بعض المستثمرين أرباحاً غير عادية على حساب غيرهم، إلا أن هذا يرجع إلى المصادفة والمصادفة فقط.

كفاءة السوق المالي لها أثر اقتصادي هام يتجلى في¹:

- توجيه المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح.
- ضمان تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية.
- التسعير العادل (Fair Pricing) للأوراق المالية المتداولة.
- حالة التوازن قائمة ومستمرة بين العرض والطلب في ظل السوق الكفاء.
- الحد من حالات المضاربة المالية (Financial Speculation)

2-7-4 الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

تتأثر درجة الكفاءة إلى حد كبير بدرجة حساسية العلاقة بين البيانات والمعلومات المتاحة والاستجابة لها؛ التي تنعكس على التغيرات في أسعار الأوراق المالية المتداولة، ولعل دخول عامل الزمن، أي الفترة الفاصلة بين توفير المعلومات واستجابة الأسعار لها، ذو أهمية في تحديد مدى بلوغ هذه الكفاءة درجة الكمال، حيث يتم التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

1 الدعي، عباس كاظم. 2010. مرجع سبق ذكره، ص 202.

2-7-4-1 الكفاءة الكاملة

المقصود بالكفاءة الكاملة هي مثالية سوق الأوراق المالية من حيث المعلومات، والمتعاملين، وإنجاز الصفقات والتكاليف، وهذا يتطلب أن يعمل السوق بشكل متكامل ومنضبط، بمعنى توافر هذه الشروط وتعاملها معاً نتيجة تكون محددة وواضحة. إن درجة تفاعل هذه العوامل والأسس تحدد مستوى كفاءة السوق من حيث الضعف والقوة. ويعدّ أساس الزمن القاعدة الأصلب التي تبنى عليها كفاءة السوق، وطبيعة العلاقة عكسية بينهما، فكلما قصر الفاصل الزمني بين خلق المعلومات الجديدة وورودها - للسوق وللمستثمرين في آن واحد - وتحليلها كان مؤشراً جيداً لكفاءة السوق، وللأسواق تأثيره المباشر في سعر السهم، والذي يسعى للوصول لدرجة الكفاءة الكاملة والعكس بالعكس¹.

ولكي تتصف السوق بالكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) لا بد لها أن تعكس بصورة كاملة وصحيحة - وفي جو تنافسي - كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، وهذا يقتضي توافر الشروط التالية²:

- (إتاحة المعلومات الكاملة) بأن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع، وفي نفس الوقت، ودون تكاليف.

- (تحييد القيود) بمعنى عدم وجود قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو قيود تشريعية أو ضرائب أو غيرها، وللمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم دون شروط، وبسهولة ويسر.

1 الصيرفي، محمد. 2007. ص 76.
2- المعهد العربي للتخطيط - الكويت، http://www.arab-api.org/course9/c9_3_3.htm

- (عدد كبير من المستثمرين) وجود عدد كبير من المستثمرين، ودرجة سيولة عالية، وأموال متاحة بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
 - (الرشد الاقتصادي) وصف تعامل المستثمرين الاستثماري بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.
- هذه الشروط المفترض توفرها لبلوغ السوق درجة الكفاءة الكاملة تعد شروطاً مثالية، لا يمكن تحقيقها؛ لأن الواقع التطبيقي والتنظيمي والتشريعي للتعاملات في الأسواق المالية لا يحقق مثالية الأسواق، ولكن ما ليس منه بُد كشرط ضروري أن يسعى المستثمر إلى تعظيم المنفعة، وأن يعلم دائماً أنه في سباق مع الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعد لبلوغ ذلك الهدف. وفي ظل إمكانية توافر شرط اتصاف عدد كبير من المستثمرين بالرشد وسعيهم إلى تعظيم منفعتهم، قد يكون من المناسب الإشارة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق.

2-4-7-2 الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق، فإن قوى السوق تعمل لإعادة توازن الأسعار، حيث من المتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم. ويعني ذلك أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار فلن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

2-7-5 متطلبات كفاءة سوق رأس المال

إن خاصية كفاءة السوق في تخصيص الموارد من أهم مقومات السوق الكفاء وتعنى أن يتم تدفق رأس المال إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المعقولة. ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه السمات الأساسية التالية:

أولاً: كفاءة التسعير Price Efficiency أو كفاءة المعلومات Informational Efficiency أو الكفاءة الخارجية External Efficiency، وهي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق ببسر ودون وجود فاصل زمني كبير، وألا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.¹

ثانياً: كفاءة التشغيل Operational Efficiency أو الكفاءة الداخلية Internal Efficiency والتي تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، بتوفير الآليات الكفيلة بإصلاح أي خلل في التسعير، ووجود الأدوات التي تعمل على ضبط حركة الأسعار في السوق، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للوسطاء.²

ثالثاً: كفاءة التخصيص Efficient Allocation: إن من المهام الأساسية للسوق هي تحويل فائض الأموال المدخرة إلى من لديه القدرة على توظيفها بشكل أمثل، وتوجيه هذه الأموال المتاحة إلى أكثر الاستثمارات جدوى وربحية، وهذا الأمر يتطلب سوقاً كفؤاً.³

وفقاً لنظرية الكفاءة في الأسواق المالية التي يعرفها البعض بفرضية الكفاءة السوقية، أو الكفاءة المعلوماتية، أو كفاءة التسعير، فإن أسعار الأسهم المتداولة في السوق الكفوة تكون عادلة عندما تعكس القيمة الحقيقية للشركات، وهو ما يعبر عنه بقيمة السهم في السوق المالي. وما دامت الوظيفة الرئيسية للأسواق المالية هي تخصيص الموارد المالية المتاحة من المدخرات إلى (تنفيذ أو شراء أسهم) المشاريع الأكثر جدوى اقتصادية وأفضل إنتاجية؛ فهذا يتطلب بالضرورة تحقيق شرط كفاءة السوق وبالتالي تحقيق أهدافها بشكل أمثل.⁴

1 الدسوقي، إيهاب. "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة: مصر، 2000. ص 8.

2 خربوش، حسنى على وآخرون. "الأسواق المالية"، دار زهران عمان: الأردن، 1998. ص 154.

3 عبد القادر، السيد متولي. 2010. ص 103.

4 آل شبيب، دريد كامل. 2012. مرجع سابق ذكره، ص 74.

2-7-6 دور المعلومات في تحقيق كفاءة السوق

تبرز أهمية دور المعلومات في جميع مراحل أداء الأسواق المالية، وتؤثر تأثيراً كبيراً في تغيير التوقعات المستقبلية للمستثمرين في الأوراق المالية، وعليه فإن على السوق الكفاءة أن يوفر المعلومات التالية¹:

المعلومات التاريخية: وتشمل كافة البيانات والمعلومات، عن الفترات الزمنية الماضية، لأسهم الشركات المتعاملة في السوق، مثل: أسعار الأسهم، وعوائدها والأرباح المتحققة والموزعة خلال الفترات الماضية، ودرجة النمو وطبيعة المخاطر.

المعلومات العامة: وهي البيانات والمعلومات عن الظروف المحيطة والبيئة الاقتصادية العامة، أو ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، أو ظروف الشركة نفسها.

المعلومات الخاصة: وهي تلك البيانات والمعلومات الخاصة عن الشركة، والتي يطلع عليها العاملون بها ولا تكون متاحة إلا لفئة معينة من كبار الموظفين أو المتعاملين. وأن الحصول عليها يحقق أرباحاً غير اعتيادية على أسهمها في حالة إخفائها عن باقي المتعاملين في السوق المالي.

وتنبثق أهمية هذه البيانات والمعلومات من أنها تتعلق بالظروف المحيطة بالاقتصاد ككل - بمستوياتها الكلية كالسياسية أو الاقتصادية أو غيرها، أو الجزئية كالقطاعات أو الوحدات الاقتصادية - المؤثرة في المستوى العام لأسعار الأوراق المالية، الخاصة بالورقة المالية محل اهتمام المنشأة المُصدرة للورقة، وهذا التأثير في أسعار الأوراق المالية الخاصة يؤدي بالتالي إلى تعديل تركيبة المحافظ الاستثمارية لهذه الأوراق المالية.

بذلك يكون التأثير في تقييم وإعادة تقييم الأوراق المالية مرتبطاً بمستوى أداء وكفاءة السوق، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، فقد قام عالمًا التمويل المشهورين "هاري روبرت ويوجين فاما"

¹خريوش، حسنى على وآخرون. 1998. ص 157.

بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات، حيث يتحدد هذا المفهوم طبقاً لهذه المستويات بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة. وقد أخذت هذه المستويات عدة صيغ مختلفة تمثل فروض السوق الكفؤة (EMH) Efficient Market Hypothesis، بالرغم من عدم وجود تعريف واضح لها، فيما لا يعني عرضها أن كفاءة السوق تعتمد على أي من هذه الحالات، أو أنها بالضرورة ستكون محققة، وهذه الفروض الثلاثة هي¹:

2-7-6-1 فرضية الصيغة الضعيفة

تقضى فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية، وأنه يستحيل معها التنبؤ بسعر الورقة المالية من واقع تحليل السلاسل الزمنية للأسعار الماضية أو اعتماداً على المعلومات التاريخية، ذلك أن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية، وأن التغييرات التي تطرأ على الأسعار الحالية تأخذ شكلاً عشوائياً. لذلك تعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية، التي ترتبط بمرور معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية، وأن التغييرات السعرية المتتالية مستقل بعضها عن بعض، ولا يوجد بينها أي ترابط. بهذا فالأمر لا يمكن معه لأي فرد أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار وكميات الأسهم في الماضي، والسبيل إلى تحقيق أرباح غير عادية يتم بالبحث عن المعلومات العامة سواء الاقتصادية أو السياسية أو غيرها، والمعلومات الخاصة من داخل المنشأة. وفي ظل تلك الفرضية تكون الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية واسعة.

¹ الدسوقي، إيهاب. 2000. ص 10.

وأخيراً، فإن ما تنادي به هذه الفرضية يتفق مع جوهر أفكار مدرسة التحليل الفني التي تعتمد على المعلومات التاريخية عن السوق دون الخوض في التنبؤ بالمستقبل أو التعرض للحقائق الموضوعية التي تتعلق بأداء المنشأة ومركزها المالي.¹ وتؤكد الدراسات على مصداقية الصيغة الضعيفة، وإن كانت بعض الدراسات الأخرى قد أثبتت أن حركة الأسعار ليست عشوائية رغم تعرض نتائجها للانتقادات بسبب عدم دقة القياس.²

2-6-7-2 فرضية الصيغة المتوسطة

تقضي هذه الفرضية بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس فقط البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأسهم، بل يضاف إليها كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور، أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات والتي تتمثل في الظروف الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي والإقليمي والمحلي، وظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، وظروف الشركة الداخلية وما تنشره من تقارير وقوائم مالية، والتحليلات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال، وبوجه عام تمثل كافة المعلومات الخاصة بالبيئة الاستثمارية كلها. وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلا يمكن للمستثمر حتى ولو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة من داخل المنشأة، كما هو الحال بالنسبة لكبار مساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها الذين يستخدمون ما لديهم من معلومات للحصول على أرباح غير عادية. وفي إطار هذه الفرضية فإن الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية صغيرة.

¹ هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 503.

² الصيرفي، محمد. 2007. ص 34.

وأخيراً، تتفق هذه الفرضية كثيراً مع فكر مدرسة التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية على المستوى العالمي ومستوى الاقتصاد الوطني ومستوى الصناعة، وحتى مستوى الوحدة الاقتصادية، بهدف تحديد العائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار في سهم معين.¹

2-7-6-3 فرضية الصيغة القوية

وفقاً لهذه الفرضية تعكس الأسعار الحالية، بصفة كاملة، كل المعلومات التاريخية والعامّة والخاصة وكل ما يمكن معرفته. وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية.² بالإضافة إلى الاستعراض المبسط لمفهوم كفاءة السوق ودوره وأشكال فروضه، يبقى التنويه إلى أن هناك مفهوماً مؤداه أن السوق الكفء لا يمكن أن يكون بالمفهوم المطلق للكفاءة، ولكن يمكن أن يكون بالمفهوم الاقتصادي، والذي يعنى إمكانية اختلاف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية لبعض الوقت. حيث يعمل السوق في ظروف منافسة غير كاملة، ويكون أفضل استثمار في اتباع استراتيجية الشراء والاحتفاظ.³

1 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 159.

2 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 162.

3 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 462.

8-2 السيولة Liquidity

تمهيد:

تعمل السيولة على تيسير حركة البيع والشراء للأوراق المالية، وتعطي الثقة للمستثمر في استرداد مدخراته المستثمرة بنفس القيمة وفي أقصر وقت، وارتفاع درجة سيولة السوق من أهم عوامل زيادة كفاءته.

1-8-2 مفهوم السيولة

السيولة بالنسبة للمستثمر تتمثل في القدرة على تسهيل الورقة المالية وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون تكاليف، وهي من الخصائص المهمة للورقة المالية، والتي تؤثر في قيمتها السوقية، إضافةً إلى قابلية الأصل للتجزئة¹ Divisibility، والمعكوسية² Reversibility، والعائد Return، وأجل الاستحقاق Tern to maturity، وجميعها تعمل على سهولة تسويقه بسرعة، وبسعر قريب جداً من السعر الذي أبرمت به آخر معاملة.³ كما تعني السيولة القدرة التي يملكها أصل مالي على التحول إلى نقد دون انتظار فترة من الزمن، أو فقدان جزء من قيمته؛ بمعنى أن إتمام عملية البيع دون خسارة في سعر الأصل المالي عن السعر السابق، أو تحمل مصاريف تحويله إلى نقد.⁴ وتتحدد القيمة السوقية للورقة المالية⁵ بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها، مطروحاً منها معدل الخصم الذي يعكس حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار فيها. ويعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Method (CAPM)، أو نموذج تسعير

1 خاصية القابلية للتجزئة ترتبط بإمكانية تسهيل الأصل المالي أو تحويله إلى نقود إلى أقل قدر ممكن.

2 المعكوسية هي تكلفة عملية استثمار النقود في الأصل المالي ثم إجراء العملية العكسية بتحويل الأصل المالي إلى نقدية مرة أخرى.

3 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 62.

4 المولى، إيمان عبد المطلب حسن. "مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي"، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية / المجلد / 7- العدد - 23، 2011. ص 119.

5 الورقة المالية تعرف اصطلاحاً لتشتمل على الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية. (الباحث)

المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأصول الرأسمالية، الأكثر شيوعاً في تحديد معدل الخصم،¹ ويؤخذ على هذا النموذج اقتضاره عند تحديد معدل الخصم على المخاطر المنتظمة، وهي مخاطر ذات سمات عامة تتعرض لها كافة الأوراق المالية، ولا يأخذ في الحسبان المخاطر غير المنتظمة التي ترتبط بورقة مالية ما، ومنها مخاطر ضعف السيولة Illiquidity. كما يتجاهل النموذج التفاوت المحتمل في الفترة التي يحتفظ فيها المستثمر بالورقة المالية، والتي تؤدي، أي طول الفترة، إلى انخفاض عائد المستثمر عن تكلفة السيولة، وانخفاض معدل العائد على الاستثمار وبالتالي إلى انخفاض تأثير ضعف السيولة.² ويمكن قياس سيولة أي ورقة مالية باستخدام عدة طرق منها:

أ- هامش ربح صانع السوق Spread

صانع السوق هو شخص أو جهة مرخص له العمل داخل السوق المنظمة، ويمارس عمله بموجب الترخيص الممنوح له وفق آلية السوق، بما يحقق نوعاً من استقرار الأسعار وحجم التعامل. وتحدد مهمة صانع السوق في المحافظة على:

1- توفير السيولة اللازمة للسوق بهدف التحكم في حركة طلب وعرض الورقة المالية.

2- ممارسة حق البيع والشراء بما يحقق استقرار حركة الأسعار وحجم التعامل داخل السوق.³

ويحقق صانع السوق هامش الربح عند تنفيذ أمر البيع والشراء على وجه السرعة، وتوفير السيولة اللازمة للورقة، ويمثل الفرق بين سعري البيع والشراء هامش الربح للورقة المالية، والذي يعكس وجود فجوة زمنية بين تاريخ الشراء وتاريخ البيع. وهامش الربح الذي يحققه صانع السوق يمثل

1 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 526.

2 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 528.

3 خربوش، حسنى على وآخرون. 1998. ص 31.

الجانب الأكبر من تكلفة المعاملات، ومؤشراً لما تتمتع به من سيولة؛ حيث أن هامش الربح يعد مقياساً ملائماً للسيولة، مع وجود علاقة عكسية بينه وبين سيولة الورقة.¹

ب- نسبة السيولة Liquidity Ratio

يقصد بنسبة السيولة متوسط قيمة حجم المعاملات التي أبرمت على الورقة في الأسابيع الأربعة الأخيرة، إلى متوسط النسبة المئوية للتغيير المطلق في سعرها اليومي خلال نفس المدة، يقيس هذا المؤشر سيولة الورقة المالية وفق معيار العلاقة بين تغيرات السعر في هذه الورقة بالنسبة للصفقات الكبيرة، وتأثير هذا التغير في سعر الورقة الناتج من عقد صفقات كبير على الورقة على القيمة السوقية للشركة. فالورقة ذات السعر المرتفع تكون القيمة السوقية للشركة المصدرة لهذه الورقة كبيرة، والعكس فإن الورقة المنخفض سعرها السوقي تكون القيمة السوقية للشركة المصدرة لها صغيرة، وعند قعد الصفقات الكبيرة على الورقتين فإن تأثير الصفقات الكبيرة على أسعار الورقة المالية المرتفع سعرها السوقي من الأساس تأثير بسيط، ينعكس على القيمة السوقية للشركة بتغير طفيف في قيمتها السوقية، أما تأثير الصفقات الكبير على سعر الورقة منخفضة السعر السوقي فهو تأثير كبير ينعكس على القيمة السوقية للشركة. وقد اختبرت هذه نسبة السيولة على أسواق كبيرة واتضح وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية لمجموع أسهم المنشأة وبين نسبة السيولة، وبالرغم من الانتقاد الموجه لنسبة السيولة بكونها لا تخرج عن مقياس لمرونة الطلب على السعر إلا أنه يعد أحد مقاييس سيولة الورقة المالية، رغم شهرة هامش صانع السوق.²

1 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 530.

2 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 532، 534.

2-8-2 صفات وخصائص السوق المتصفة بالسيولة:

تتصف سوق الأوراق المالية بالسيولة عندما تصل إلى أقصى قدر من السهولة في تسويق الأوراق المالية، وتوفرت فيها الخصائص التالية:

* عمق السوق Deep Market

* اتساع السوق Market breadth

* سرعة استجابة السوق Resiliency¹.

تكون العلاقة بين درجة سيولة الأصل المالي ودرجة اتساع السوق علاقة طردية؛ إذ كلما اتسعت السوق انخفضت تكاليف التعامل، وبالتالي يزيد من الطلب على الأصل المالي. ولسوق الأوراق المالية دور أساسي في تمكين مالكي الأصول المالية من تسيلها بشكل أكثر اطمئناناً، ولا يصبح تسيل أصولهم المالية إلى نقود رهناً بتلك المشاريع التي تم تمويلها في السوق الأولية. وتعمل سوق الأوراق المالية وفق قاعدة التسليم مقابل الدفع لضمان إتمام عملية "التسيل" بكل اطمئنان.

كذلك توجد علاقة طردية بين درجة سيولة أسواق المال - وهي من أهم معايير كفاءة السوق - ومعدل النمو الاقتصادي، وتعتمد هذه العلاقة بالأساس على درجة فعالية السوق وحجم هذه السيولة المالية التي توفرها الأسواق المالية إلى مختلف القطاعات الاقتصادية. ويتم قياس هذا التأثير بقياس نسبة القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي.² فعندما تزداد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي سوف يزداد معها قوة تأثير هذه السوق في النمو الاقتصادي، وعندما تقل نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ستقل معها نسبة تأثير السوق المالي في النمو الاقتصادي.³ والذي يمكن استخلاصه من التعريف السابق للسيولة مدى

1 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 164.

2 تُعرف عند بعض الاقتصادات بـ "رسملة السوق المالية" أو "الرسملة السوقية" على أنها قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعاً لأسعار السوق المالية وهو نفس معنى القيمة السوقية للسوق (الباحث).

3 الهدواج، احمد. "دور البورصة في الاقتصاد - سوق الأوراق المالية الليبي"، ندوة الأسواق المالية. ومؤسساتها، طرابلس: ليبيا، 2005/11/12.

الأهمية التي تمثلها سيولة الورقة المالية وتأثيرها على القيمة السوقية للورقة، وبالتالي القيمة السوقية للمنشأة. ونظراً لأهمية سيولة السوق فإنه يكون من الملائم معرفة السمات التي إذا ما توافرت في السوق انخفضت التقلبات في قيمة الورقة السوقية، ويتم عرض السمات الثلاث فيما يلي:

1-2-8-2 عمق السوق Deep Market

يقصد بعمق السوق Market Depth وجود أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعينة. وتُعد حركة التعاملات داخل السوق واستمرار صدور أوامر بيع وشراء الأوراق المالية بشكل مستمر ونشط مقياساً لعمق السوق، وتُمكن الزيادة في عمق السوق بنسب كبيرة من معالجة الاختلالات في توازن السوق وانحسار نتيجة الاختلال في تغيرات بسيطة في الأسعار، ما يزيد من قدرة السوق على الرجوع لحالة التوازن بين العرض والطلب. وعلى العكس من السوق العميقة تتسم السوق الضحلة Shallow Market بحركة تعاملات غير نشطة وبخاصية عدم الاستمرار، حيث يؤدي الانخفاض في عمق السوق بنسب ضئيلة إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، وبالتالي فإن صانع السوق لا يقبل شراء الورقة التي يتسم سوقها بالضحالة إلا بهامش ربح كبير كإجراء يوازن بين المخاطر وبين العائد، ويحقق له الحماية من مخاطر تعرضه للخسائر الرأسمالية نتيجة لضحالة السوق.

2-2-8-2 اتساع السوق

السوق المتسع هو السوق الزاخر بأعداد كبيرة من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، ما يحقق الاستقرار النسبي في الأسعار، ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية. ويُدفع صانع السوق إلى القبول بهامش ربح صغير مقابل ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية الذي يزيد في معدل الربح.

3-2-8-2 سرعة استجابة السوق Resiliency

يقصد بها سرعة استجابة السوق لمعالجة الاختلالات في التوازن بين العرض والطلب على الورقة المالية، وذلك من خلال إحداث تغييرات طفيفة في الأسعار بأقل خسائر رأسمالية لحاملها.¹

3-8-2 تنشيط أسواق رأس المال

تسهم أسواق رأس المال في رفع مستوى النشاط الاقتصادي بصفة عامة عن طريق توفير السيولة بالنسبة للمستثمرين (أفراداً وشركات) . كما أنها تعدّ من أدوات تعبئة مدخرات الأفراد، وذلك لأنها تتيح لهم فرصة استثمار مدخراتهم في شراء الأوراق المالية. وتوفر أسواق رأس المال عدة فرص لاستثمار موارد صناديق التأمينات الاجتماعية وصناديق الاستثمار بأشكالها المختلفة في شراء الأوراق المالية. وتشكل الأدوات المتعددة والأشكال المختلفة لأوراق سوق المال الوعاء الذي يستوعب استثمار المدخرات. ويعدّ الاستثمار في السوق الأولية إسهاماً لإنشاء وتأسيس وحدة اقتصادية جديدة تعمل في جميع المجالات الاقتصادية المتاحة، أما الاستثمار في السوق الثانوية فهو عبارة عن استثمار لزيادة رأس المال أو شراء لأوراق مالية سبق وأن تأسست بناءً عليها منشآت اقتصادية تعمل في مجال النشاط الاقتصادي القائم. وأساس عمل سوق الأوراق المالية يقوم على تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بجميع أنواعها، فتوظيف المدخرات في شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار ، حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة². وبصورة عامة تؤثر التغيرات في مؤشرات قياس نشاط سوق الأوراق المالية في المتغيرات الكلية للاقتصاد الوطني مثلما تتأثر بها.

وربما يفيد في هذا السياق أن يتم ذكر سلسلة من الافتراضات المسببة في تنشيط القطاعات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية التي تعمل داخل إطار سوق المال كأن تكون هناك:

1 هندي، منير إبراهيم. 2007. ص 535+534.
2 الأسرج، حسين عبد المطلب. 2004. ص 20+15.

- قدرة استيعابية للاقتصاد لتشغيل المدخرات والفوائض المالية لزيادة الإنتاج، ثمَّ زيادة النمو الاقتصادي.
- قطاعات اقتصادية كفؤة تمثلها الوحدات الإنفاقية على الاستثمار في سوق المال تضيف إلى الوحدات الادخارية عوائد مالية في شكل أرباح وفوائد تزيد من دخولها، وتنعكس على الدخل الوطني بالزيادة، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي.
- قطاعات اقتصادية كفؤة تمثلها الوحدات الإنفاقية على الاستثمار في سوق المال، تؤدي إلى زيادة معدل الاستخدام وهبوط معدلات البطالة، ما يؤدي إلى زيادة دخول الأفراد وزيادة الدخل الوطني، والذي يؤدي بالتالي إلى زيادة النمو الاقتصادي.
- قطاعات اقتصادية كفؤة تزيد من عوائد الدولة الضريبية، وبالتالي زيادة قدرة الدولة على تمويل التنمية.
- سوق أوراق مالية ذات قدرة عالية على توفير السيولة، التي تعمل بإيجابية مع معدلات النمو الاقتصادي.

2-9: الاستعراض المرجعي للدراسات السابقة:

تتناول الدراسة بعض الدراسات السابقة في هذا المجال، منها على سبيل المثال لا الحصر ما تناولته (إيمان عبدالمطلب حسن المولى ، 2011)¹ في بحثها حول تحديد سيولة سوق الأوراق المالية المتمثلة في (القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الدوران) واختبار علاقة هذه المؤشرات مع النمو الاقتصادي الذي يمثله معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموعة الدول العربية وللمدة من 1994 - 2007؛ النتيجة التي

¹ المولى، إيمان عبد المطلب حسن. 2011. ص 117، 129.

توصل إليها الباحث أن السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية لا تمارس تأثيراً معنوياً في النمو الاقتصادي في الدول محل بحثه، وهذا ربما ينطبق على كثير من الدول النامية.

في إطار العرض للدراسات ناقشت دراسة (سامي وسمير، 2003)¹ العلاقة بين المصارف وسوق الأوراق المالية والتنمية والنمو الاقتصادي دراسة عن هذه العلاقة لبعض بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وهي لعينة من عشر دول بهذه المنطقة خلصت بنتيجة بعيدة حتى عن التضارب في النظريات حول المصارف وأسواق الأوراق المالية، وأيهما أكثر تأثير على النمو الاقتصادي، تؤكد أن التنمية المالية غير مهمة حتى للنمو الاقتصادي بمنطقة MENA. وتقرر بالورقة بعض التلميحات² عن الممارسات السياسية لدول منطقة MENA (دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا) طلب فيها تحسين أفضليات نظامها المالي، والتي تحتاج إلى تطوير مالي يعتمد عليه في تحفيز النمو. وأن دول المنطقة تحتاج إلى تحسين نطاق عمليات الائتمان عن طريق خصخصة المصارف العامة، وتقوية التشريعات الائتمانية، وتعزيز المنافسة في القطاع المصرفي.

1 Samy Ben Naceur and Samir Ghazouani, "Stock Markets, Banks, and Growth in some MENA region countries", Research in International Business and Finance 21, (2007). 297,315.

2 ربما يقصد بالتلميحات، أن الأوراق تلفت انتباه السادة أصحاب القرار السياسي في هذه الدول إلى أن أسواقهم المالية لم تنشأ بناء على نشاط اقتصادي حقيقي، وقد يكون حزم من فشلها نتيجة تدخلهم في آلية النظام المالي، ويتم إنشاء بعض قطاعاته فقط لمجارات باقي اقتصاديات العالم. (الباحث).

3-الفصل الثالث: بعض مفاهيم الأدب الاقتصادي فيما يخص سوق الأوراق المالية

3-1 استطلاع في الأدب الاقتصادي

يعد موضوع التحرر المالي Financial Liberalization موضوعاً حديثاً نسبياً في الأدب الاقتصادي، وينصح به في كثير من الأحيان كحل أمثل لمعالجة الظروف التي تعمل على تعطيل تطور الاقتصاد العالمي؛ حيث تقوم هذه الاستراتيجية على رفع القيود أو الحد منها بهدف إعادة هيكلة القطاع المالي والمصرفي، وحرية حركة رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة. وتتطلب عملية التحرر المالي كثيراً من عمليات تكيف وإصلاح النظام المالي، مع بقية المتغيرات الاقتصادية الداخلية والخارجية، لتصبح التنمية المالية عاملاً أساسياً لتحقيق التنمية الاقتصادية. بعد هذا التمهد سيتم استعراض بعض المتغيرات الكلية، التي تؤثر وتتأثر بأداء سوق الأوراق المالية، بدءاً بالعلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية في الأدب الاقتصادي.

3-1-1 العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية في الأدب الاقتصادي:

يعد من المهم التطرق إلى العلاقة التي تربط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي. فالأدب الاقتصادي تناول درجة التأثير المتبادل بينهما على النشاط الاقتصادي، وأيهما يتأثر بالآخر، وقوة هذا التأثير، ولأيهما الأولوية في زيادة معدل النمو الاقتصادي وتفعيل التنمية². وفي هذا السياق، فإنه سيتم استكمال الجانب النظري، وسنستعرض العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وذلك للأهمية المتوقعة لهذه العلاقة عند اختيار السياسات التي تتناسب وإمكانات كل بلد، والدور المهم للقطاع المالي في إعطاء "الدفعة القوية" لانطلاقة التنمية الاقتصادية.

¹ حمزة، حسن كريم. "العولمة المالية والنمو الاقتصادي"، عمان: الأردن، دار صفاء، الطبعة الأولى 2011. ص 53، 54.

² أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 234.

رغم قصر الفترة الزمنية لظهور الدراسات المتخصصة في سوق المال في الفكر الاقتصادي، إلا أنه في العقود الأخيرة قدم كم هائل من الدراسات الدقيقة والمهمة في هذا المجال، وأصبح النقاش أكثر تركيزاً حول السؤال المطروح: هل النظام المالي على درجة من الأهمية للنمو الاقتصادي؟¹. أفاد جانب من النقاش البحثي أن النظام المالي غير ذي أهمية، في حين أعطى جانب آخر أهمية للنظام المالي.² وقد تم الاستفادة من نقاشات ثلاثة من الحائزين على جائزة نوبل في الاقتصاد، أعطت دراسة كلاً من María Carkovic & Ross Levine أهمية للنظام المالي، وتأثير كلاً من أسواق الأوراق المالية أو المصارف على النمو الاقتصادي في بلد مثل تشيلي.³ وبإجراء الدراسة التجريبية لاستقصاء مقاييس سيولة سوق الأوراق المالية، وهي من الدراسات المهمة التي قدمت من الاقتصاديين (Levine & Zervos: 1998)، اللذين قاما فيها بقياس حجم السوق، والتقلبات التي تحدث فيه، وتكامل السوق مع رأس مال السوق العالمي، حيث تبين أن مقاييس السيولة ذات ارتباط قوي مع معدلات النمو الاقتصادي الحالي والمستقبلي، والتراكم الرأسمالي، وتحسين الإنتاجية، ومعدلات الادخار، وذلك حسب بيانات 47 دولة عن الفترة 1976 - 1993. قدم هذا الاستقصاء دليلاً تجريبياً على وجود ارتباط بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل.⁴

1 قدم مجموعة من الاقتصاديين في العقد الأخير براهين بحثية لوجود رابطة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، أمثال جولد سميث (1969) ومك كينون (1973) وشو (1973) وغيرهم، ولكن عملهم بالرغم من النظرة الثاقبة افتقد لأساسيات التحليل. نكر ذلك Marco Pagano في دراسة بعنوان: "Financial Markets and Growth", European Economic Review, (1993). pp: 613,622
2 Levine & Zervos. "Stock Market Development and Long-Run Growth", The World Bank Economic Review, VOL.10, No.2, (1996). pp: 323,329.
3 María Carkovic & Ross Levine. "Finance and Growth: new Evidence and Policy Analyses for Chile", Chile. © 2002. Central Bank of Chile, pp: 343-375.
4 Levine & Zervos. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", The American Economic Review, Vol.88, No. 3. (Jun. 1998). pp. 537-558.

إن الفكرة حول العلاقة بين الأسواق المالية والنمو ربما ليست بجديدة، ولكن الجديد هو النظرة للتغيرات في هذه العلاقة عبر الزمن، وهذه تفيد كثيراً عند تطبيق نتائج هذه الدراسات من بلد لآخر ومحاولة إيجاد خصوصية كل بلد، بمعنى أن يضع كل باحث خصوصية كل بلد في الاعتبار، ويضع واضعو السياسات ومنتخذي القرار رؤيتهم وفق ما يناسب قدرات هذا البلد.¹

يلاحظ بشكل واضح انتعاش أسواق الأسهم العالمية، وخضوع أسواق الأسهم في الدول النامية لحسابات غير متناسبة مع هذا الانتعاش. فالمستثمرون الدوليون يغامرون نحو أسواق العالم الأحدث، لرؤية البعض منهم للعوائد الملائمة، ولكن السؤال هل الدول النامية نفسها تجني الفوائد المناسبة من أسواقها (أسواق الأسهم).² هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن الاقتصاديين عادةً يركزون على دور التنمية المالية على النمو الاقتصادي، ولكن هناك توافق إلى حد كبير على دور الوسطاء الماليين في تحقيق النمو الاقتصادي. والتركيز على أسواق الأوراق المالية كمحرك للنمو الاقتصادي، والآثار الإيجابية لدور سوق المال، فهل يمكن التركيز بنفس الدرجة على دور الوسطاء الماليين والأشكال المختلفة للتمويل، وهل لهم دور إيجابي في تطور الأسواق المالية والنمو؟³ فيما إذا أخذ في الاعتبار أن أشكال التمويل تتم بتوظيف المستويين الكلي والجزئي؛ وأن التأثير الرئيسي على كل من: (1) رفع أو زيادة قدرة القطاع المالي بالنسبة للقطاع الحقيقي (2) تحويل الدخل من القطاع الحقيقي إلى القطاع المالي (3) الإسهام في زيادة الدخل المتفاوتة نتيجة جمودها عند حدود منخفضة في حالات الركود الاقتصادي.⁴

¹ Suliman Zakaria Suliman Abdalla, & Hala Ahmed Dafaalla. "Stock Market Development and Economic Growth in Sudan (1995-2009)", Evidence from Granger Causality Test, Journal of Business Studies Quarterly, 2011. Vol. 3, No. 2. pp. 93-105.

² Boopen Seetanaha, et al. "Stock Market Development and Economic Growth in Developing countries", p2.

³ Op, p2.

⁴ Thomas .I. Polley. "Financialization: what it is and why it matters", Political Economic Research Institute, working paper series No 153. November 2007.

3-1-2 مناهج العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية

تناولت الأدبيات الاقتصادية - النظرية والتطبيقية - العديد من المناهج التي سلطت الضوء على العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية، نستعرض ثلاثة منها تلقي الضوء على مواضيع مهمة للدراسة؛ يطلق على الأول منهج التنمية المالية المؤدي للتنمية الاقتصادية، والثاني بمنهج التنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية، أما الثالث بمنهج التغذية العكسية أو التبادلية.

3-1-2-1 المنهج الأول: التنمية المالية المؤدية للتنمية الاقتصادية

على الرغم من أن كثيراً من رواد الفكر الاقتصادي عند استعراض كتابات التنمية الاقتصادية لم يناقشوا النظام المالي، إلا أن الأدلة التجريبية (التطبيقية) تشير إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية. وتبدأ هذه العلاقة من تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة سيولتها وكفاءتها، وبما يسهم وباقي سوق المال من مصارف وشركات وساطة وغيرها في توفير التمويل طويل الأجل اللازم لكل من الاستثمارات التقليدية والاستثمارات عالية التقنية والمحفزة لعملية التنمية الاقتصادية.¹

3-1-2-2 المنهج الثاني: التنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية

ينطلق هذا المنهج من وجود التنمية الاقتصادية بمكوناتها التي تشمل معدلات عالية من النمو الاقتصادي الحقيقي، وتراكم استثماري حقيقي الذي سيخلق طلباً على العديد من الخدمات والأدوات والترتيبات المالية، وبالتالي تتاح فرصة تكوين وتطوير البنية الأساسية للنظام المالي للدولة بكل مكوناتها بما فيها سوق الأوراق المالية.

1 Ross Levine. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature - Vol. xxxv, (June 1997). pp. 688 - 726.

Hazem A. Marshdeh Husam-Aldin N. Al-Malkawi. "Financial Deepening and Economic Growth in Saudi Arabia", Journal of Emerging Market Finance, 2014. 13(2) 139-154. (Los Angeles, London, New Delhi, Singapore, Washington DC <http://emf.sagepub.com>)

3-2-1-3 المنهج الثالث: أسلوب التغذية العكسية أو التبادلية Feedback Approach

أسلوب التغذية العكسية أو التبادلية: يأخذ هذا الأسلوب في الاعتبار التأثير المتبادل بين كل من التنمية المالية والتنمية الاقتصادية. فوجود نظام مالي متطور يساهم في تحقيق معدلات نمو مرتفعة ناجمة عن تغييرات هيكلية مصاحبة، وذلك من خلال توفير المنتجات عالية التقنية، وتمويل الابتكارات القابلة للتطبيق، كما أن وجود تنمية اقتصادية متوازنة يؤدي بدوره إلى خلق طلب متزايد على الأدوات والخدمات المالية، وهكذا يستمر التأثير الإيجابي المتبادل بين كل من المنظومتين.¹

انتقد دور تنمية أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، وتعددت الآراء في الأدب الاقتصادي بين مؤيد ومنتقد؛ حيث يرى المنتقدون أن بؤرة اهتمام أسواق الأوراق المالية يركز على مجموعة مضاربات ليس لها تأثير إيجابي، بل قد يكون لها تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، ويبررون نقدهم بالمبررات التالية:

- أن الشركات تمول استثماراتها بحصة محدودة فقط من خلال إصدار الأسهم، بينما يمول الشطر الأعظم من تلك الاستثمارات من مصادر ذاتية، كالأرباح المحتجزة أو من مصادر خارجية كالقروض المصرفية.
- أن تزايد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى سوق الأوراق المالية قد يؤدي إلى تغييرات سعرية مفرطة ما من شأنه أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي.

1 الفقي، فخرى الدين ومحمد محمود وفاء. "أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإثمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي"، 2007. ص 3.

- إن أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بسيولة مفرطة تجعل من السهل على المستثمرين البيع السريع للأسهم، وتقلل الحوافز التي تجعلهم يمارسون الرقابة على الشركات المسهمين فيها، الأمر الذي قد يؤثر عكسياً على أداء تلك الشركات ثمَّ على النمو الاقتصادي¹.

3-2 أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية

هناك العديد من المتغيرات الاقتصادية التي يمكن رصدها واختبار تأثيرها على مؤشرات سوق الأوراق المالية، بما يفيد موضوع الدراسة، من أجل التنبؤ بالقيم المستقبلية حول سوق الأوراق المالية. ولا تكاد تخلو دراسة من التأكيد على دور الأسواق المالية في توفير السيولة، وضرورة تمتع الأسهم بسيولة عالية. كما أن لدرجة كفاءة السوق تأثيراً على أداء السوق لدوره المناط به، في تقليل درجة المخاطرة التي تؤدي إلى تشجيع أفراد القطاع العائلي ووحدات قطاع الأعمال المحلي والأجنبي على تقديم بعض الفوائض المالية لديهم لغرض استثمارها بأسواق المال، وتشجيعهم على شراء الأوراق المالية لتحقيق عوائد مناسبة في حدود مخاطر مقبولة². ويعد الناتج المحلي الإجمالي مؤشراً رئيساً لقياس درجة النمو الاقتصادي، بالإضافة لباقي المؤشرات، ووسيطم عرض أهمها من حيث ارتباطها بسوق الأوراق المالية:

3-2-1 الناتج المحلي الإجمالي (GDP) Gross Domestic Product

يعد الناتج المحلي الإجمالي GDP من أهم المؤشرات بل يعد المؤشر الرئيس في كثير من الأحيان لقياس تطور النشاط الاقتصادي في أي بلد، ويمثل قيمة ما أنتجه المجتمع من سلع وخدمات خلال سنة. ولهذا المؤشر علاقة قوية بمؤشرات سوق الأوراق المالية³. حيث تعدّ تعبئة رؤوس الأموال طويلة الأجل وتخصيصها نحو الاستثمار المحلي في كافة أوجه النشاط الاقتصادي الحقيقي،

1 أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 234.

2 الفقي، فخري الدين ومحمد محمود وفاء. 2007. ص 12.

3 الدعمي، عباس كاظم. 2010. ص 168.

عاملاً مهماً لإحداث موجة من التفاؤل لدى المستثمرين؛ تتسبب في تنشيط حركة الاستثمار، وبالتالي زيادة الفرص الاستثمارية، وهكذا تستمر التأثيرات التبادلية بين أسواق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي في تسريع معدلات النمو الاقتصادي؛ نتيجة الزيادة المستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن، وبتوجيه الأموال المدخرة إلى استثمارات حقيقية، سوف تؤدي هذه الاستثمارات مع الوقت إلى تراكم رأس المال. التراكمات الرأسمالية الناتجة من عملية زيادة الاستثمار المُطرد تعمل على زيادة الإنتاج (الدخل) ومن ثم زيادة الناتج المحلي الإجمالي. زيادة الدخل المحلي الإجمالي تزيد من متوسط دخل الفرد، وبالتالي زيادة معدل الادخار، الذي يكون المدخرات اللازمة لتمويل قطاع الأعمال من جهة، وتتيح فرص استثمار جديدة لأرباح وفوائد مقدمي تلك الأموال من جهة أخرى، عاكسةً بذلك صورة لاقتصاد نشط ينتج عنه زيادة معدلات النمو الاقتصادي.¹

3-2-2 عرض النقود Money Supply

تتكون القاعدة النقدية (M_B) Monetary Base، كجزء من عرض النقود، من العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليها الودائع المصرفية لدى المصرف المركزي، وتضم الاحتياطيات النقدية القانونية على المصارف. وعليه فإن عرض النقد بالمعنى الضيق (M₁) يتكون من العملة (الورقية والمعدنية) المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليها الودائع الجارية، الودائع تحت الطلب (Demand deposits). وبالتدرج في قدرة النقد، ودرجة التبادل والتوسط والتسوية للديون؛ يمكن تصنيف النقود كالتالي:

القاعدة النقدية (M_B) = العملة الورقية والمعدنية لدى الأفراد خارج المصرف + الودائع والاحتياطيات المصرفية لدى المصرف المركزي.

1 الفقي، فخري الدين ومحمد محمود وفاء. 2007. ص 13.

عرض النقد بالمعنى الضيق (M_1) = العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي + الودائع الجارية
(تحت الطلب)

عرض النقد بالمعنى الواسع (M_2) = M_1 + أشباه النقود (الودائع لأجل)

عرض النقد بالمعنى الأوسع (M_3) = M_2 + (Mutual Savings) وودائع الادخار (خارج المصارف
التجارية) لدى مصارف الادخار المشتركة (Bank deposits).

وقد توسع هذا المعنى للنقد في البلدان المتقدمة بحكم تطورها، ووعي وعادات الأفراد المصرفية،
فأصبح هناك عرض النقد بالمعنى الأوسع (M_4) و (M_5).¹

يستخدم المصرف المركزي العديد من أدوات السياسة النقدية للتأثير في سوق المال، فقدره
المصارف التجارية الائتمانية مثلاً يتحكم فيها من خلال نسبة الاحتياطي القانوني والتي تنعكس
على كمية الأموال السائلة، التي تؤثر على الاستثمار في الأوراق المالية، وتشير لها مؤشرات سوق
الأوراق المالية.² ويستخدم المصرف المركزي عمليات السوق المفتوحة في السوق المالي بشرط
وجود سوق للسندات كبيرة ونشطة، حتى يتمكن من التأثير في المتغيرات الاقتصادية.³

نشير إلى أن الوظائف الأساسية للنقود هي كونها وسيطاً للتبادل، ومعياراً للقيمة، بالإضافة إلى
الوظائف الثانوية المتمثلة في كونها مستودعاً للقيمة، وأداة للادخار والدفع المؤجل. هذه الوظائف
الأساسية للنقود يعتقد البعض في الأدب الاقتصادي بحيادية النقود، وأن تأثيرها يرتبط في حدود
تسهيل وتسيير النشاط الاقتصادي دون أن تؤثر على مجراه والتأثير في معدلات النمو. في حين
يعتقد البعض الآخر في ديناميكية النقود، بمعنى أن النقود تؤثر في مجريات النشاط الاقتصادي

¹ الشمري، ناظم محمد نوري. "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران، عمان: الأردن، ط1 1999. ص 221، 224.

² الدعيمي، عباس كاظم. 2010. ص 169.

³ حسين، مناضل عباس الجوازي وآخرون. "الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي"، العراق -مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5 العدد 15، 2010. ص 1.

ومستويات النمو الاقتصادي، وتنعكس على قيمة النقود وقوتها الشرائية وبالتالي إحداث أثر في تخصيص الموارد وتوزيع الدخل والثروة وبقية المتغيرات الأخرى. الإشارة تلفت النظر لقوة الرأي الثاني وفاعلية تأثير النقود في أداء سوق الأوراق المالية.¹

3-2-3 سعر صرف العملة Exchange Rate

يهتم علم الاقتصاد بموضوع الصرف الأجنبي، ويشمل دراسة الأسلوب الذي يتم وفقاً له مبادلة عملة دولة ما بعملة دولة أخرى. وتعدّ وظيفة نقل القوة الشرائية من بلد إلى آخر ومن عملة إلى أخرى أساسية، فقد يؤثر في سعر الصرف الأجنبي الرقم القياسي للأسعار المحلية والرقم القياسي للأسعار في البلد الأجنبي، وتسمى بنظرية تعادل القوة الشرائية، ويرتبط بهذه النظرية ما يرتبط بالرقم القياسي من عيوب. وتحدد بالقانون التالي: $ER = Er * \frac{Pd}{Pf}$ حيث: ER / تمثل سعر الصرف التوازني، وEr / تمثل سعر الصرف في الفترة المشار إليها، وPd / تمثل الرقم القياسي للأسعار المحلية، وPf / الرقم القياسي للأسعار في البلد الأجنبي.

كما يتحدد سعر الصرف بقوى العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي، حسب نظرية ميزان المدفوعات، التي تعرف بنظرية التوازن العام لأسعار الصرف، ويحتاج موضوع سعر الصرف أفراد بحث منفصل له، لأهمية الدور الذي يقوم به في تسهيل التجارة الدولية وحركة رؤوس الأموال.² ترتبط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف وتنعكس آثاره إما بشكل مباشر؛ عند ارتفاع سعر الصرف الأجنبي حيث تنخفض أسعار السلع المحلية بما فيها قيمة الأسهم، ما يزيد من طلب الأجانب على الأسهم، وكذلك المستثمر المحلي قد يفضل التخلص من العملة المحلية وشراء الأسهم والسندات، الأمر الذي ينعكس على زيادة في الطلب على الأوراق المالية وزيادة أسعارها.

¹ الشمري، ناظم محمد نوري. 1999. ص 33، 36.

² جيرونيلام، فرانسيس. "الاقتصاد الدولي"، نقله الى العربية: محمد عزيز ومحمود سعيد الفاخري، منشورات جامعة قاريونس، بنغازي: ليبيا، ط 1991. ص 207، 195.

وإما بشكل غير المباشرة من خلال خفض العملة المحلية التي تؤدي إلى الانخفاض النسبي لأسعار السلع المحلية بالمقارنة بأسعار السلع الأجنبية، ما سيؤدي إلى زيادة الطلب عليها في السوق العالمي، ومن ثم زيادة الصادرات، وبالتالي زيادة الإنتاج المحلي، وهو ما ينعكس على أرباح الشركات، ومن ثم تزداد العوائد على الأوراق المالية، ما يؤدي إلى زيادة أسعارها في سوق الأوراق المالية.¹

3-2-4 عجز الموازنة Budget Deficit

يعد مبدأ تدخل الدولة مهماً في إعادة التوازن في حالات الاختلال، وقد جاءت آراء كينز مؤيدة لذلك؛ حيث أقر بمبدأ القبول "بالعجز المنظم" الذي يحصل في التوازن المالي بهدف الوصول إلى تحقيق التوازن الاقتصادي.² وقد استخدمت السياسة المالية من خلال الإنفاق العام والإيرادات العامة بغية تحقيق التوازن الاقتصادي؛ فعند ازدهار النشاط الاقتصادي وانتعاشه قد تصاحبه موجة ارتفاع في مستوى الأسعار، الأمر الذي يتطلب استخدام السياسة المالية لكبح جماح هذا النشاط الاقتصادي بخفض الإنفاق الحكومي، ما قد يؤدي إلى فائض في الإيرادات الحكومية، ويكون العكس باتساع العجز خلال فترات الركود.³

يحدد المصرف المركزي السياسات النقدية، ويستخدم السوق المفتوحة، حيث يقوم ببيع وشراء السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية، بغية التأثير على السيولة النقدية وهيكل أسعار الفائدة. وبوجود السوق الكفؤة، وكمحصلة نهائية لزيادة المعروض النقدي فإن انخفاض أسعار الفائدة سوف يشجع على تعبئة مزيد من الاستثمارات التي تؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة، ما يزيد من الطلب على المنتجات وبالتالي زيادة الأرباح. كما تسهم أسواق الأوراق المالية

¹ الدعيمي، عباس كاظم. 2010. ص 170.

² طاقة، محمد وهدي العزاوي. "اقتصاديات المالية العامة" منشورات دار المسيرة، عمان: الأردن، الطبعة الثانية 2010. ص 168.

³ Waseem Ahmad Khan, et al. "Impact of Macroeconomics variable on the Stock Market index; A Study from Pakistan" , International Journal of Accounting and Financial Reporting , ISSN 2162-3082- 2014. Vol. 4, No. 2 – p 261.

في تخفيف الضغوط الواقعة على الميزانيات الحكومية، وخاصة فيما يتعلق بالمرحلة الأولى من مراحل التنمية وإعادة هيكلة الاقتصاد، وتنفيذ برامج الخصخصة الحكومية التي يتوقع منها توليد الإيرادات اللازمة لتقليص العجز في ميزانياتها، ما يسهم في تخفيف الضغوط التضخمية، وعلاج الاختلالات الهيكلية لباقي الشركات العامة، وزيادة حصيلة الحكومة من الضرائب.¹

3-2-5 مفهوم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:

توجد علاقة تبادلية بين أسواق المال - أو التنمية المالية بصورة عامة - والتنمية الاقتصادية؛ بمعنى أنها ذات تأثير وتفاعل متبادل بينهما، ويطور كل طرف منهما الطرف الآخر. وتعد زيادة معدل النمو الاقتصادي أحد أهم مؤشرات التنمية الاقتصادية، حيث تعمل أدوات السياسة الاقتصادية على تحفيز الجهود نحو إعادة الهيكلة الاقتصادية وزيادة إسهام القطاع الخاص في الناتج المحلي الإجمالي. وقد تكون أهمية النظام المالي، من الناحية الاقتصادية، في الوصول إلى المتطابقة الحسابية المتعلقة بالادخار والاستثمار، وخلق أساليب وأدوات لتعبئة المدخرات ثم إعادة تخصيصها على الوحدات الاقتصادية التي هي بحاجة إليها، وبالتالي تحقيق زيادة في الإنتاج، ثم زيادة ونمو إجمالي الدخل المحلي.² في هذا السياق يعد معدل النمو الاقتصادي ناتج حساب التغيير في الناتج المحلي الإجمالي من سنة لأخرى، كما يمكن قياسه من خلال الزيادة النسبية في متوسط دخل الفرد الناتج من قسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان. ولا بد أن يكون النمو نمواً حقيقياً، نتيجة الجهود المنظمة وطويلة الأجل لإعادة الهيكلة واستكمال البنى الاقتصادية والتقنية والاجتماعية. ويمكن لسوق الأوراق المالية وبتأثير قدرتها على إحداث التغييرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية - من خلال دوره الرقابي ونشر المعلومات عن الشركات وهيئاتها الإدارية - أن تسهم في تحسين أداء مديري الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد

¹ آل شبيب، دريد كامل. 2012. ص 29، 25.

² حمزة، حسن كريم. 2011. ص 155.

عدد الشركات المتداولة أسهمها في السوق، وتزايد الاستثمارات الأجنبية، حيث ترتقي أساليب وتقنيات الرقابة. بينما التنمية الاقتصادية هي مفهوم أكثر شمولاً، فقد يصاحب الزيادة في متوسط دخل الفرد انخفاض في معدلات الفقر وتعزيز الفرص الاقتصادية أمام الأفراد، بالتزامن مع زيادة مستوى تقديم الخدمات الصحية والحفاظ على البيئة وإثراء الحياة الثقافية، بالإضافة إلى ما تضمنه التنمية من تلك التغيرات النوعية في البنى الاقتصادية والشاملة للتطور التقني، والابتكار المؤسسي، والتطور السلوكي والمعرفي لأفراد المجتمع. وعليه فإن التنمية بهذا المفهوم تعد سبباً ونتيجة للنمو، حيث لا يمكن أن يوجد نمو اقتصادي بدون تنمية ولا تنمية بدون توفر التمويل اللازم لتعزيز عملية التنمية، وإحداث تغيير نوعي وكمي في المتغيرات الاقتصادية الكلية.¹

من خلال العلاقة بين أسواق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية ينتج تشجيع المنافسة وتعزيز عملية التخصيص الكفء للموارد المالية طويلة الأجل، خاصة في مجال الاستثمارات عالية التقنية، والتي تحجم عن تمويلها المصارف. وتؤيد بعض الأدبيات الاقتصادية دور الجهاز المصرفي وسوق الأوراق المالية في التأثير على التنمية الاقتصادية.

3-3 تأثير السياسات وبعض المتغيرات الاقتصادية على أسواق الأوراق المالية

لقد تم التحدث في الفقرة السابقة عن أهمية دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، ودورها في النمو الاقتصادي، وبالتالي في تسريع عملية التنمية الاقتصادية مقيسةً بمعدل النمو في الدخل الحقيقي للفرد كأحد المقاييس المهمة. إن الأمر يستلزم التحقق من مدى جدوى الاستثمارات - التي تم تمويلها وتوجيه المدخرات نحوها - من قبل سوق الأوراق المالية، ودوره في جذب الاستثمارات الأجنبية، وما لهذه الاستثمارات من إسهام إيجابي في إعادة الهيكلة الاقتصادية،

1 الفقي، فخري الدين ومحمد محمود وفاء. 2007. ص 8.

واستكمال البنية الاقتصادية، بصورة ذات جدوى في دفع عجلة التنمية الاقتصادية للدولة. بحيث تتمكن من تحقيق معدلات نمو حقيقية عالية وذاتية الحركة لدعم عملية التنمية الاقتصادية. تؤدي السياسات النقدية والمالية في هذا السياق دوراً محورياً في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار، وذلك بتحقيق الاستقرار النقدي، ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة، حيث تستخدم أدوات هذه السياسات المختلفة بما يؤدي إلى تحفيز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الأجنبية، التي تعدّ عوامل مهمة لتحريك النشاط الاقتصادي.¹

3-3-1 السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية:

تعمل السياسات الاقتصادية (المالية، النقدية، التجارية، الأجور، الأسعار، ...)، على إحداث تغييرات في المستويات الحقيقية للمتغيرات الاقتصادية الرئيسية، كالإنتاج والدخل، وسعر الفائدة. وقد أخذت العلاقة بين كمية النقود وبين المستوى العام للأسعار عدة اتجاهات في الفكر الاقتصادي مع بداية التجاريين، وحتى حدوث الكساد الكبير (1929 - 1933) وظهور الفكر الكينزي. انتقد كينز النظرية الكلاسيكية التي كانت تؤمن بحيادية النقود، حيث أقر بأهمية الدور الذي تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي، وبرغم أن السياسة المالية هي الأكثر فعالية وتأثيراً في حل المشكلات الاقتصادية إلا أن للسياسة النقدية دور مساعد إلى جانب السياسة المالية، وأن عرض النقود له أثر على التغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية، سواء الدخل والإنتاج والعمالة والاستهلاك والادخار والاستثمار.² وقد ظهرت مدرسة النقوديين (مدرسة شيكاغو) وعلى رأسهم ملتن فريدمان (Milton Friedman) الذي صاغ دالة الطلب على النقود كما يلي:

$$M^d = f \left(P, r_b, r_e, \frac{\Delta P}{\Delta t} \cdot \frac{1}{P}, \frac{y_p}{p}, w, u \right)$$

¹ الدعمي، عباس كاظم. 2010. ص 23.

² الدعمي، عباس كاظم. 2010. المرجع السابق، ص 31، 26.

M^d / دالة الطلب على النقود ، P /المستوى العام للأسعار ، rb /عائد الأسهم ويتمثل بسعر الفائدة
السوقي، $\frac{\Delta P}{\Delta t} \cdot \frac{1}{P}$ / معدل التضخم المتوقع، $\frac{yP}{p}$ / يمثل الثروة ويصفها برصيد مرتبط بالدخل الدائم عن
طريق سعر الفائدة ، w / يمثل رأس المال البشري ، u / يمثل الأذواق وترتيبات الأفضلية الشخصية.
وقد اتفقت التوقعات العقلانية بقيادة (روبرت لوكاس) من جامعة شيكاغو و(روبرت بارو) من
جامعة هارفارد وغيرهم، مع تحليل فريدمان. وظهرت في بداية عقد الثمانينيات من القرن الماضي
مدرسة اقتصاديات العرض (Supply-side economics) والتي تؤكد على العمل والادخار، وتقترح
إجراء تخفيضات كبيرة في الضرائب، والتأكيد على الحوافز. ففي الوقت الذي يهتم الكينزيون بإدارة
الطلب الإجمالي، يعتقد اقتصاديو جانب العرض أن الحوافز تؤدي إلى الحصول على عوائد من
العمل والادخار وعامل المجازفة في استثمار رأس المال، ولهذا فإنهم يسعون لإزالة كل ما يعوق
عمل الحوافز مثل ارتفاع معدلات الضرائب.¹

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية سوق التداول للأوراق المالية. وفيما ترتبط
السيولة في سوق الأوراق المالية بالسيولة الكلية للاقتصاد، فإن السياسة النقدية تؤثر في السيولة
الكلية للاقتصاد، والتي تنتقل آثارها إلى التأثير في سيولة السوق المالية، وذلك عن طريق دخول
السلطة النقدية مباشرة في بيع وشراء الأوراق المالية من السوق، أو بطريقة غير مباشرة من خلال
عدة قنوات بغية التأثير في السوق المالية مثل: (1) مستوى أسعار الفائدة (2) منح الائتمان،
بالإضافة إلى سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني.²

¹ للمزيد يراجع - الدعيمي، عباس كاظم. 2010. ص 46، 24.

² الدعيمي، عباس كاظم. 2010. ص 103.

3-3-2 السياسة المالية وسوق الأوراق المالية:

هي إحدى السياسات الاقتصادية، ويقصد بالسياسة المالية تلك الإجراءات الحكومية التي تتناول إيرادات الحكومة ونفقاتها بقصد التأثير في المتغيرات الاقتصادية، مثل الدخل، والإنتاج، والاستخدام، والأسعار، من خلال الأداة الرئيس لها وهي الميزانية العامة.¹ وتؤثر السياسة المالية في الاقتصاد المحلي من خلال التأثير على الطلب الكلي، وتكوين رأس المال الحكومي، والحوافز. وحيث إن الإنفاق العام هو جزء من الطلب الكلي، بمعنى أن زيادة الإنفاق الحكومي على السلع والخدمات يعزز أو يرفع الطلب الكلي، بالإضافة إلى إسهام تكوين رأس المال الحكومي في زيادة القدرة الإنتاجية للاقتصاد، كما تؤثر السياسة المالية من خلال الحوافز والسياسات الضريبية في السلوك الاقتصادي لمختلف النشاطات.² ويمكن للسياسة المالية التدخل للتأثير على أسعار الفائدة، من خلال الإنفاق الحكومي، حيث تنافس القطاع الخاص في اقتراض الأموال من الأسواق المالية المحلية، ما يزيد من معدل سعر الفائدة وبالتالي مزاحمة القطاع الخاص.³ وتبقى السياسة المالية وبالرغم من تطورها مرادفاً لتطور المالية العامة، التي تمثلها النفقات العامة والإيرادات العامة.⁴ وتأثيرها يكون عند اقتراض الدولة من سوق الأوراق المالية، لتغطية عجز الموازنة، من خلال إصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها وطرحها في سوق الأوراق المالية للتداول.⁵

¹ ستانليك. "مقدمة في الاقتصاد الكلي"، نقله إلى العربية: محمد عزيز وفتحي بوسدر، جامعة قاريونس، بنغازي: ليبيا، ط1، 1992. ص 16.

² Waseem Ahmad Khan, et al. "Impact of Macroeconomics variable on the Stock Market index; A Study from Pakistan", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2014. Vol. 4, No. 2 – p 261.

³ Ibid, p 262.

⁴ الدعمي، عباس كاظم. 2010. ص 50،47.

⁵ الدعمي، عباس كاظم. 2010. ص 108. ويتضح جانب من تأثير السياسة المالية، في الفقرة 3-2-4 عن عجز الموازنة. (الباحث)

3-4 بعض التجارب الدولية والعربية

تركز هذه الفقرة على التعرف على بعض المعايير والمقاييس الواجب الأخذ بها عند المقارنة بين سوق الأوراق المالية الليبي وبعض الدول القريبة من الاقتصاد الليبي. ويعد وضع أداة قياس لهذه المقارنة أمر مهم، يمكن من خلاله تقييم مستوى أداء الأسواق المالية محل الدراسة، بما يتوافق إلى حد كبير مع المبادئ التالية¹:

أولاً - الأطر القانونية لتنظيم عمل السوق المالي.

ثانياً - توفير البنى التحتية اللازمة لعمل آلية السوق بكفاءة.

ثالثاً - وجود مؤسسات مالية تعمل داخل السوق المالي.

رابعاً - وجود الأدوات المالية اللازمة للتداول في السوق المالي.

خامساً - اتساع الطاقة الاستيعابية للاستثمار في الاقتصاد.

سادساً - اعتناق الفلسفة الاقتصادية الرأسمالية للدولة.

سابعاً - توفر المناخ الاقتصادي والسياسي الآمن للاستثمار.

ويمكن وضع بعض الملاحظ على المعايير السابق ذكرها: يقصد بالقوانين والتشريعات التي تنظم عمل السوق المالي الأطر التشريعية التي تتخذ لتنفيذ السياسات المالية للدولة؛ مثل قانون إنشاء السوق المالي واللوائح التنفيذية والداخلية التابعة له، والتي تعدّ الضامن لحقوق المتعاملين فيه، والأساس الرئيس له، بالإضافة للقوانين ذات الصلة بالسوق المالي لمختلف هيئات ومؤسسات وأجهزة الدولة ويقصد توفر البنى التحتية الخاصة بالسوق المالي المتمثلة بأنظمة التداول وآليات الدفع والمقاصة المركزي، وأنظمة المعلومات ولوحات العرض الإلكتروني، يتضح دور السوق

¹ بشير هادي عودة وزهرة حسن عباس ومصطفى مهدي حسين. "الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح" مجلة دراسات إدارية، (أب، 2008).
المجلد الثاني - العدد الرابع، الصفحات 174 ، 184.

المالي بشكل فعليّ في الاقتصاد، من خلال عمل متكامل من المؤسسات المالية الصانعة والوسيطّة والساندة للسوق المالي؛ الذي يتشكل من مجموع المصارف التجارية الاستثمارية، والشركات المساهمة، ومؤسسات الادخار التعاقدية، والصناديق الاستثمارية وشركات الترويج والضمان للأوراق المالية المتداولة، مع التحديث المستمر لمجموعة الأدوات المالية. ويتعزز نجاح السوق المالي باتساع الطاقة الاستيعابية للاستثمار، ومناخ سياسي واقتصادي آمن ومستقر فلسفته يغلب عليها أفكار الاقتصاد الرأسمالي، كضرورة لتفعيل آلية السوق، وتقليل حجم التدخل الحكومي.

3-4-1 بعض التجارب الدولية

يعدّ الادخار مؤشراً اقتصادياً يقيس مدى توفر التمويل المحلي لتغطية نفقات الاستثمار المحلي، وزيادة معدل التراكم الرأسمالي. فالادخار والاستثمار من المتغيرات الهامة في أي اقتصاد متقدم أو نامي على حدٍ سواء. ويعد الادخار الدعامة الأساسية للاستثمار والمحرك للتنمية الاقتصادية، وفق آلية تحويل رأس المال النقدي إلى رأس مال عيني، كاستثمار عائدات النفط، بسياسات استثمارية ناجحة وسياسة ادخارية ذات كفاءة، واستقرار العلاقة بينهما.¹ ويمكن ملاحظة معدلات الادخار لاقتصاديات بعض الدول التي استطاعت رفع معدل الادخار في الفترة من سنة 1965 إلى سنة 1995 وحتى سنة 2014 والتي منها: كوريا، سنغافورة، ماليزيا، تايلاند، تركيا، اندونيسيا، الهند، شيلي. وكما هو موضح في الجدول رقم (3-1) عن معدل الادخار المحلي الإجمالي في هذه الدول. يلاحظ أن نسب الادخار لهذه البلدان تتراوح بين 8% في كوريا إلى 24% في ماليزيا سنة 1965 بينما وصلت نسب الادخار لهذه المجموعة من الدول ما بين 20% في تركيا إلى 37% في ماليزيا سنة 1995 إلى أن وصلت في سنغافورا إلى 47% سنة 2014 وهو ما يؤشر إلى مدى

1 سلامي، أحمد. ومحمد شيخي. "اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال (1970-2011)"، الجزائر، مجلة الباحث، عدد 13 (2014). ص 110.

اهتمام هذه الدول بزيادة معدلات الادخار كمورد مهم في تمويل المسيرة التنموية.¹ وقد تمكنت تلك الدول من تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفع يعزى إلى حد كبير لارتفاع معدلات الادخار التي أدت إلى الاستثمارات المرتفعة، وقد نجحت دول شرق آسيا في رفع نسبة المدخرات الوطنية إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى مستويات قياسية، وقد لعبت الأسواق المالية دوراً هاماً في تعبئة هذه المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المطلوبة لعملية التنمية.

جدول (3-1) نسب الادخار المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي

(في بعض الدول النامية لسنوات مختارة)

الدولة	1965	1995	2014
كوريا	8%	36%	34%
سنغافورا	10%	--	47%
ماليزيا	24%	37%	30%
تايلاند	19%	36%	29%
تركيا	13%	20%	13%
اندونيسيا	8%	36%	31%
الهند	15%	22%	32%
شيلي	16%	29%	21%

Source: World Bank - World Development Report (1991 , 1997 and 2014)²

وبالرغم من هذه المعدلات الادخارية المرتفعة إلا أن ثمة فجوة في تمويل المدخرات المحلية لاستثمارات هذه الدول، وقد تم غلق تلك الفجوة من خلال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل³. وتعد تعبئة المدخرات عن طريق بيع الأوراق المالية (داخل سوق الأوراق المالية) أسلوباً منتشرًا في الدول الغربية في حين أنه مازال في مهده بالنسبة للدول النامية.

¹ تقرير التنمية العالمي 2015 عن المصرف الدولي.

² بيانات الجدول عن سنتي 1965 و1995 نقلت من: أمينة عزالدين عبد الله - 1998. مرجع سبق ذكره، ص 8. - أما بيانات 2014 فممن منشورات إحصائيات صندوق النقد الدولي عن سنة 2014.

³ أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 254، 251.

تحتاج الدول النامية لبعض الوسائط الادخارية الوطنية، والتي لديها إمكانية لعب دور في تجميع المدخرات عن طريق القطاع المالي ثم توجيهها للاستثمار في مشاريع البنية التحتية الخاصة بها؛ مثل حسابات التوفير التي تعدّ وسيلة جيدة من وسائل تعبئة المدخرات عن طريق المصارف، حيث تقوم الأخيرة بعملية إقراض المدخرات¹. كما يجب التأكيد على أهمية الأوعية الادخارية التي تعمل على تعبئة المدخرات، والتي تعدّ حلقة وصل بين صغار المستثمرين وسوق الأوراق المالية في البلدان النامية، وهي كثيرة ومتعددة، والخيارات متروكة لكل بلد فيما يناسب الظروف الاقتصادية لها. وذلك لعدة أسباب²:

الأول: إمكانية تعبئة المدخرات مهما كان مستوى الفقر في أي بلد.

الثاني: قدرة وفاعلية الادخار العائلي لتحريك النمو الاقتصادي مهما كان صغر معدلاته، لما يمثله كمورد تمويل دائم، ودليل تعافي الاقتصاد الوطني.

الثالث: يجب على الدول ذات الفوائض المالية، إعطاء الأولوية لزيادة الدخل المتاح للأفراد بهدف زيادة معدلات ادخارهم. ومن جانب آخر يمكن أن تلعب الثروة النفطية دوراً في تخفيف القيود على الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية المحلية الأخرى، لوجود ارتباط قوي بين مساهمة الثروة النفطية وارتفاع إسهام الاستثمار العام في الناتج المحلي الإجمالي.

ويمكن الاستعانة بعرض النموذج البرازيلي، كنموذج حقق نجاحات في تعبئة المدخرات من خلال سوق مالي كفاء ومتطور.

1 مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، "تعبئة المدخرات الرأسمالية في بلدان العالم الثالث هل تكون وسيلة لتشجيع عملية التنمية" ألمانيا، هانز، جيرت براون، 2003/4/8، ص 3.

2 Stephen R. Bond & Adeel Malik. "Natural resources, export structure and investment" 20 - August 2008. p 18.

3-4-1-1 عرض لنموذج تجربة البرازيل:

تعدّ البرازيل خامس دولة من حيث حجم بعض المؤشرات، حيث تبلغ مساحتها 8.5 مليون كم² وبلغ عدد سكانها 190.8 مليون نسمة في عام 2010، ومعدل نمو سكاني بلغ 3% خلال خمسينيات القرن الماضي ليلعب 1.64% فيما بين عامي 1991 و2000¹. وقد ارتفع متوسط العمر من 62.6 سنة 1980 إلى 73.4 سنة 2010، وقد بلغ متوسط دخل الفرد 9390 دولار سنة 2010، وهذا النمط من النمو الدائم حدث منذ الاستقرار الذي تمتعت به البرازيل منذ عشرين عاماً مضت. وقد استطاعت البرازيل جذب المستثمرين مختلف أنحاء العالم، لسهولة تعامل الحكومة خلال الأزمة المالية لعام 2008 والتي اكتسبت من خلالها خبرتها في إدارة الأزمات الاقتصادية الداخلية المتعاقبة، وعزز عامل الاستقرار بشكل بالغ مكانة الاقتصاد البرازيلي منذ عام 1994، وبالتالي في تقدم المؤسسات الرئيسية لأسواق الأسهم البرازيلية.

تعد البرازيل وروسيا والهند والصين من أسرع الدول الناشئة نمواً في العالم، فيما يطلق عليهم اسم البريكس (BRICs)². وقد أصبحت البرازيل منذ سبعينيات القرن الماضي أكبر اقتصاد في أمريكا اللاتينية بسبب التصنيع القائم على استغلال الموارد الطبيعية للبلاد ووفرة الأيدي العاملة، ما أدى إلى نمو الصادرات بشكل قوي وفعال، وبالتالي أصبح اقتصادها من أكبر اقتصادات في العالم، بعد الولايات المتحدة والصين واليابان وألمانيا، بفضل صناعة السيارات، بالإضافة لصناعة التعدين والبناء، حيث تم تشجيع الحكومة للاستثمار عن طريق القروض الميسرة.

1 الأمم المتحدة. "تقرير المجلس الاقتصادي والاجتماعي عن البرازيل" تنفيذ العهد الدولي الخاص بالحقوق الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، E/C.12/BRA/2، 2008، ص3.

2 مصطلح البريك BRIC يرمز إلى الأحرف الأولى لتسميات الأربع دول المؤسسة لها (البرازيل، روسيا، الهند، والصين)، وتعد من أسرع الاقتصادات الناشئة نمواً، ويعد انضمام جنوب أفريقيا سنة 2009 زيد الحرف S لتصبح "BRICS" "بريكس".

لقد واجهت البرازيل الكثير من العراقيل والفوارق الداخلية بين السكان، والاختلافات في المؤشرات الاقتصادية بين المناطق الخمس المكونة لها. كما عانت البرازيل من الآثار السلبية الناتجة من عدم الاستقرار الاقتصادي العام والذي انعكس بدوره على سوق الأوراق المالية البرازيلي حتى منتصف التسعينات، وتعثر الاقتصاد البرازيلي نتيجة ارتفاع معدل التضخم لفترة طويلة، ولم يتم التحكم في التضخم إلا في عام 1994، وتحقق الاستقرار النهائي فقط في عام 1998. كذلك اهتمت البرازيل بتوسيع نطاق مشاركة رأس المال الأجنبي في عملية النمو، حيث كان لسعر الفائدة الداخلي ميزة نسبية وبرامج الخصخصة الناجحة دوراً في اجتذاب وتدفق رأس المال الأجنبي، حتى أصبح ترتيب سوق بوفيسبا للأوراق المالية - سوق الأوراق المالية بالبرازيل - الخامس بين أسواق المال في العالم، من حيث مشاركة المستثمرين الأجانب¹. ولضمان كفاءة موثوق بها لسوق الأوراق المالية، تساعد على اتساع حجم السوق، ويحمي المستثمرين والأوراق المالية من ارتكاب المخالفات، والاحتيال والممارسات الاستغلالية، كان على لجنة الأوراق المالية بسوق بوفيسبا للأوراق المالية بالبرازيل عمل ما يكفل ضمان الإفصاح العادل للمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة والشركات المصدرة. وتبين البيانات الواردة في الجدول (3-1-أ) حجم سوق بوفيسبا بالبرازيل بين بعض أسواق المال. حيث يشير عدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية، وعددها 381 شركة، إلى جانب من قوة السوق، حيث يمثل رأس مال السوق لهذه الشركات القوة الحقيقية المؤثرة مباشرة في القيمة السوقية للسوق.

¹ صندوق النقد الدولي. (1993). دليل ميزان المنفوعات الطبعة الخامسة. واشنطن، الولايات المتحدة: صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة. ص 206.

جدول رقم (3-1-أ) بيانات حجم واتساع سوق الأوراق المالية

بالبورصات الرئيسية لمجموعة BRIC نهاية 2010

البلد	القيمة السوقية (بمليار الدولار)	أعداد الشركات المدرجة	إجمالي قيمة التداول (بمليار الدولار)	معدل التداول
البرازيل (بوفيسبا)	1545	381	867	56%
روسيا (بورصة موسكو)	949	245	407	43%
الهند (بومباي)	1631	5034	258	16%
الصين (شانغهاي)	2716	894	4486	165%

المصدر: الاتحاد الدولي للبورصات (2011)

وتدل نسبة تركيز رأس المال السوقي على درجة هيمنة عدد معين من الشركات على القيمة السوقية للسوق. فمن خلال بيانات الجدول (3-1-ب)، أن من بين عدد 381 من الشركات التي تمثل (8) قطاعات، يتركز حوالي 64% من القيمة السوقية لسنتي 2009 و2010 على التوالي من رأس المال السوقي لتسعة عشر (19) شركة من الشركات المدرجة. فيما تمثل 24 شركة رئيسية لهذه القطاعات بنسبة 73.3% من هذه القيمة، بالإضافة إلى أن ما يمثله قطاع النفط والغاز (Petrobras) نسبة حوالي 16.1% من قيمة التداول، وهي أعلى نسبة بين القطاعات، وقطاع التعدين بنسبة 13.1% وقطاع المصارف بنسبة 8.5% فيما يمثل مجموع هذه القطاعات بنسبة 37.7% من قيمة تداول الأسهم بالسوق. في المقابل فإن نسب تركيز الشركات في أسواق نيويورك وطوكيو ولندن إلى عدد الشركات المدرجة، تبين الاختلاف بين هذه الأسواق من حيث مستوى المنافسة، ودرجة هيمنة بعض الشركات على هذه الأسواق، وهو انعكاس طبيعي للبيئانية الاقتصادية بهذه الدول. لقد ظلت سوق الأوراق المالية البرازيلي الأصغر وسط محيطها الإقليمي حتى تسعينيات القرن الماضي، بسبب عدم وجود الاستقرار النقدي والسياسي. ثم ازداد الاهتمام الدولة بالبحوث والدراسات لتوفير

التوجيه للعملاء، خصوصاً المستثمرين المحليين والأجانب، فيما عكف القائمون على سوق الأوراق المالية البرازيلي على دراسة مسألة إفشاء المعلومات المحاسبية (الإفصاح)، وردود الفعل لسوق الأسهم التي تظهر في شكل اختلاف لأسعار الأسهم، والحرص على أن تكون التوقعات المبنية على البيانات المالية والمعلومات الواردة، بعد نشرها من قبل السوق، وبتجاه النتائج المحاسبية.

جدول (3-1-ب): تركيز قيمة السوق في عدد من الشركات المدرجة

2010		2009		
نسبة التركيز	عدد الشركات	نسبة التركيز	عدد الشركات	أسواق الأسهم
64.20%	19	64.80%	19	بوفيسبا
57.00%	104	48.80%	92	نيويورك
60.10%	114	60.10%	115	طوكيو
82.30%	118	86.40%	109	لندن

المصدر: الاتحاد الدولي للبورصات (2011)

كذلك اهتمت لجنة الأوراق المالية الخاصة بتسيير بورصة بوفيسبا، بتوفير مناخ إيجابي للشركات التي تسعى إلى تحقيق المعايير التي تم تحديدها ضمن ضوابط حوكمة الشركات في حد ذاتها من أجل الحصول على التمايز في السوق وأعلى قيمة، وذلك بتشجيع الشركات على فتح حسابات رأس المال وتقبل حوكمة الشركات في مقابل الحصول على التمويل.

يعد هذا الاجراء تغييراً مهماً في سوق الأوراق المالية البرازيلي، الذي بدأ في ديسمبر 2000، ويستند إلى فكرة أن تصور المستثمرين وتخوفهم يقل إذا ما توفر أمرين: إذا تم منحهم حقوقاً وضمانات إضافية كمساهمين. وإذا تقلص الفارق بين المساهمين في الحصول على المعلومات.

وأخيراً، يعترف الخبراء أن التجربة البرازيلية في حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية ناجحة بالمقارنة مع بلدان أخرى. إن أبرز الملاحظات التمهيدية المحتمل أن تقيد هذه الدراسة تمثل في بعض الخصائص العامة التي لا تشكل سوى لمحة عامة عن الوضع الراهن والآفاق المستقبلية

المرجوة. ورغم أنها لم تُحظَ بالعمق الكافي، ولكن لعلها تكون نقطة انطلاق لدراسات متخصصة عن أسواق ناجحة من دول العالم. لقد أصبح الرابط بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي مجالاً بحثياً خصباً أكثر فأكثر ضمن مجال البحوث الاقتصادية، حيث تشير العلاقة السببية بين مؤشرات سوق الأسهم (القيمة السوقية، قيمة التداول، معدل الدوران) والنمو الاقتصادي لخمس دول من الدول الأوروبية المشتركة في البورصة الإلكترونية الأوروبية (بلجيكا، وفرنسا، والبرتغال، وهولندا، والمملكة المتحدة) للفترة (1995 - 2008)، إلى نتائج إيجابية.¹

إن الحدث الأبرز المستفاد من تجربة البرازيل في مجال سوق المال يركز حول تأثيرات الاستقرار السياسي والاقتصادي الذي بدأ واضحاً منذ عام 2003. وإن ما تم تقديمه من مؤشرات اقتصادية واجتماعية جيدة، وبيانات عن الاقتصاد البرازيلي، أدى إلى تزايد عدد من مؤيدي سياسة الحكومة في الحفاظ على الإجراءات السياسية والاقتصادية، وخلق بيئة مواتية للاستثمار وزيادة مشاركة رأس المال الأجنبي في تنمية البلاد. كما كان لدور الدراسات التي تبين تأثير المؤشرات المحاسبية على الأسعار وعوائد الأسهم؛ نجاح كبير في تصنيف الأسهم حسب المعايير الإدارية والمعلومات المتاحة في السوق من قبل الشركات المصدرة، ويتضح ذلك بجلاء عند المقارنة مع بلدان نامية أخرى. لقد حرصت الحكومة على تشجيع الشركات على أن تكون ضمن قائمة الشركات المدرجة بالسوق، والانضمام إلى مختلف مستويات الحوكمة، وضرورة أن يمارس بحرية ودون توجيه من الدولة.

3-4-2 أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربية

عملت دول الخليج العربي، التي تتشابه اقتصاداتها إلى حد كبير مع الاقتصاد الليبي، على بناء أسواق مالية متطورة، واتخذت العديد من الإجراءات والسياسات الاقتصادية لهذا الهدف، ولكنها لم

¹ Jin, A. B. 2010, December. "The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries" International Journal of Financial Research, pp:1,7.

تصل إلى درجة من التوافق مع النظم المالية المحلية؛ ولم يتبلور الوعي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية بشكل ملتزم وملتزم، إلى الحد الكافي، بما يشكل قاعدة واعية من المستثمرين. ولكن عدم الاستقرار في السياسات الاقتصادية انعكس بشكل واضح في عدم تطوير الهياكل الاقتصادية والاستثمارية، ورغم وصول بعض أسواق الأوراق المالية بدول الخليج العربي إلى درجة مقبولة من التطور، إلا أنها لا تزال تعاني من صغر الحجم وضعف التنظيم، ولا تتمتع بالعمق والكفاءة العالية لخوض المنافسة في سوق المال الإقليمي أو العالمي، بالإضافة لصغر حجم التداول والقيمة السوقية التي لا تعبر عن القدرات الكامنة المفترض تحقيقها، بالمقارنة مع بقية أسواق المال في دول العالم الأخرى.¹

يعدّ رأس المال السوقي لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي صغيراً جداً بالمقارنة مع أسواق المال الدولية وبورصات الدول المتقدمة والغنية². فمقارنة القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي بالقيمة السوقية لسوق بوفيسبا للأوراق المالية في البرازيل، يلاحظ أن إجمالي القيمة السوقية لأسواق الخليج يقدر بنحو 800 مليار دولار حتى سنة 2010، في حين بلغت القيمة السوقية لسوق بوفيسبا للأوراق المالية 1545 مليار دولار سنة 2010، أي أن نسبة إجمالي القيمة السوقية لأسواق دول الخليج العربي إلى سوق بوفيسبا للأوراق المالية البرازيلي تقدر بحوالي 52%، على الرغم مما توفر لهذه الدول من فوائض مالية. وبنفس الأداء عند مقارنة قيمة التداول لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي بقيمة التداول لسوق بوفيسبا للأوراق المالية البرازيلي يتضح أن القيمة الأولى تبلغ نحو 294 مليار دولار، في حين تبلغ قيمة التداول لسوق بوفيسبا حوالي 867 مليار دولار لسنة 2010 أي أن نسبة قيمة التداول الأولى إلى قيمة التداول الثانية تقدر بحوالي

1 Al-Malkawi. Ibid, 2014, pp. 139–154.

2 المولى، إيمان عبد المطلب حسن. 2011. ص 117، 129.

34%. وهو يؤكد ضعف أداء أسواق الأوراق المالية لدول الخليج، وعدم القدرة على الاستفادة من القدرات التي تحظى بها والمفترض أن تحققها¹.

وتبين نتائج المقارنة بين أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي وسوق الأوراق الليبي، التي تتشابه إلى حد كبير، والتي تحددتها العلاقة بين مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية (القيمة السوقية وقيمة التداول، ومعدل دوران رأس المال "السيولة") التي يتضمنها الجدول (2-3) التالي.

توجد فروق كبيرة بين نتائج سوق الأوراق المالية الليبي وبين أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، حيث بلغت نسبة (القيمة السوقية وقيمة التداول ومعدل السيولة) للسوق الليبي إلى نفس القيم بالنسبة لأسواق الخليج العربي نجد 0.28% و 0.01% و 0.9% لنفس القيم على الترتيب حسب بيانات سنة 2013. وهذا يبين بجلاء ضآلة هذه القيم بالمقارنة بأسواق دول الخليج، ناهيك عن دول العالم. كما يلاحظ أن المقارنة أخذت شكلاً تصاعدياً، من حيث أنها تمت بين سوق الأوراق الليبي وأسواق الأوراق المالية لدول الخليج، ثم المقارنة بين الثانية وسوق بوفيسبا البرازيلي، وعند الاطلاع على الجدولين رقمي (3-1-أ) و (3-1-ب)، والتي تظهر قدرة سوق بوفيسبا مقارنة بباقي النتائج للدول مثلما ببيانات الجدول (3-1-أ) مع (بورصة موسكو، بورصة بومباي، وبورصة شانغهاي) وهي مجموعة التعاون فيما بينها، وبيانات الجدول (3-1-ب) مع (بورصة نيويورك، بورصة طوكيو، بورصة لندن) وهي أكبر أسواق الأوراق المالية في العالم.

كما يمكن أخذ تجربة المملكة العربية السعودية، مع الأخذ في الاعتبار الظروف السياسية والاقتصادية وحتى الاختلاف في حجم ومدة قطاع النفط بينها وبين ليبيا، وإعطاء لمحة بسيطة عن الدراسة (Husam-Aldin N. Al-Malkawi-2014) عن السعودية. حيث تعدّ السعودية كبرى الاقتصادات الناشئة في دول مجلس التعاون الخليجي ذات الفوائض المالية الكبيرة الناتجة من

¹ بيانات إجمالي القيمة السوقية وإجمالي قيمة التداول جمعت لجدول (2-3)، وبيانات القيمة السوقية وقيمة التداول لسوق بوفيسبا من الجدول (3-1-أ).

الإيرادات المرتفعة من تصدير النفط، تؤكد الدراسة أن العلاقة بين التمويل والنمو (أو العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي بصورة عامة).

جدول (2-3) نسب القيمة السوقية والتداول ومعدل الدوران لسوق الأوراق المالية الليبي إلى أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي

معدل الدوران "سيولة السوق" سنة 2013	نسبة قيمة التداول لسنة 2013	قيمة التداول عن سنة 2013	نسبة القيمة السوقية لسنة 2013	القيمة السوقية عن سنة 2013	سوق الأوراق المالية
19.7%	%4.82	22,884.78	%11.84	116,356.47	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
16.1%	%0.86	4,091.63	%2.59	25,477.05	بورصة عُمان
3.0%	%0.12	545.96	%1.85	18,179.07	بورصة البحرين
13.0%	%4.17	19,808.43	%15.50	152,302.88	الدوحة للأوراق المالية
61.8%	%9.08	43,077.57	%7.10	69,730.87	سوق المال دبي
%17.7	%3.84	18,231.46	%10.51	103,269.61	بورصة الكويت
21.1%	%1.22	5,770.28	%2.79	27,407.95	سوق الأوراق المالية مسقط
77.1%	%75.88	360,079.56	%47.55	467,299.22	بورصة السعودية
0.9%	%0.01	25.27360623	%0.28	2,737.58	* سوق المال الليبي
46.4%	%100	456,283.48	%100	982,760.70	الإجمالي

المصدر: صندوق النقد العربي - بتصرف * المصدر: بيانات سوق الأوراق المالية الليبي - بتصرف

ومع الأخذ في الاعتبار اقتراح [Ram (1999)] الذي مفاده أن الأبحاث في المستقبل، ينبغي أن تركز على الحالة الاقتصادية لكل بلد على حده، ودراستها كحالة فردية للبلاد لقد تم اختبار العلاقة¹ باستخدام بيانات السلسلة الزمنية (1970 - 2010)، وتم الاعتماد على معدل السيولة إلى GDP، بالإضافة إلى النفقات الحكومية ودرجة الانفتاح الاقتصادي. لتصبح العلاقة الدالية هي: $Y = f$ (FD , CV) ، حيث Y هو النمو الاقتصادي ويقاس بمتوسط GDP الحقيقي للفرد الواحد، وتعدّ دالة

¹ $GDPP_t = a_0 + a_1t + a_2M_2t + a_3GOVt + a_4TOt + \epsilon_t$.

The dependent variable in this model is economic growth which is represented by real GDP per capita growth (GDPP), while the independent variables are financial deepening which are measured by the monetization ratio (money and quasi-money) as a percentage of GDP (M2), government expenditure as a percentage of GDP (GOV) and trade openness as a percentage of GDP (TO), time trend (t) and the error term (ϵ_t).

في (FD وسيوظف لها معدل السيولة أو عرض النقود بالمعنى الواسع M_2) والمتغيرات المعتمد أنها تؤثر في النمو الاقتصادي (الإفناق الحكومي كنسبة من GDP، والانفتاح التجاري TO) في الاقتصاد السعودي¹. لقد دعمت هذه الدراسة فرضية أن العمق المالي يحفز النمو الاقتصادي، وأوصت صانعي السياسة الاقتصادية في السعودية بتحسين وتطوير وكفاءة النظام المالي وبالتالي تقليل الاعتماد على الإيرادات النفطية، بهدف تحفيز النمو الاقتصادي. واعتبرت الدراسة المشار إليها، إن الإفناق الحكومي له آثار سلبية على النمو الاقتصادي، وذلك على المدى الطويل، بسبب عامل المزامحة للقطاع الخاص، وإلى وجود علاقة كبيرة بين الانفتاح التجاري والنمو الاقتصادي.

لقد تناول هذا الفصل عرض الجانب النظري لسوق المال في الأدب الاقتصادي، والعلاقة المهمة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية، وقد أيدت الدراسات في معظمها الدور الفعّال للتنمية المالية وتأثيرها على النمو الاقتصادي، وأن وظيفتي السوق ترتكزان بشكل رئيسي على تعبئة المدخرات، ثم توجيه هذه المدخرات لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة. إن دور سوق الأوراق المالية في إصدار الأوراق المالية ومن ثم تداولها يعد أمراً مهماً في توفير السيولة اللازمة لإنعاش الاقتصاد. وإن تطور أداء النظام المالي وكفاءة الهيكل المالي شرط ضروري لنجاح التنمية المالية للدولة. كذلك تؤثر السياسات المالية والنقدية في النشاط الاقتصادي، التي تتخذها السلطات المختصة، مع ضبط إيرادات الدولة ومصروفاتها في الميزانية العامة؛ من خلال تأثير سياسة الإفناق على توزيع الدخل ومعدل الادخار ومن ثم الاستثمار. أخيراً تم استعراض بعض التجارب العربية والدولية، بهدف الاستفادة منها واستكشاف مواطن القوة والضعف في هذه التجارب والعثرات التي تعرّضت لها، حتى يمكن تحقيق فهم أفضل لطبيعة الأسواق المالية، ولكيفية الاستفادة منها في تعزيز التنمية الاقتصادية.

1 Al-Malkawi. Ibid, 2014. p 141.

4-الفصل الرابع: القطاع المالي بالاقتصاد الليبي

1-4 تمهيد:

يستعرض هذا الفصل بعض الجوانب المهمة والمؤثرة في الاقتصاد الليبي، على أساس زمني إلى حد كبير، مع إمكانية البدء منذ الشروع في وضع التشريعات الخاصة بإقامة سوق الأوراق المالية الليبي وانطلاقة عملية التداول، بتاريخ 2008/4/3 وحتى إيقاف عمل السوق -بسبب أحداث 17 فبراير 2011 - بتاريخ 2011/2/20. وقد سبق ذلك مرحلة هيمنة القطاع العام على اقتصاد الدولة، ثم تلتها مرحلة بدأ فيها بتأسيس سوق الأوراق المالية كجزء من حزمة السياسات الاقتصادية التي اتخذت بهدف إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي؛ ولكن ضمن المنظومة السائدة التي شكلت هوية الاقتصاد الليبي. وقد استؤنف عمل السوق بتاريخ 2012/3/15 لفترة وجيزة لم يكن لها تأثير على الاقتصاد الوطني، كما ستنبئه مؤشرات سوق الأوراق المالية الليبي. ويعد النمو الاقتصادي نتيجة عمل ديناميكي متواصل يمر بعدة مراحل، تُعطي مرحلة تعبئة المدخرات أهمية فُصوى، عند عدم توفر الموارد الكافية، وتتبعها مرحلة توجيه تلك المدخرات نحو الاستثمار الحقيقي. في ليبيا وبعد اكتشاف النفط توفرت سيولة¹ نقدية كبيرة، من المفترض أن تعجل بالنمو الاقتصادي، حيث أن للإرادة السياسية دوراً كبيراً في توجيه هذه الفوائض المالية نحو استثمارات حقيقية. وتشير البيانات الاقتصادية أن ودائع المصارف وصلت، على سبيل المثال لا الحصر، إلى 50.3 مليار دينار في نهاية عام 2008م، مقابل حوالي 31.2 مليار دينار في نهاية عام 2007م،² وقد شكلت الأصول السائلة نحو 36.9 مليار دينار، بما يمثل حوالي 73.4% من إجمالي الأصول، والتي معظمها في

1 ممثلة في فوائض القطاع المالي بصورة عامة والذي عادة ما يتكون وفي أي دولة من (المصارف التجارية، المصارف الإسلامية، المصارف المتخصصة، وشركات التأمين، صناديق الاستثمار، شركات التأجير التمويلي، شركات الصرافة، شركات الوساطة المالية، صناديق التحوط، وصندوق الضمان الاجتماعي وفوائض الاحتياطيات الدولية والسوق المالي وغيرها وكما سيتبين في البحث عند عرض مؤشرات الاقتصاد الليبي)
2 سنتي 2007 و 2008 هي الفترة من تاريخ قرار تأسيس سوق الأوراق المالية إلى تاريخ بدء عمليات التداول في السوق.

شكل ودائع لدى مصرف ليبيا المركزي¹ (في نفس الوقت الذي صدرت التشريعات الخاصة بإنشاء سوق الأوراق المالية الليبي). وسيتم تناول هوية الاقتصاد الليبي وبعض خصائصه ومن ثم الانتقال إلى مؤشرات سوق الأوراق المالية والفوائض المالية التي في صلب نشاط المؤسسات المالية الوسيطة والتي بدورها تزيد من سيولة سوق الأوراق المالية. والجزء المتبقي من هذا الفصل نخصه للفوائض المالية التي في صلب نشاط المؤسسات المالية الوسيطة، وتزيد من سيولة سوق الأوراق المالية.

4-2 هوية الاقتصاد الليبي والمراحل التي مر بها:

تُحدد هوية أي اقتصاد وفق فلسفة تكمن في فحوى السياسات الاقتصادية، كما أن التشريعات التنفيذية تعدّ من المرتكزات الأساسية التي تحدد الخطوط العريضة والاستراتيجية للتنمية، وهوية الاقتصاد تتجلى في درجة الاعتماد على الدولة أو القطاع الخاص أو المزج بينهما (على اختلاف النسب) في تحقيق أهداف التنمية. لقد مرت ليبيا بعدة أفكار أثرت في تحديد ملامحها السياسية والاقتصادية والاجتماعية، فمن ملامح لاقتصاد يلعب القطاع الخاص دور كبير نسبياً، إلى رؤية كان للدولة دوراً مميزاً إلى حد كبير في الحياة الاقتصادية، وكامل السيادة في امتلاك كافة الموارد، وبالتالي كان لها منفرداً في جباية إيرادات النفط وإنفاقها، والاعتماد عليه كمصدر وحيد للدخل. ما أسس بدوره إلى هيمنة الدولة، بشكل تام، على كافة الأنشطة الاقتصادية. وتطبيق سياسات اقتصادية تتسجم مع الفلسفة القائمة، بما يتفق والمبادئ التالية:

- إلغاء التعامل التجاري (على مستوى الجملة والتجزئة)، وتولت الدولة تقديم الخدمات.

1 بوسنية، محمد عبدالجليل. "المصارف التجارية تمنح قروض للمواطنين الليبيين لشراء أسهم الشركات المعروضة من خلال سوق الأوراق http://www.aleqtisadi.net/details.php?id=1566 هذه السياسة النقدية تحتاج إلى ثقافة استثمارية لدى الأفراد لفهم آليات منح وأثار هذه القروض (حيث أن المخاطرة يتحملها المستثمر في حدود المبلغ المقرض له)، والورقة منشورة بقلم مسئول النقد في مصرف ليبيا المركزي، بالإضافة إلى أن ذلك نوع من توفير السيولة للسوق بما يمثل حلقة ربط بين سوق النقد وسوق رأس المال. (الباحث)

- الادخار الزائد عن حاجة إنسان هو حاجة إنسان آخر، إذ بتطبيق هذه المقولة انعدم لدى الأفراد الليبيين أي حافز للادخار المحلي.
- منع الملكية العقارية (سواء كانت في شكل أراضي أو مبانٍ)؛ بشكل تجاري.
- عدم السماح بتعدد مصادر الدخل الفردي. وهذا أضعف، إلى جانب منع الادخار الزائد، من قدرة الفرد الادخارية بل انعدمت قدرته على الادخار كليا، بل لجأ الكثير لاستهلاك مدخراتهم السابقة.

- انعدام حرية التعاقد المتعلقة بالعمل بين الأفراد الليبيين؛ ما أسهم في زيادة البطالة أو تحول الليبيين إلى موظفين وفي شكل بطالة مقنعة، ما أسهم في محدودية الدخل وفق قانون المرتبات للدولة. ما نمط من معدل الاستهلاك للأفراد، وأضعف من معدل الادخار إلى حدٍ بعيد¹.

ويعد الاقتصاد الليبي من أقل الاقتصاديات تنوعاً بين البلدان العربية والبلدان المنتجة للنفط، وفيه تعتمد الميزانية العامة بدرجة كبيرة على النفط إلى الحد الذي كانت تقدر فيه مساهمته بنحو 90% من إجمالي الإيرادات العامة خلال عام 2009 (تقرير مصرف ليبيا المركزي 2009)، وقد بلغت 95% في عامي 2012 و2013 على التوالي (نشرة مصرف ليبيا المركزي 2014)، والغريب أن تعامل واضعو السياسات مع الوضع الاقتصادي بشيء من الاستئناس وعدم القلق، وقد يكون المبرر راجعاً إلى الحالة المالية للبلاد، والفوائض أو المدخرات المالية الكبيرة - الادخار العام والفوائض المالية الأخرى - التي تم تكوينها على مدى السنوات الماضية عن 2009².

¹ الشريف، أحمد سعيد. "مداخل استراتيجية لإنشاء وتطوير سوق المال في ليبيا" مجلة البحوث الاقتصادية، الهيئة القومية للبحث العلمي، مركز البحوث الاقتصادية، بنغازي: ليبيا، المجلد الثامن العددان الأول والثاني، 1996. ص 80، 118.

² مصرف ليبيا المركزي. التقرير السنوي، طرابلس، ليبيا، 2009. ص 35.

يتصف الاقتصاد الليبي بخصائص الدول النامية، من حيث أنه يعدّ اقتصاداً صغير الحجم نسبياً، ويعتمد في دخله على مورد طبيعي ناضب، ويفتقر إلى العمالة الماهرة، بالإضافة إلى ارتفاع معدل النمو السكاني والحضري¹، وبالرغم من تحقيق معدل نمو حقيقي في القطاعات غير النفطية بلغت نسبته نحو 5.8% سنة 2009 و2011 على التوالي (تقرير 2009 ونشرة 2013 عن مصرف ليبيا المركزي)، وبالرغم من أن سنة 2011 لا يقاس عليها بسبب تداخل الأوضاع السياسية والاقتصادية والأمنية، إلا أن الحالة الاقتصادية ظلت أقرب للركود.

3-4 بعض خصائص الاقتصاد الليبي:

1-3-4 تمهيد:

تعرض الاقتصاد الليبي من حين لآخر إلى أزمات، ظهرت آثارها في معظم المراحل على شكل ضغوط تضخمية انعكست على المستوى العام للأسعار وتدهور المستوى الحقيقي لمعيشة الأفراد وانخفاض معدلات النمو لبعض القطاعات، وكان لابد من اتخاذ الإجراءات التصحيحية لمسار الاقتصاد الوطني. إن هذه الأزمات يرجع قسم كبير منها إلى وجود واستمرار مجموعة من الظواهر الاقتصادية تعكس القصور في آلية عمل الاقتصاد بوجه عام. ويعدّ انخفاض مستويات الإنتاجية واتجاهها التنازلي بالنسبة لمعظم عناصر الإنتاج من أبرز تلك الظواهر، الأمر الذي ينعكس، بشكل أو بآخر، على قدرة الاقتصاد نحو تكوين المدخرات². والملاحظ عند عرض السمات الخاصة بالاقتصاد الليبي هي النمطية في هذه الخصائص وتكرارها لعدة سنوات وبشكل ثابت، والمفارقة

1 بوسنينة، محمد عبد الجليل وعبد الله امحمد شامية. "الإطار العام لسياسات إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي (التخصيصية)"، ورقة ضمن ندوة دور المؤسسات والأسواق المالية في إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي منشورات مركز بحوث العلوم الاقتصادية، 1997. ص 8،24. (يلاحظ ما حدث من انخفاض حاد في معدلات النمو السكاني في السنوات العشرين الأخيرة، وذات معدلات صغيرة نسبياً) الباحث

2* (يلاحظ ما حدث من انخفاض حاد في معدلات النمو السكاني في السنوات العشرين الأخيرة، وذات معدلات صغيرة نسبياً) **في كثير من الأحيان وعلى وجه الدقة يكون الاقتصاد الحقيقي بدون قطاع النفط هو محور الدراسات الاقتصادية في الدول المصدرة للنفط، ويرجع هذا الأمر عند كثير من الاقتصاديين بهدف قياس تنوع مصادر الدخل، والاهتمام الكبير بضرورة عدم اعتماد هذه الاقتصادات على مصدر وحيد ناضب للدخل. (الباحث)

غير المبررة من الناحية الاقتصادية وبالرغم من الإيرادات الربعية الكبيرة، من تصدير النفط لفترات طويلة، فلا مبرر لما هو عليه الاقتصاد الليبي من عدم التنظيم في استغلال الموارد الاستغلال الأمثل.

4-3-2 اقتصاد ريعي:

يعدّ الاقتصاد الليبي اقتصاداً ريعياً؛ حيث يعتمد على النفط كسلعة وحيدة. فقد تراوحت نسبة الإيرادات النفطية إلى الإيرادات العامة بين نحو 88.6 سنة 2009 وحوالي 95.4 سنة 2012، في حين انخفضت النسبة إلى حوالي 62.9% سنة 2015، ويعزى ذلك إلى انخفاض كل من إنتاج النفط وسعر البرميل معاً.

الجدول (4-1-أ): الإيرادات النفطية في الناتج المحلي الإجمالي والإيرادات العامة

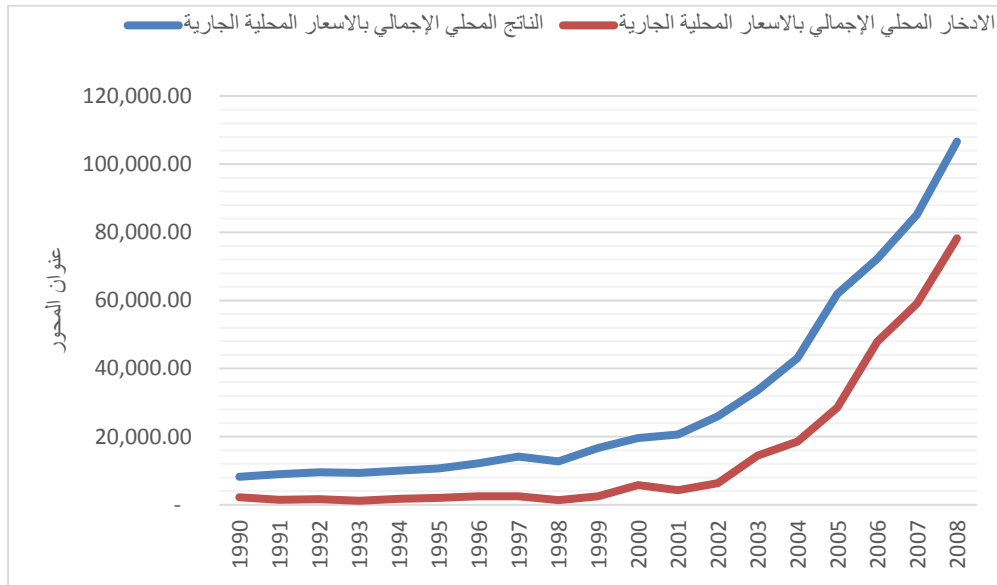
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008.9.30	البيان
43.03	117.68	117.68	117.68	43.39	86.29	86.29	89.26	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية
16.84	54.76	70.13	70.13	16.81	61.50	72.74	53.37	الإيرادات العامة
10.60	51.78	66.93	66.93	15.83	55.71	64.42	48.64	إيرادات النفط
%24.6	%44.0	%56.9	%56.9	%36.5	%64.6	%74.7	%54.5	نسبة الإيرادات النفطية من الناتج المحلي الإجمالي
%62.9	%94.5	%95.4	%95.4	%94.2	%90.6	%88.6	%91.1	نسبة الإيرادات النفطية من الإيرادات العامة

المصدر: مصرف ليبيا المركزي، التقرير الاقتصادي، طرابلس، ليبيا - أعداد مختلفة.

بالرغم من ذلك فلا زالت نسبة الإيرادات النفطية إلى الناتج المحلي الإجمالي مرتفعة، مقابل نسبة أعلى للإيرادات النفطية نسبة إلى الإيرادات العامة. ويعد الادخار الركن الأساسي للرفع من معدلات النمو الاقتصادي، إلا أن البيانات المنشورة عن الاقتصاد الليبي، تفيد بوفرة إجمالي الادخار العام وضعف إجمالي ادخار الأفراد، وعدم المساهمة المطلوبة من الأول لزيادة التداول بسوق الأوراق المالية، وبالتالي عدم التأثير في معدلات النمو. ويوضح الشكل رقم (1)، التقارب بين منحني الادخار المحلي الإجمالي والناتج المحلي الإجمالي، ما يدل على أن العلاقة بينهما طردية، وأن

الادخار يتزايد بمعدل متزايد مع الوقت وحتى 2008. إن إسهام الإيرادات النفطية يصل إلى أكثر من نحو 90% من الناتج المحلي الإجمالي، ما يعنى أن الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي ناتجة عن زيادة في الأسعار (أسعار النفط)، وليس نتيجة لزيادة إنتاج حقيقي وبالتالي زيادة في الإيرادات الضريبية.

الشكل (1) الناتج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي بالأسعار المحلية الجارية



المصدر: بيانات الحسابات القومية للبنك الدولي، وبيانات الحسابات القومية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي - مؤشرات التنمية العالمية - تحديث حتى تاريخ 2015/11/12

إن الادخار (بمعنى الاستغناء عن الاستهلاك) هو شرط ضروري للاستثمار في أي اقتصاد، ولكنه ليس شرطاً وحيداً وهناك إمكانية إيجاد بديل. فالفوائض المالية يمكن أن تكون البديل ولو لمرحلة من المراحل، تعمل على خلق فرص الائتمان، كما أن الخصخصة بديل، يمكن البدء بها لانطلاقة التنمية. والمقصود هو التأكيد على إمكانية استغلال البدائل المتوفرة حسب ظروف كل بلد لتأسيس اقتصاد حقيقي؛ وهذه البدائل قد تتوفر من إيرادات بيع المواد الأولية أو الاقتراض أو غيرها، يكون الادخار ضمن دائرته¹.

1 مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE. "تعبئة المدخرات الرأسمالية في بلدان العالم الثالث هل تكون وسيلة لتشجيع عملية التنمية"، ألمانيا، هانز-جيرت براون، 2003/4/8، ص 5.

4-3-3 درجة انفتاح الاقتصاد الليبي على العالم الخارجي

تفيد البيانات الخاصة بدرجة الانفتاح في تحليل مستوى التداخل والاعتماد المتبادل بين الاقتصاد الوطني والاقتصاد الدولي. وقد تتوصل البحوث إلى استنتاجات معينة حول التبعية الاقتصادية Economic Dependency للاقتصاد المحلي، فيما يعرف بالخصائص الدولية للتخلف الاقتصادي International Aspects of Economic Underdevelopment، بصورة أساسية في التجارة الخارجية سواء من ناحية التصدير وضيق السوق المحلية عن استيعاب المنتجات الأولية والسلع الخام، أو من ناحية الاستيراد لحاجتها إلى المواد والسلع المصنعة الضرورية اللازمة لعملية التنمية.¹ بالإضافة إلى اعتمادها على أشكال التمويل الخارجي كالقروض والاستثمارات لتغطية الفجوة بين الاستثمار المطلوب والادخار المتحقق، خاصة في الدول النامية غير النفطية، يضاف إلى ذلك حاجة الدول إلى استيراد الخبرات والتكنولوجيا الأجنبية لتتماشى مع نوعية ما ينتج من سلع في السوق الدولية.

يعبر عن الانفتاح الاقتصادي بنسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي أي أن: مؤشر الانفتاح $= \frac{X+M}{GDP}$ ، حيث (X تمثل الصادرات)، و (M تمثل الواردات) و (GDP تمثل إجمالي الناتج المحلي). أما درجة الانفتاح فهي لغرض المقارنة، حيث ينسب مؤشر الانفتاح للبلد المقارن به (البلد المشار له أو التأشيرى).

درجة الانفتاح = مؤشر انفتاح القطر المعني ÷ مؤشر انفتاح تأشيرى

ويمكن أن تعتمد درجة الانفتاح على نسبة الواردات إلى إجمالي الناتج المحلي، حيث ينسب المؤشر لمتوسط الواردات $= \frac{M}{GDP}$ ، وتكون: (درجة الاعتماد على الواردات = مؤشر الاعتماد على الواردات

1 هجير، عدنان زكي. "اقتصاديات الانكشاف" المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد الثالث - العدد السابع، بغداد: العراق، 2005. ص 23.

للقطر المعني ÷ المؤشر التأشيرى)، للاعتماد على الواردات، وقد يحسب مؤشر الانفتاح بنسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالى: مؤشر الانفتاح = $\frac{X}{GDP}$. إن عمق الدلالة نتيجة ارتفاع درجة الانفتاح الاقتصادى هى تجذر تبعية الاقتصاد الوطنى للمتغيرات الخارجىة. وتهدف التنمية إلى التقليل من التبعية، أى تقليل أثر العوامل الخارجىة على سير النشاط الاقتصادى الوطنى، لا العزلة عن العالم.

وهناك مسألتان ينظر إليهما عند تقييم درجة الانفتاح إيجابياً أو سلبياً، الأولى هى ارتفاع الكفاءة الإنتاجىة للاقتصاد الوطنى المعبر عنها بالمستوى المعيشى للسكان، والثانىة، هى نسبة ما تشكله تجارة ذلك القطر من التجارة الدولىة.¹

يمكننا التعرف على درجة الانفتاح للاقتصاد اللبىى، حيث تتراوح نسبة الواردات إلى الناتج المحلى الإجمالى ما بين 20% و 25% بينما يبلغ متوسط نسبة إجمالى التجارة الخارجىة إلى الناتج المحلى الإجمالى أكثر من 75% خلال الفترة 1970-، 1988²، وهى فترة زمنية تسبق الفترة المحددة بالجدول (4-1-ب)، والى تعطى دلالة على هذه النمطىة فى أداء الاقتصاد اللبىى، حيث تراوحت درجة الانفتاح فى الاقتصاد اللبىى للفترة المحددة بالجدول (4-1-ب) بين حوالى 27.4% فى سنة 2013 بمعيار الميل المتوسط للواردات، بينما بلغت درجة الانفتاح لنفس الفترة بين 68% سنة 2011 بمعيار نسبة التجارة الخارجىة، وتم استثناء نسبة الانفتاح لسنة 2011 حيث لا يعتد بها نظراً للأحداث التى مرت بها البلاد، والى أثرت فى الصادرات والواردات بشكل استثنائى، فإن باقى النسب لا تتباين كثيراً حول نمط الاقتصاد اللبىى، ومعدلات الانفتاح على العالم الخارجى منذ اكتشاف النفط تقريباً³.

1 هجىر، عدنان. 2005. المصدر السابق نفسه، ص 24، 26.

2 بوسنىة، وآخرىن. 1997. مرجع سىق نكره، ص 24، 8.

3 مصرف لبىيا المركزى، التقارير الإحصائىة، أعداد مختلفه.

أما عن بعض المؤشرات الأخرى فهي على الوجه التالي:

مليون دينار

جدول (4-1-ب): قياس درجة انفتاح الاقتصاد الليبي

2013	2012	2011	2010	2009	2008	البيان
117,675.00	117,675.00	43,385.10	86,288.90	86,288.90	89,260.30	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية
76,893.00	78,496.00	15,843.00	46,319.00	77,021.60	59,182.20	الصادرات
32,243.00	33,243.00	13,664.00	27,503.00	26,483.60	22,303.80	الواردات
%65.3	%66.7	%36.5	%53.7	%89.3	%66.3	درجة الانفتاح بمقيار الميل المتوسط للصادرات
27.4%	28.2%	31.5%	31.9%	30.7%	25.0%	درجة الانفتاح بمقيار الميل المتوسط للواردات
109,136.00	111,739.00	29,507.00	73,822.00	103,505.20	81,486.00	التجارة الخارجية
92.7%	95.0%	68.0%	85.6%	120.0%	91.3%	درجة الانكشاف بمقيار نسبة التجارة الخارجية

المصدر: مصرف ليبيا المركزي، عدة نشرات اقتصادية من 2008 إلى 2013

أ- بلغت نسبة إسهام قطاع الخدمات العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي نحو 31%، 19%، 27%، في السنوات 2011، 2012، 2013، على التوالي¹.

ب- تعد نسبة إسهام القطاع الصناعي متدنية، حيث بلغ إجمالي قيمة الإنتاج للصناعات الكبرى نحو 3.53 مليار دينار ليبي، وذلك لعدد 88 منشأة صناعية كبرى سنة 2009، بينما الإيرادات الضريبية منها بلغت 86.04 مليون دينار ليبي لنفس السنة².

¹ مصرف ليبيا المركزي، التقرير السنوي لعام 2014.

² مصلحة الإحصاء والتعداد ليبيا، النتائج الرئيسية لمسح الصناعات الكبرى لعام 2009. <http://bsc.ly> - طرابلس، ليبيا.

4-3-4 عدد السكان في ليبيا:

حجم السكان قد لا يمثل مشكلة إلى حدٍ ما بالمقارنة بالإيرادات، حيث يمكن الاستثمار في العنصر البشري، والاعتماد على رأس المال الكثيف للتعويض عن نقص عدد السكان النسبي؛ في وجود إمكانية أن يستعويض واضعو السياسات الاقتصادية عن قلة عدد السكان بتكثيف عنصر رأس المال، أو جلبها، عند تنفيذ الخطط التنموية بما يتناسب وحجم الإيرادات للدولة، والجدول (4-2) يوضح تعداد السكان لبعض سنوات الفترة 1950-2006.

الجدول (4-2): تعداد السكان الليبيين خلال بعض السنوات □

السنة	العدد الكلي (نسمة)
1954	1,088,889
1964	1,564,369
1973	2,249,237
1984	3,642,576
1995	4,799,065
2006	5,657,692

المصدر: الهيئة العامة للمعلومات، الكتيب الإحصائي - طرابلس، ليبيا - التعداد الرسمي للسنوات المذكورة.

لقد تبين من الإحصائيات أن عدد أفراد الأسر الليبية المقيمة حسب تعداد سنة 2006م قد بلغ (886,978) أسرة وبنسبة نحو 90.4% من مجموع الأسر المقيمة في هذه السنة، وأن عدد أفراد الأسر الليبية قد بلغ (5,320,894) فرداً، وبذلك يصبح متوسط حجم الأسرة الليبية في حدود (6.0) أفراد للأسرة الواحدة، حسب النتائج النهائية لتعداد 2006. ومن ناحية ثانية بلغ عدد الليبيين المشتغلين فعلاً ما مجموعه (1,328,286) فرداً، يشكلون نسبة (79%) تقريباً من إجمالي السكان الليبيين العاملين اقتصادياً، وأن معدل البطالة بين أفراد قوة العمل الليبية يقدر بحوالي (20.74%) وهذه النسبة ترتفع بين الذكور إلى حوالي (21.55%) وتتنخفض بين الإناث إلى حوالي (18.71%). إن معدل الإعالة لكل فرد من السكان الليبيين العاملين اقتصادياً يقدر بحوالي (3.16) فرد، أي أن كل فرد من السكان الليبيين العاملين اقتصادياً يُعيل بالمتوسط ثلاثة أفراد بما فيهم نفسه وذلك خلال تعداد

2006، والجدير بالملاحظة أن هذا المعدل بلغ (3.99) أفراد حسب نتائج التعداد في عام 1995 وذلك خلال تعداد 1995 كما أن هذا المعدل وحسب نتائج التعداد في عام 1984 كان في حدود (4.74) أفراد ، وبذلك فإن معدل الإعالة انخفض من حوالي خمسة أفراد لكل فرد مشغل في عام 1984 إلى ثلاثة أفراد لكل فرد مشغل بمن فيهم هو نفسه في عام 2006.¹ هذه المعدلات المرتفعة من الإعالة تزيد من استنزاف الدخل، وتضعف القدرة الادخارية لدى الأفراد ما ينعكس سلبياً على قدرة الأفراد، وبالتالي على قدرة الاقتصاد على تعبئة المدخرات.

من الجدول رقم (4-3) يتضح أن معدل الإعالة مرتفع، حيث بلغ 3.14، وأن هناك 145494 أسرة لا عائل لها، أي أنها على الأغلب تتحصل على معاش ضمان من الدولة، وبالتالي زيادة في جانب الإنفاق بالميزانية العامة. وإذا أضفنا إلى هذا الرقم عدد الأفراد اللذين يعولون خمسة أفراد وعددهم 384321 فرد يعولون أسراً تتكون من (6) أفراد في المتوسط بمن فيهم الشخص نفسه، وقد يطبق عليهم القانون رقم (15) لسنة 1981 بشأن المرتبات. وإذا ما قمنا بحساب نسبة مجموع أفراد الأسر الذين لا عائل لهم، وأفراد الأسر اللذين لهم فرد واحد عامل، إلى مجموع عدد السكان؛ لبلغت النسبة تقريباً 60% من نسبة السكان في ليبيا. مع عدم عرض الكثير من المؤشرات التي لا مجال لعرضها، لمحدودية موضوع البحث، والتي قد تبحث في موضوع بحثي آخر. يبين العرض السابق المستوى المعيشي المتاح لمعظم الليبيين، بهدف الوصول إلى علاقة معدل الإعالة ونسبة الاستهلاك من الدخل المتاح، الذي يمكن من خلاله التصرف بجزء منه للإنفاق واستقطاع جزء للادخار، وحيث أن العلاقة طردية بين ارتفاع معدل الإعالة والزيادة في نسبة الاستهلاك، بينما العلاقة عكسية مع معدل الادخار، وبالتالي قد يكون ارتفاع معدل الإعالة مؤشراً على انخفاض

1 هيئة التعداد السكان، تعداد 2006. طرابلس: ليبيا.

الميل نحو الادخار، والذي يمثل الهدف الرئيس لسوق الأوراق المالية لتعبئته وإعادة توجيهه نحو الاستثمار الأمثل.

جدول (3-4) التوزيع العددي والنسبي للأسر الليبية المقيمة في ليبيا

حسب عدد العاملين اقتصاديا فيها

معدل الإعاقة	%العاملين إلى غير العاملين	عدد الأفراد غير العاملين	عدد الأفراد العاملين	% من إجمالي عدد الأسر	عدد الأسر	عدد الأفراد العاملين اقتصاديا في الأسرة
لا عائل	0.0%	872,964.00	-	16.4%	145,494	لا يوجد بها أفراد عاملون اقتصاديا
5.00	20%	1,921,605.00	384,321.00	43.33%	384,321	يوجد فرد واحد عامل اقتصاديا
2.00	50%	927,228.00	463,614.00	26.14%	231,807	يوجد بها فردان عاملان اقتصاديا
1.00	100%	191,409.00	191,409.00	7.19%	63,803	يوجد بها ثلاثة أفراد عاملين اقتصاديا
0.50	200%	123,106.00	246,212.00	6.94%	61,553	يوجد بها أربعة أفراد فأكثر عاملين اقتصاديا
3.14	32%	4,036,312.00	1,285,556.00	100%	886,978	المجموع

المصدر: الهيئة العامة للمعلومات والتوثيق، تعداد السكان - تعداد 2006 - طرابلس ليبيا (مستخدم من الباحث)

هذه الملاحظة يمكن أخذها في الاعتبار ضمناً مع كل مؤشر مبين في أجزاء مختلفة من البحث إلى أن نتاج دراسة حول علاقة معدل الإعاقة ومعدل الادخار.

4-3-5 تأثير معدل التضخم

إن الخاصية الأساسية للتضخم هي وجود اتجاه تصاعدي مستمر في الأسعار، بمعنى قبول الرأي السائد أن التضخم يعني ارتفاع الأسعار¹. أن المستوى العام للأسعار له تأثير عكسي على القدرة الشرائية للنقود، ما يؤدي إلى ضعف الثقة في العملة النقدية واتخاذ إجراءً حمائيًا لمدخراته، ومحاولة إيجاد عائد على استثمار النقود يعوض عن خطر التضخم، من خلال الاستثمار في الأصول المالية في سوق الأوراق المالية². يتباين تأثير التضخم على أداء أسواق الأوراق المالية بتباين

¹ ستانليك. 1992. ص 261.

² الدعيمي، عباس كاظم. 2010. ص 353.

معدلاته، فعند معدلات التضخم المنخفضة يكون التأثير إيجابياً، إلى أن يرتفع بمعدلات تتراوح ما بين 10%-40% يصبح تأثير سلبي على أسواق الأوراق المالية.¹

يبين الجدول (4-4) تصاعد وتيرة الأرقام القياسية ومعدلات التضخم طيلة السنوات المذكورة، وتتسم معدلات التضخم بالتذبذب ما بين معدلات تضخم مقبول خلال السنوات من 2003-2007، ثم الارتفاع مع بداية التداول بسوق الأوراق المالية الليبي ليصل في منتصف 2016 إلى حوالي 19%، ومع استمرار ارتفاع الأرقام القياسية للأسعار بوتيرة تصاعدية خلال الفترة المحددة وزيادة معدلات التضخم، يصبح تأثير التضخم سلبي على أداء سوق الأوراق المالية الليبي، ما يعكس الخلل الهيكلي في الاقتصاد.

جدول (4-4) تطور معدل التضخم والرقم القياسي العام للسنوات (2007-2011) (2003 = 100)

السنة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
*الرقم القياسي العام (2003)	100	101.3	103.9	105.5	112	123.7	126.7
معدل التضخم		%1.30	%2.57	%1.54	%6.16	%10.45	%2.43
السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	حتى 2016/6/30
*الرقم القياسي العام (2003)	129.8	150.4	159.6	163.9	167.7	184.2	219
معدل التضخم	%2.45	%15.87	%6.12	%2.69	%2.32	%9.84	%18.89

*المصدر: وزارة التخطيط - مصلحة الإحصاء والتعداد، والمصرف الدولي - مؤشرات التنمية العالمية - بتاريخ: 2015/11/12

4-3-6 معدل الفائدة المصرفية:

إن ترك تحديد معدل سعر الفائدة المصرفية لمستويات التوازن بين العرض والطلب على النقد، يعد حل من الحلول التي تهدف إلى زيادة القدرة التمويلية للمستثمر، نحتاج إلى إعداد دراسة دقيقة للتعرف على قدرة الاقتصاد في ليبيا نحو تطبيق هذا النهج الاقتصادي في المستقبل²، بشكل ربما يفيد في معالجة الفجوة بين الادخار والاستثمار، التي نعرض لها في الفقرة التالية.

¹ يونس، مفيد ذنون. "العوامل المؤثرة في تطور أسواق الأوراق المالية العربية". مجلة تنمية الراقدين، المجلد 30، العدد 92، (2008). ص: 22-10.
² قرار المؤتمر الوطني العام بإلغاء الفائدة على القروض من المصارف التجارية، قانون رقم (1) لسنة 2013م في شأن منع المعاملات الربوية، والقانون رقم (7) لسنة 2015م بتعديله.

4-3-7 الادخار والاستثمار والتمويل المحلي:

هناك ترابط قوي بين الادخار والاستثمار ضمن منظومة السياسات الاقتصادية، وتزيد أهمية هذه العلاقة طردياً بزيادة قدرة الادخار على تمويل الاستثمار، وبشكل دقيق عند زيادة معدلات الادخار بالتزامن مع نمو متواصل وزيادة في معدلات التراكم في الاستثمار. وفي الواقع، يوجد في أغلب الاقتصاديات بمختلف الأنظمة فارق أو فجوة بين الادخار والاستثمار، وتتنوع المعالجات الاقتصادية من بلد لآخر؛ يكون الفارق سلبياً عندما تزيد قيم إجمالي الاستثمار على قيم إجمالي الادخار المحلي، ويترتب عليه ظهور فجوة تمويلية سالبة، ويصبح من الضروري اتخاذ مختلف السياسات الاقتصادية المناسبة لسد هذه الفجوة، والعكس يكون حيث الفجوة التمويلية الموجبة لدى الدولة ووجود فائض في التمويل لا يقابله قدرة استيعابية لهذا الاستثمار - وهذا ما أشار إليه معظم الكتاب الاقتصاديين عن فوائض الدول المصدرة للنفط - ولتحقيق التوازن في الأمد الطويل من الضروري تحقيق معدل مقبول من النمو الاقتصادي الذي يتعادل فيه الادخار والاستثمار المتوقع، من جانب آخر فإن زيادة الادخار على الاستثمار تسبب انخفاضاً في مستوى الدخل القومي والإنتاج، وذلك لتسرب جزء من الدخل، الذي يمثله مخصص الادخار، دون أن يتم استثماره كاملاً.¹

وقد تعتمد بعض الدول لسد فجوة الموارد التمويل الأجنبي بمختلف أنواعه، وهو أمر يبدو للوهلة الأولى أنه خيار سهل، إلا أن به محاذير يجب توخّذ في الحسبان منها:

- 1- أن تكاليف الاعتماد على التمويل الأجنبي باهظة، وله حساباته الدقيقة.
- 2- يعدّ مصدراً غير دائم، وقد يلحق بشروط يعجز عنها الاقتصاد الوطني.
- 3- له آثار سلبية على معدلات الادخار المحلية، إن لم تُوفَّ الشروط الاستثمارية.

1 بن ناصر، وهبية. "التمويل المحلي ودوره في عملية التنمية المحلية" مجلة البحوث والدراسات القانونية والسياسية، الجزائر، 2013. المجلد 3 العدد 2، الصفحة 111،88.

وقد عانت معظم البلدان النامية من عجز التمويل المحلي في خططها التنموية، وخاضت العديد من التجارب لسد الفجوة التمويلية لديها، واتخذت سياسات اقتصادية منها ما حقق نجاحات، والآخر أخفق. مما سبق يمكن تطبيق حساب الفرق بين الادخار المحلي الإجمالي والاستثمار المحلي الإجمالي على الاقتصاد الليبي، وبالتالي يمكننا من خلاله استتباط درجة التعادل بينهما أو بيان مدى الفجوة القائمة بينهما.¹

يبدو واضحاً من خلال البيانات المعلنة، عن الناتج المحلي والادخار والاستثمار، أنه لا توجد حاجة لتغطية الاستثمار المحلي عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر، وأن الفجوة التمويلية في ليبيا إيجابية، بمعنى زيادة الادخار العام على الاستثمار، ووجود كفاية في التمويل عن طريق الفوائض المالية الناتجة عن تصدير النفط، على مدى السنوات الفائتة ما يبرز بعض الملامح المهمة عن تمويل الاستثمار في ليبيا، يمكن التتويه عنها بالتالي:

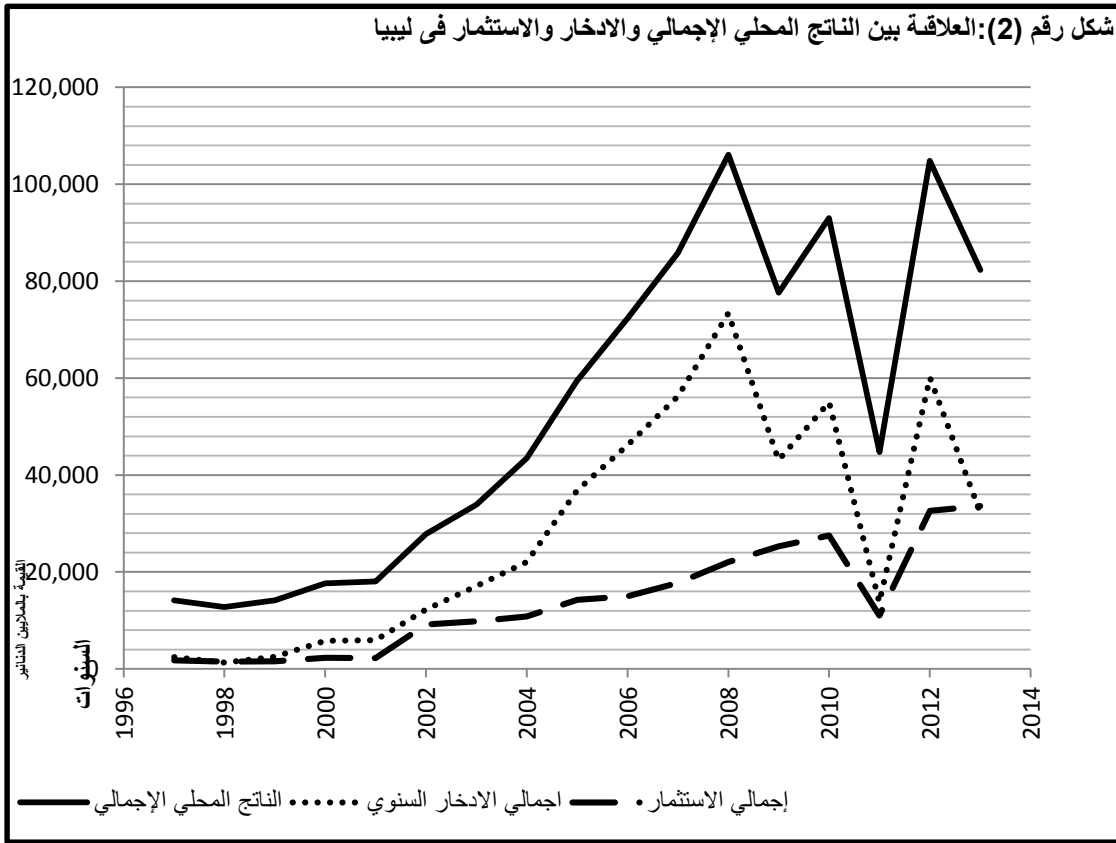
حجم المدخرات الوطنية يفوق حجم الاستثمارات الفعلية المحلية، وتبين بعض الدراسات أن الاستثمار المالي في الخارج ناتج عن هذه الفوائض، وأن ليبيا مصدر لرأس المال بعكس معظم البلدان النامية. أن حجم الاستثمار يحدد بالقدرة الاستيعابية للاقتصاد الليبي، وليس بحجم المدخرات، بل جرت العادة على أن تتم قرارات الاستثمار بمعزل عن مصادر التمويل، وكأن الأخير (رأس المال) مورد حر (free resource) ومؤكد الوجود بأي كمية.

إن نسبة الادخار من الدخل الوطني تبدو كبيرة، وتمثل ادخاراً اختيارياً عاماً وخاصاً، وبدلاً من انتهاز هذه الفرصة في التأسيس لاقتصاد حقيقي لم تبدل الجهات المسؤولة أي مجهود يذكر لتعبئة المدخرات المحلية، وجعل من ظاهرة التمويل الداخلي الصفة المهيمنة على تمويل الاستثمارات

¹ مزهود، هاجر. وشرابي عبدالعزيز، "الاستثمار الأجنبي المباشر: أي دور للفساد؟"، مجلة دراسات اقتصادية المجلد 4 العدد 3، قسنطينة: الجزائر، 2017، ص 277، 290.

المختلفة، وأهمل دور سوق المال في تعبئة المدخرات، الأمر الذي يحتم على الحكومات التالية تلافٍ مثل هذه السياسات.¹

كما يمكن أخذ لمحة سريعة من خلال الشكل رقم (2) الذي يعطي انطباعاً واضحاً، وبمقارنة بسيطة لهذا الشكل والشكل والشكل رقم (1) صفحة (83) يتضح توقف الزيادة المُطردة حتى سنة 2008، ومن ثم تذبذب الناتج المحلي الإجمالي وبالتبعية تتذبذب بيانات الادخار والاستثمار.



كما يبين الجدول (4-5) الفجوة التمويلية للفترة من 2006 إلى 2013، فيما بين الادخار المحلي والاستثمار المحلي في الاقتصاد الليبي، والتي تبين أن قيم إجمالي الادخار تفوق قيم إجمالي الاستثمار على طول الفترة المحددة بالجدول. تتميز الزيادات في قيمة الادخار بالتذبذب، ولكن بوتيرة مستمرة في الزيادة، وتتضاعف في أغلب السنوات لتصل أحياناً إلى ثلاث أضعاف الاستثمار

1 الحاسية، ميلود جمعة. "نماذج تمويل الاقتصاد في الجماهيرية"، مجلة دراسات في الاقتصاد المجلد العشرين، العدد الأول والثاني، بنغازي: ليبيا، 1984. ص 28،9.

تقريباً، ما يدل على وجود فوائض في المدخرات تحتاج إلى استخدام، والذي قد تفسره محدودية القدرة الاستيعابية للاقتصاد الليبي على استثمار هذه الأموال، وخروج هذه الفوائض في إجمالي الادخار المحلي للاستثمار بالخارج. يلاحظ أن نسبة تغطية الادخار المحلي للاستثمار المحلي بلغت كحد أقصى نحو 332% سنة 2008، ما يعنى وجود مدخرات تبحث عن فرص استثمارية.

جدول (4-5) تطور فجوة التمويل المحلي للمدة (2006-2013) مليون دينار

السنوات	النتاج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	اجمالي الادخار	إجمالي الاستثمار	فجوة التمويل	نسبة تغطية الادخار المحلي للاستثمار المحلي
2006	72,347.00	39,578.74	14,955.00	24,623.74	265%
2007	85,828.90	43,477.65	17,779.50	25,698.15	245%
2008	106,059.00	73,361.00	22,074.70	51,286.30	332%
2009	77,633.20	43,136.40	25,288.40	17,848.00	171%
2010	93,017.90	55,003.50	27,543.60	27,459.90	200%
2011	44,760.00	13,715.70	11,004.00	2,711.70	125%
2012	104,826.00	60,115.80	32,593.20	27,522.60	184%
2013	82,288.50	32,288.50	33,601.20	1,312.70-	96%

المصدر: البنك الدولي - نشرات عن مؤشرات التنمية العالمي تم تحميلها من موقع البنك الدولي على برنامج اكسل - تحديث 2015/11/12

من الجزء المتعلق بخصائص الاقتصاد الليبي التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على سوق الأوراق المالية الليبي يتضح أن ذلك الاقتصاد يعتمد على النفط، حيث بلغت النسبة نحو 95.4% من الإيرادات العامة سنة 2012 و 2013، وأن الجزء المتبقي من الناتج المحلي الإجمالي بعد استقطاع قيمة الاستهلاك المحلي، يعتبر على وجه التقريب هو ما يمثل عن ادخار محلي، وذلك لأجراء عملية مطابقة بين إجمالي الادخار المحلي مقابل إجمالي الاستثمار المحلي، لتوضيح الفجوة تمويلية، وقد تبين أن الادخار المحلي يفوق الاستثمار المحلي في معظم السنوات بالجدول. ويمثل الادخار العائلي أهمية كبير في تمويل التنمية، وتوفير السيولة اللازمة لسوق الأوراق المالية، وقد اتسمت المدخرات العائلية بالتذبذب، فحسب بيانات الجدول (4-5-أ) التي تضم بيانات مأخوذة

من دراسة لأسامة الجيلاني علي، من سنة 1980 وحتى 1999، فيمه استكملت باقي البيانات بتصرف الباحث. في هذه الفترة بالجدول المذكور قد تراوحت نسبة الادخار العائلي إلى الدخل العائلي الممكن التصرف فيه ما بين 30% سنة 1980 إلى 74% سنة 2008 وهذه النسب رغم تذبذبها إلا أنها مقبولة ويمكن تفعيلها عن طريق سوق الأوراق المالية الليبي، مع الاهتمام بالعوامل ذات التأثير على هذه المدخرات، منها معدلات التضخم، ومعدل الإعالة والذي يعتبر كبير بالنسبة لعدد السكان، ناهيك عن ارتفاع درجة انفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي وتشوّهه؛ بتركيزه على الواردات الاستهلاكية. ويعد من الضرورة العمل على توجيه هذه الأموال كدفعة قوية لانطلاقة التنمية عبر القطاع المالي ليعيد بدوره هذا الادخار لتأسيس بنية تحتية قوية، والعمل على زيادة القدرة الاستيعابية للاقتصاد، وزيادة الإنفاق الحكومي بهدف زيادة القدرة الادخارية لدخول الأفراد في المراحل الأولى على الأقل، وذلك تجنباً للآثار السلبية للإنفاق لمزاحمته للقطاع الخاص.

بالمليون دينار

جدول (4-5-أ): الادخار العائلي لعدة سنوات

السنة	الدخل العائلي الممكن التصرف فيه	الاستهلاك الخاص	الادخار العائلي	نسبة الادخار العائلي إلى الدخل المتاح
1980	9,916.40	2,795.30	7,121.10	72%
1985	7,506.60	3,223.90	4,282.70	57%
1990	6,954.10	3,964.00	2,990.10	43%
1995	8,983.60	6,275.90	2,707.70	30%
1999	12,150.20	8,513.50	3,636.70	30%
2006	64,348.74	18,610.00	46,996.74	73%
2007	75,520.38	20,985.00	53,445.18	71%
2008	91,463.01	23,168.00	67,637.01	74%
2009	65,557.16	24,875.00	40,682.16	62%
2010	79,261.25	27,325.00	51,936.25	66%
2011	36,683.90	20,798.00	15,885.90	43%

المصدر: * مصرف ليبيا المركزي، نشرات مختلفة، الحسابات القومية لليبييا** البنك المركزي نشرات تم تحميلها على برنامج إكسل -تحديث 2015/11/12

4-4 الاحتياطات والفوائض المالية في الاقتصاد الليبي

ركزت الدراسة في الفقرات السابقة على الفجوة بين الادخار والاستثمار، حيث كانت الفجوة إيجابية لصالح الادخار، وهو مؤشر مفيد اقتصادياً. إن الادخار المحلي عندما يكون عبارة عن كتل نقدية كنتيجة لتجميع عدة فوائض مالية تفوق القدرة الاستثمارية للاقتصاد قد تكون سبب لنشوهات في هيكل الاقتصاد الليبي، والأمثل تكوين ادخار محلي يبنى على نتائج اقتصاد حقيقي يعمل الادخار العائلي بفاعلية في تكوين المدخرات. ومن هنا يتم في البداية التعرف على تفاصيل الفوائض المالية في ليبيا.

1-4-4 الاحتياطات المحلية (لدى المصارف التجارية)

يفرض المصرف المركزي على المصارف التجارية نسبة معينة على مجموع الخصوم الإيداعية التي بحوزتها في لحظة من اللحظات، حسب السياسة النقدية للدولة، تحتجز لديه للاحتفاظ بها كاحتياطي نقدي إلزامي، وكسيولة لمواجهة السحوبات المتوقعة، ويعرف بنسبة الاحتياطي القانوني Required reserve ratio، وعندما تزيد هذه الاحتياطات عن النسبة المقررة من المصرف المركزي، يتكون ما يعرف بالاحتياطي الزائد أو فائض الاحتياطي القانوني Excess Reserves.¹

تبين بيانات الجدول (4-6) حجم المبالغ المطلوب الاحتفاظ بها كاحتياطي قانوني، حسب النسبة المقررة من المصرف المركزي، كما يبين حجم الفائض عن هذا الاحتياطي لدى المصارف التجارية. ويجني الاقتصاد الوطني فوائد كبيرة عند توجيه هذه الفوائض لتغطية الاستثمارات المحلية، بالإضافة لأهميته في ضخ السيولة اللازمة لزيادة كفاءة سوق الأوراق المالية. وتفوق قيم الودائع الزمنية قيم الودائع تحت الطلب على طول الفترة المحددة بالجدول، وهذا مؤشر على قدرة المصارف على الإقراض. إن نسب الاحتفاظ من الودائع تحت الطلب، التي يقررها المصرف المركزي، عادةً

1 ميلود جمعة الحاسية. 1995. مرجع سابق ذكره، ص 26.

أكبر من النسب التي يقررها على الودائع الزمنية، وهذا يتضح بجلاء في كمية النقد المحتفظ بها لدى المصارف، والتي يصل مضاعفها عن الاحتياطي النقدي المطلوب إلى ما يزيد عن ثلاثة أضعاف قيمة الاحتياطي النقدي المطلوب، حيث بلغت القيمة إلى ما يقرب من خمسة عشر مليار دينار ليبي سنة 2007، وما يمثل خمسة أضعاف القيمة المقررة كاحتياطي قانوني. كما يلاحظ أن استمرار هذا الفائض حتى في سنتي 2011 و2012 بنفس الوتيرة برغم الظروف الاستثنائية التي مرت بها البلاد، ليصل هذا الفائض إلى ما يزيد عن 35 مليار دينار، وهذا رقم ذو أهمية بالغة لو أسهم في زيادة القدرة الإنتاجية لقطاع الأعمال.

جدول (4-6) الاحتياطي النقدي والإلزامي للمصارف التجارية الليبية (2004-2016) (مليون دينار)

نهاية	ودائع لدى مصرف ليبيا المركزي			الاحتياطي النقدي الإلزامي* (2)	الزائد عن الاحتياطي القانوني (3)	%(2)/(3)
	ودائع تحت الطلب	ودائع زمنية	المجموع (1)			
ديسمبر 2004	1710.6	4368.8	6079.4	1378.7	4700.7	%341
ديسمبر 2005	2444.8	6430.1	8874.9	1754.3	7120.6	%406
ديسمبر 2006	3448.7	7735.7	11184.4	2259.8	8924.6	%395
ديسمبر 2007	4970.7	13177.7	18148.4	3191.4	14957.0	%496
ديسمبر 2008	12969.1	19501.0	32470.1	8306.1	24164.0	%291
ديسمبر 2009	12948.5	25619.3	38567.8	9734.6	28833.2	%296
ديسمبر 2010	13251.5	30686.0	43937.5	11062.6	32874.9	%297
ديسمبر 2011	18728.7	27339.7	46068.3	11714.2	34354.1	%293
ديسمبر 2012	17203.4	35737.8	52941.2	13669.2	39272	%287
ديسمبر 2013	19364.6	44307.3	63671.9	16712.5	46959.4	%281
ديسمبر 2014	19317.8	37074.6	56392.4	15782.1	40610.4	%257
ديسمبر 2015	20863.2	24259.7	45122.9	14251.4	30871.4	%217
أبريل 2016	23833.6	23826.6	47660.2	14607.2	33053	%226

المصدر: مصرف ليبيا المركزي - النشرة الاقتصادية - أعداد مختلفة

* معدل الاحتياطي الإلزامي 20%، حسب تقرير تطور السياسة النقدية والمصرفية في ليبيا 2010، تقارير مصرف ليبيا المركزي.

ويصل الفائض لدى المصارف في سنة 2013 ما قيمته نحو 46.959 مليار دينار ليبي، هذه الفوائض يمكن استغلالها في زيادة نسبة سيولة السوق الليبي للأوراق المالية عن طريق خفض سعر

الفائدة على المقرضين من المؤسسات المالية الوسيطة داخل السوق التي عليها دور رئيس في تخفيض سعر التكلفة عند شراء وبيع الأصول المالية المطروحة بسوق الأوراق المالية، وبالتالي يزيد من تنشيط سوق المال بما يؤديه من زيادة في عمليات السوق وقيم التداول وبالتالي زيادة أسعار الأسهم التي بدورها تزيد رأس مال الشركات المدرجة، وفي النهاية زيادة القيمة السوقية.

4-4-2 الاحتياطات الدولية

المعاملات الدولية لها خاصية عن المعاملات الداخلية، حيث إنها تستوجب تسويتها بالعملة الصعبة. وتوفر كل دولة الاحتياطات الدولية بالحجم الملائم من العملات الصعبة؛ للحفاظ على مستوى من الثقة في الإدارة المالية للبلد، وتمكنها من حماية الاستهلاك المحلي والإنتاج والنمو الاقتصادي، من الانخفاض المؤقت أو الموسمي في أسعار وعوائد الصادرات و/أو الارتفاع المفاجئ في أسعار الواردات، كما أنها تساعد في دعم سياسة استقرار الصرف سواء بتخفيف تقلبات سعر الصرف أو المحافظة على قيمة العملة ثابتة، ما يعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب على هذه العملة، شأنه في ذلك شأن سائر الأثمان المختلفة. فسعر الصرف لعملة أي بلد يتوقف على مركز الدولة في مبادلاتها الخارجية، ولذا كان من الضروري مراقبة هذا المركز الحيوي للدولة، لوجود علاقة بين سعر الصرف وسعر السهم بالنسبة لجذب المدخرات الخارجية. وبالرغم من أن تكوين الاحتياطات الدولية أمر مهم بالنسبة للاقتصاد الوطني إلا إنه عند حيازتها هناك حالة لا تخلو من التكلفة تتطلب حسابات دقيقة، وأولها هي تكلفة الفرصة البديلة opportunity cost المتمثلة في العوائد التي يضحى بها البلد فيما لو قام باستخدام هذه الموارد السائلة في شكل استثمارات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل. وتعدّ الاحتياطات أصولاً مالية يتكون أغلبها من عملات صعبة يمكن استخدامها في بدائل ذات عائد كبير. يستخدم مصطلح السيولة الدولية غير المشروطة، في الغالب، كمرادف لمصطلح الاحتياطات الدولية، التي يقصد بها " تلك الأصول

الخارجية التي تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية، والتي تتحكم فيها من أجل التمويل المباشر لاختلال المدفوعات، والسيطرة على حجم الاختلال عن طريق التدخل في أسواق الصرف للتأثير في معدل الصرف و/أو لأغراض أخرى" (صندوق النقد الدولي، 1993). إن هذا التعريف، يشترط في الاحتياطات الدولية عدة معايير هي¹:

أن تكون قابلة للتحويل إلى أصول (عملات) أخرى convertibility ومتاحة بسهولة وخاضعة لسيطرة السلطات النقدية، والأصول المتاحة بسهولة تعني أنها سائلة وقابلة للتحويل متى نشأت الحاجة لذلك، أي أنها تشتري وتباع وتصفى بأقل تكلفة ممكنة.

يعدّ الذهب والعملات الأجنبية القابلة للتحويل والمركز الاحتياطي للبلد لدى صندوق النقد الدولي (حق السحب غير المشروط من الصندوق في حدود الشريحة الاحتياطية) وحق السحب الخاصة SDRs أصولاً احتياطية لأنها متاحة ومقبولة من قبل السلطات النقدية لمختلف بلدان العالم، وتستخدم في تسوية المدفوعات الدولية الناجمة عن تيارات التبادل السلعي والخدمي، وانتقال العمالة ورؤوس الأموال الدولية، وتصل حاجة البلدان المختلفة من هذه الاحتياطات إلى أدنى مستوى لها إذا تمتعت موازين المدفوعات بحالة من التوازن، ثم تزداد الحاجة إلى استخدامها مع زيادة معاناة هذه الموازين للاختلالات التي تصيبها، ولقد بلغ إجمالي الاحتياطات في ليبيا 14642.9 مليون دولار عام 2001 و كان نصيب إسهام كل من (العملات الأجنبية من إجمالي الاحتياطات 92% ، DRs 4% ، الحساب في IMF 3% ، و الذهب 1%)، لتصل هذه الاحتياطات إلى حوالي (91.70) مليار دولار و(112.24) مليار دولار سنتي 2008 و2013 على التوالي، كما هو في الجدول (4-7) التالي.

¹ صندوق النقد الدولي. "دليل ميزان المدفوعات (BPM5) Balance of Payments Manual (fifth edition)", الإصدار الخامس، واشنطن، 1993.

وفيما يتعلق بمدى كفاية الاحتياطيات الدولية تشير بعض الدراسات المتعلقة بمستوى الاحتياطيات إلى معدل عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات كأفضل مؤشر لتحديد كفاية الاحتياطيات، والأكثر استخداماً، خاصة بالنسبة للبلدان النامية، حيث يرى أنصار هذا المؤشر، ومنهم صندوق النقد الدولي، أن الواردات هي أهم بنود ميزان المدفوعات نظراً لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلي والإنتاج الجاري والنمو الاقتصادي، ومن ثم فإن هذا المقياس يربط بين الاحتياطيات وأهم المصروفات بالعملات الأجنبية¹. عليه فإن اللجوء إلى استخدام الاحتياطيات في أوقات العجز الطارئ يضمن للدولة تدفق وارداتها الضرورية ويجنبها السياسات الاقتصادية غير المرغوبة التي تضطر الدولة إلى اتباعها في حالة عدم كفاية احتياطياتها، مع العلم أن أنصار هذا المؤشر يرون أن نسبة تتراوح ما بين نحو 25% كحد أدنى وحوالي 40% كحد أعلى من قيمة الواردات (أي من 3 إلى 5 شهور من تغطية الواردات) تعد مستوى ملائماً للاحتياطيات².

إن الاقتصاد الليبي يتميز بارتفاع درجة التركيز السلعي للصادرات وبدرجة عالية من التنوع للواردات، لذا من الملائم استخدام نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الواردات (R/IM) كمؤشر على مدى كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الليبي، واعتبار عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات والتي تعدّ الاحتياطيات من خلالها كافية في الاقتصاد الليبي هي ستة أشهر. يتضح من الجدول (4-7)، وبعد حساب عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات الرسمية خلال الفترة (1990-2014)، أي نسبة الاحتياطيات إلى الواردات، يتبين أن مستوى حيازة الاحتياطيات في الاقتصاد الليبي أعلى من المعدلات الكافية، وخاصة في السنوات (1999 - 2000 - 2001).

¹ الفضلي، عيسى صالح. "دور الاحتياطيات الدولية في تمويل الاستثمار الخاص المحلي في ليبيا"، مجلة دراسات في الاقتصاد و التجارة - المجلدان الثاني والعشرون والثالث والعشرون، 2003. ص 4، 29، 4.

² زليبي، بلقاسم. "كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 7، وهران: الجزائر، 2009. ص 45، 74. للمزيد: (Robert Triffin et al. "International Monetary Policies", Postwar Economic Studies, Washington-September, No:7, 1947.)

الجدول رقم (4-7) الاحتياطات الدولية خلال الفترة (1990-2014) (مليار دولار)

عدد الشهور التي تغطيها الاحتياطات من الواردات $12 \times (IM \div R) =$	الواردات (IM)	الاحتياطات (R)	السنة
14	5.60	6.32	1990
14	5.61	6.52	1991
16	4.72	6.19	1992
10	5.27	4.31	1993
13	4.14	4.47	1994
17	4.89	6.84	1995
19	5.24	8.10	1996
21	5.50	9.39	1997
19	5.82	9.19	1998
25	3.57	7.47	1999
46	3.54	13.58	2000
43	4.08	14.64	2001
43	4.61	16.71	2002
69	4.30	24.79	2003
57	6.63	31.28	2004
107	5.90	52.65	2005
146	6.19	75.42	2006
53	17.72	78.78	2007
53	20.78	91.70	2008
54	22.23	99.54	2009
48	25.42	101.76	2010
116	10.85	104.97	2011
55	25.66	117.95	2012
39	34.50	112.24	2013
36	28.95	86.32	2014

مصرف ليبيا المركزي، وبيانات التجارة الخارجية (بيانات ميزان المدفوعات)، أعداد مختلفة.

إن مدى الاحتياطي الدولي لدى مصرف ليبيا المركزي من العملة الصعبة مقابل تغطية الواردات المحتمل، وحسب الاحتياج لها سواء لاستيراد السلع الاستهلاكية أم السلع الاستثمارية. وأن هذه الاحتياطات بلغت من الزيادة إلى ما يصل حد تأمين قيم الواردات لأكثر من عشر سنوات؛ كما في سنة 2006، حيث تصل قيمة الاحتياطات الدولية إلى ما يمكن أن يغطي 145.2 شهراً من

قيمة الواردات المحتملة. وهذه مبالغ ليس من الحكمة اكتنازها في خزانة المصرف المركزي وخروجها من دائرة الاستثمار، بما يمثل تسريباً واضحاً من الناتج المحلي الإجمالي، وما يزيد الأمر سوءاً أنها مقابل استخراج من ثروات البلاد الناضبة والمحدودة العمر، وتعتبر ضماناً للأجيال القادمة في توفير اقتصاديات قوية، واستثمارها الاستثمار الأمثل.

4-4-3 وحدات الضمان الاجتماعي والتقاعد وشركات التأمين:

هي وحدات أو مؤسسات لها أصولها وعليها التزاماتها وتشتغل بالمعاملات المالية لحسابها الذاتي، وظيفتها الرئيسية، توفير ضمان اجتماعي، وتوفير منافع التقاعد، وتوفير التأمين على الحياة وغيرها من أشكال التأمين للأفراد والمؤسسات. وهذه الوحدات بوجه عام تهدف إلى¹:

- تحقيق الأمن الاقتصادي للأفراد والعائلات.
- تعتمد على خطة تسمى خطة ادفع بينما تعمل.
- يعتمد دخلها على إسهامات العاملين الحاليين وتمويل المستفيد من الحاليين.
- تحرك هذه المدخرات وتوجهها نحو المجالات الاستثمارية المتعددة.
- تؤدي دوراً كبيراً في تنشيط الاستثمارات المالية وغير المالية.
- أصبحت المؤسسات التأمينية ضمن مجموعة الشركات الأعلى ثروة في العالم.
- تمثل الدول المتقدمة الجزء الأكبر من أسواق التأمين العالمية.

إن هذه الوحدات تمتلك، من وقت لآخر، فوائض مالية ضخمة يمكن إسهامها في الاستثمار العام والخاص. ويتضح من البيانات الموضحة بالجدول (4-8) أن هناك تذبذب في حجم هذه الأموال من سنة لأخرى. ويمثل الفائض زيادة في القدرة المالية للدخول في استثمارات وتمويل مشاريع قد يكون لها عائد، وفي نفس الوقت تغطي عجزاً للمشاريع التي قد تحتاج إلى تمويل. حيث أن الفرق

1 صندوق الضمان الاجتماعي الليبي، تقارير الصندوق الإحصائية - الموقع <http://ssf.ly/?p=2042> - ص 24

بين الإيرادات والمصروفات يمثل فائضاً بلغ في سنة 2008 حوالي 1.1 مليار دينار ليبي، ليصل هذا الفرق إلى أدنى مستوى سنة 2011 إلى 136.39 مليون دينار ليبي. وبالمقارنة بين حركة الإيرادات المحصلة والمصروفات الفعلية لصندوق الضمان الاجتماعي خلال السنوات 2005-2011 فإن هناك زيادة في الإيرادات عن المصروفات بشكل ملحوظ بين سنتي 2007 و2008، حيث زادت الإيرادات من نحو 1.3 مليار دينار ليبي إلى حوالي 2.2 مليار دينار ليبي في حين انخفضت الإيرادات بين 2010 و2011 من حوالي 2.1 مليار دينار إلى 1.4 مليار دينار وفي نفس الوقت يلاحظ الاستقرار النسبي في المصروفات خلال المدة المبينة بالجدول.

ويمكن أن نستخلص مما سبق ذكره في هذا الفصل أن القدرة المالية للاقتصاد الليبي المتمثلة في المدخرات العامة والفوائض المالية، يمكن استخدامها كدفعة قوية للتنمية، بالتوازي مع التخطيط لزيادة القدرة الاستيعابية للاقتصاد، وذلك بالعمل على وضع خطة استثمارية، وخطة تنمية شاملة. إن الفوائض المالية سواءً لدى الدولة أو الاحتياطيات الدولية أو لدى المصارف التجارية أو لدى صندوق الضمان الاجتماعي يمكن أن تسهم في إعادة توزيع الدخل وبالتالي الإسهام في زيادة الدخل المتاح بهدف زيادة معدلات الادخار، إن زيادة عرض الأموال الجاهزة للاستثمار يترتب عليها، التقليل من القيود على العرض، ومن الضروري أن يتم الاهتمام والتركيز على جانب الطلب على هذه الأموال. ويتضح أن سوق المال في ليبيا قد تجاوزت فيه الفوائض الحد المطلوب - فوائض لدى المصارف التجارية والفوائض الخاصة بالاحتياطيات والصندوق الضمان والادخار العائلي - في مقابل الحاجة الماسة لتمويل الاستثمار في مشاريع التنمية والبنية التحتية بوجه خاص، يقابل ذلك تقييد الاستثمارات أمام المصارف (قانون المصارف)، مع ضعف القطاع الخاص (الأعمال) الذي يزيد من ضعف جانب الطلب.

جدول (4-8): الإيرادات والمصروفات لصندوق الضمان الاجتماعي (مليون دينار)

السنوات	الإيرادات	المصروفات	قيمة الفوائض	نسبة الفوائض إلى الإيرادات
2005	1206.43	847.47	358.96	%30
2006	1380.54	898.93	481.60	%35
2007	1293.01	953.98	339.04	%26
2008	2162.14	1042.85	1119.29	%52
2009	1749.66	1180.43	569.23	%33
2010	2131.40	1360.27	771.13	%36
2011	1417.22	1280.83	136.39	%10

اصندوق الضمان الاجتماعي الليبي، تقارير الصندوق الإحصائية — ليبيا - الموقع <http://ssf.ly/?p=2042> 2015/12/18 (تم تفرغ البيانات من الشكل البياني - بتصرف)

5-الفصل الخامس: سوق الأوراق المالية بليبيا

5-1 تمهيد

لقد أشار القانون (21) لسنة 2001 بتقرير بعض الأحكام لمزاولة الأنشطة الاقتصادية في المادة رقم (10) للجهات التي تحددها اللجنة الشعبية العامة (سابقاً) أن تؤسس سوقاً للأوراق المالية وفقاً للشروط والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، وبصدور اللائحة التنفيذية لهذا القانون بموجب قرار اللجنة الشعبية العامة (سابقاً) رقم (53) لسنة (2004) تم تكليف مصرف ليبيا المركزي بالبداية في عمليات التعامل في الأوراق المالية، إلى أن يتم إنشاء سوق متكامل للأوراق المالية¹. لقد أوكلت مهمة إنشاء سوق الأوراق المالية إلى أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة (سابقاً) وذلك بموجب قرار أمانة اللجنة الشعبية العامة (سابقاً) رقم (105) لسنة (2005). أنشئ سوق الأوراق المالية الليبي بموجب قرار اللجنة الشعبية العامة (سابقاً) رقم (134) لسنة (2006) على شكل شركة مساهمة برأس مال قدره (20) مليون دينار ليبي، مقسم إلى مليوني سهم بقيمة اسمية قدرها 10 دنانير للسهم الواحد، وبموجبه تم إصدار النظام الأساسي، وتم قيدها في السجل التجاري بتاريخ 2007/07/01 تحت رقم (541)، ومقره الرئيسي في بنغازي. وتم تكليف مدير عام له وتشكيل لجنة إدارة له بموجب قرار اللجنة الشعبية / سابقاً رقم (244) لسنة (2006) قرارها رقم (384) لسنة (2006) على التوالي.

بافتتاح مقر سوق الأوراق المالية الليبي بمدينة بنغازي بتاريخ 2008/1/3 بدأ السوق نشاطه، وبعد عدة أشهر تم تعيين رئيس جديد للجنة الإدارية ومدير عام للسوق، وفقاً للقرار (436) لسنة 2008 الذي أصدرته اللجنة الشعبية العامة (سابقاً)، وتم في هذا القرار التعريف بالنظام الأساسي الجديد

¹ موقع سوق الأوراق المالية الليبي (الإنترنت) www.lsm.gov.ly - <http://www.libyastockmarket.com/index.asp>

لسوق الأوراق المالية الليبي، وبحق زيادة رأس مال السوق إلى 50 مليون دينار ليبي، ونقل المقر الرئيسي للسوق إلى مدينة طرابلس، وأوضح القرار أيضاً أن صندوق الإنماء الاقتصادي والاجتماعي يكتتب بكامل رأس مال سوق الأوراق المالية، مع جواز طرح جزء من حصته للاكتتاب من قبل الشركات الوطنية والأجنبية، على أن يتبع السوق لصندوق الإنماء الاقتصادي والاجتماعي. وحسب نص المادة (20) من النظام الأساسي المشار إليه أعلاه، فإن الأوراق المالية المتداولة في السوق تشمل ما يلي¹:

1. الأسهم، وسندات القرض الصادرة عن الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم.
2. حصص التأسيس.
3. سندات، وأذونات الخزنة العامة.
4. وحدات الصناديق والمحافظ الاستثمارية.
5. شهادات الاستثمار.
6. عقود السلع.
7. أية أوراق مالية أخرى يسمح بتداولها طبقاً للتشريعات النافذة.

في عام 2010 صدر القانون رقم (11) لسنة 2010 بشأن سوق المال الليبي الذي ينظم العمل في السوق، والذي نص على إلغاء كل ما يخالفه، و في سنة 2011، و بتاريخ 2011/12/12 تم تعديل النظام الأساسي للسوق بموجب محضر اجتماع الجمعية العمومية غير العادي الثاني لسنة 2011 المنعقد بذات التاريخ ، حيث تم قيده بالسجل التجاري تحت رقم 4525160 بتاريخ 2012/1/8. و قد تم انضمام سوق الأوراق المالية الليبي لبعض المنظمات الدولية التي أصبح للسوق عضوية فيها؛ وذلك لزيادة درجة الارتباط بالأسواق العربية والدولية، كالانضمام إلى منظمة

1 تشريعات وقوانين على موقع سوق الأوراق المالية الليبي، <http://ism.ly/Arabic/Legal%20Department/Legislation/Pages/Legislation.aspx>

الإيداع والقيود المركزي لدول أفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA) المنظمة الدولية للترقيم الدولي للأوراق المالية (ANNA) منظمة اتحاد أسواق المال الأفريقية (ASEA) اتحاد أسواق المال العربية وكانت البدايات مع بورصة عمان، وبورصة القاهرة، والإسكندرية، والهيئة العامة لسوق المال بمصر، وسوق لندن للأوراق المالية، وعدد من الجامعات والكليات والمراكز البحثية وشركات المقاصة. لقد تم سرد الخطوات والإجراءات الأولية لإنشاء السوق، وإظهار التتابع الخاص بالقرارات المتعددة، التي تخص تحديد التأسيس، والجهة التابع لها، والمقر، وتكليف المديرين، رأس مال السوق وزيادته، وهذا أمر قد يكون مطلوباً، بيد أن تحديد مقر السوق الرئيسي يتطلب معايير اقتصادية تضمن نجاحه، ثم تأتي أهمية دور الهيئة المشرفة للقرارات المنظمة لعمل السوق، بالإضافة لمعايير تولي المديرين الضرورية لنجاح السوق ولا دخل للأشخاص فيها، وأخيراً يكتتب صندوق الإنماء الاقتصادي والاجتماعي في رأس مال السوق بالكامل، وصندوق الإنماء هو أحد الشركات القابضة، وهذا يجعل استقلالية السوق مقيدة، والأهم هو أن هيئة سوق المال لا تتبع جهات عليا في الدولية لضمان فصل جانب التشريع والإشراف والرقابة عن جانب التنفيذ لسوق الأوراق المالية الليبي.

5-2 مقاييس تطور وقدرة سوق الأوراق المالية الليبي على جذب المدخرات:

يعد سوق الأوراق المالية مرآة للاقتصاد، وما تظهره النتائج على مستوى الاقتصاد المحلي من ضعف العلاقة بين الادخار والاستثمار، هو ما ستعكسه نتائج المؤشرات الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث ضعف أدائه وقلة كفاءته وضحاالته¹. يتم قياس تطور سوق الأوراق المالية، من جانبي الطلب والعرض على الأصول المالية، حيث تتحدد المشكلة في ليبيا بين مشكلة في العرض

¹ ينصف السوق بالضحالة عندما يكون ضعيف وقليل في جميع معدلاته وقيمه (الباحث وفق قواميس اللغة)

والتي تأتي من عرقلة وتقييد هذا العرض. أما الجانب الأكثر أهمية فهو في خلق المشاريع ووضع خطط استثمارية بمراحل زمنية مختلفة تستوعب الفوائض وتؤسس لتنمية مستدامة¹. ، وقد تم تغطية جانب الطلب - إلى حد ما - من خلال عرض قدرات القطاع المالي في الاقتصاد الليبي حيث أكدت البيانات المعروضة، بالفصل الرابع من هذه الدراسة، وجود عديد من الوفورات المالية إلى جانب المدخرات الخاصة الضعيفة إلى حد كبير؛ وهي تعتبر من العوامل الداعمة لدور سوق الأوراق المالية في تعبئة هذه المدخرات عندما تتيح الفرصة للوسطاء الماليين والمؤسسات المالية الوسيطة لأخذ المبادرة لتوفير السيولة اللازمة لامتناس الأصول المالية المصدرة. والتي تمثل جانب العرض، وسيتم قياس قدرات سوق الأوراق المالية في الفقرة التالية الخاصة بتطور أسواق الأوراق المالية.

5-2-1 قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية:

لقد ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ومع ازدياد تخصص الوسطاء الماليين وهيمنة المصارف التجارية على قطاع المال، كان لا بد من وضع مقاييس ومؤشرات لقياس وتحديد مدى تطور أسواق الأوراق المالية، وربط هذا التطور بما يحصل من تطورات في الاقتصاد. وقد تختلف تسميات بعض المؤشرات من كاتب لآخر للوصول، في نهاية الأمر، إلى تقييم أداء سوق الأوراق المالية وقياس مدى تطوره؛ فعند استخدام قياس حجم السوق يتم تقدير معدلات رأس مال سوق الأوراق المالية، فيما يعرف برسمة البورصة ومؤشرات السيولة، التي يعبر عنها بمعدل القيمة السوقية للأسهم بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثر الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال، وقياس درجة اعتماده على القطاع المالي؛ وبالتحديد على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية.

1 الصيرفي محمد. 2007. ص 9.

مما سبق يمكن تحديد المعايير التالية لقياس درجة تطور السوق¹:

- عدد الشركات المدرجة وتنوعها.
- حجم القيمة السوقية.
- حجم التداول.
- حجم التداول بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية.
- حجم القيمة السوقية بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي.
- حجم التداول بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي.

2-2-5 مؤشر عدد الشركات

يتأثر هذا المؤشر بعدة عوامل أخرى تُحدث تغييراً مهماً في قيمة هذا المعدل، حيث يعتمد بالدرجة الأولى على كبر عدد الشركات المدرجة في البورصة، التي تعزى إلى تسهيل إجراءات الإدراج في البورصات، وتطبيق خصخصة الشركات العمومية عن طريق طرح أسهم هذه الشركات بسوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى دخول عدد من الشركات الأجنبية بزيادة مطردة في البورصات المحلية نتيجة لتحسن البيئة الاستثمارية، وارتفاع فرص الربح بها². يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الإيجابية لقياس درجة تطور سوق الأوراق المالية، حيث إن زيادة عدد الشركات المدرجة بما يمثل كافة القطاعات الاقتصادية، تعبر عن قدرة السوق على التقليل من المخاطر غير المنتظمة، وذلك بتوفير إمكانية لتنويع الأصول المالية بجميع أشكالها أمام المستثمر، وبالتالي دخول أكبر عدد ممكن من المستثمرين في الاقتصاد الوطني للتداول في البورصة³.

¹ أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص ص 209، 215.

² أندراوس، عاطف وليم. 2006. ص 212.

³ البحصي، عصام محمد. "سوق فلسطين للأوراق المالية وقدرته على حشد الموارد المحلية واستقطاب الأجنبية"، "دراسة تحليلية" بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول، "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، الفترة من 8-9 مايو 2005.

تحظى عملية الإدراج بالسوق الليبي للأوراق المالية بالاهتمام المناسب، حيث أصدرت إدارة السوق اللوائح والإجراءات المنظمة لذلك، وتحديد متطلبات الإفصاح الواجب تلبيتها من قبل الجهات المدرجة. وقد عرّفت إدارة سوق الأوراق المالية الليبي الإدراج كما يلي¹:

" الإدراج هو تسجيل الورقة المالية المصدرة وتصنيفها في جداول السوق المخصصة لذلك، وتحت شروط مالية وقانونية تحكم هذه الشركات وتنظم قبولها بجدول السوق، فالإدراج يعني قبول الورقة المالية وقيدها بأحد جداول السوق، بحيث تصبح عملية التداول على الورقة المالية الخاصة بالشركة المدرجة متاحة داخل السوق". يبين التعريف ماهية الإدراج حسب ما عرفته إدارة سوق الأوراق المالية الليبي ويؤكد على:

- أن هناك شروط مالية وقانونية تحكم وتنظم قبول تسجيل الورقة المالية المصدرة وتصنيفها.
- وأن قبول وقيده وإتاحة تداول الورقة المالية تحت نفس الشروط التي تحكم هذه الشركات.

بما يعني أن انسياب دخول وخروج الورقة المالية مرتبط بدرجة مرونة هذه الشروط. وبالتالي يؤثر بشكل كبير في عدد الشركات المدرجة في قائمة التداول (جداول الادراج في السوق). وتدرج الشركات التي تتوفر فيها الإمكانيات الكافية بما يتفق مع شروط ومواصفات الإدراج التي تضعها الهيئة الإدارية لسوق الأوراق المالية الليبي.

يتبين من خلال بيانات الجدول رقم (5-1) أن عدد الشركات المدرجة على مختلف جداول الإدراج (الرئيس أ، ب) بسوق المال الليبي منذ بداية التداول وحتى سنة 2013م، ضعيف جداً. فمن (7) شركات موزعة على قطاعي المصارف والتأمين في بداية 2008 يصل هذا العدد إلى (10) شركات مدرجة على الجدول الرئيس للتداول بالسوق سنة 2013. وقد بلغ عدد الشركات المدرجة على

1 ضمن ما نشر على الموقع الرسمي لسوق المال الليبي <http://www.lsm.ly/Arabic/Inclusion/Pages/InclusionAdvantages.aspx>

بتاريخ 12:29 2013/06/18

الجدول الفرعية، التي لا يحق لأسهما التداول بالسوق الليبي حتى تستكمل إجراءات الانتقال للجدول الرئيسي للتداول، حسب بيانات جدول الإدراج الفرعي (أ و ب) بلغ (22) شركة مدرجة على الجدول الفرعي (أ) بالإضافة لشركة واحدة مدرجة على الجدول الفرعي (ب). وتقدر الزيادة في عدد الشركات خلال الخمس سنوات بنسبة 30% على الجدول الرئيسي. بالرغم من الزيادة في عدد الشركات خلال نفس المدة على الجدول الفرعي (أ) و(ب). فإن هذه الأعداد تعتبر صغيرة جداً، ولا تكاد تذكر قياساً بحجم الأموال في الاقتصاد الليبي، أو أعداد الشركات المدرجة في الأسواق العربية، ناهيك عن المقارنة بالأسواق العالمية، وقد يعزى هذا الضعف في عدد الشركات المدرجة إلى معايير وشروط الإدراج، أو أن البيئة غير مهياة بعد للتعامل في البورصة.

يلاحظ أن هذه القائمة تتغير باستمرار، ويرتبط التغير في قائمة التداول على إمكانيات الشركات ونشاط أسهما من وقت لآخر، ما يفسر الزيادة والنقص في عدد الشركات المدرجة بالسوق. لهذا السبب فإن العدد القليل من الأسهم الخاصة بهذه الشركات هي التي يتم تداولها داخل صالة التداول بسوق الأوراق المالية الليبي، وبالتالي فإن المعروض من الأسهم قليل للغاية، لا يفي بزيادة الطلب. وبالنظر في قائمة الشركات التي تضمنها الجدول رقم (5-2) التالي، والبيانات الخاصة بكل شركة من الشركات المدرجة في قائمة التداول بسوق الأوراق المالية الليبي لسنة 2008، وكما نوهنا فهي بيانات عن السنة الأولى التي تعتبر سنة الأساس؛ يمكن القياس عليها لسوق الأوراق المالية الليبي.¹ وتصنف الشركات المدرجة حسب القطاع؛ حيث إن بداية التداول كان على شركتين من قطاع التأمين تم إدراجهما سنة 2005، ولم تتداول أوراق مالية لهذا القطاع خلال سنتي 2006

¹ يقصد من عرض بيانات سنة الإنشاء في جدول مستقل، كذلك في باقي المؤشرات، إبراز أن الإدراج تم لشركات تستحوذ الدولة على قدر كبير من رأسمالها، ولا تخضع لسوق منافسة، وهذا قد يفسر ضعف عدد الشركات للسنوات التالية.

و2007، والسنة التالية 2008 تم إدراج شركة واحدة من نفس القطاع، ولهذا القطاع أهميته لسوق الأوراق المالية.

الجدول (1-5) الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في ليبيا

حتى الربع الأخير 2013

الفرعي (ب)	الجدول المدرج به الفرعي (أ)	رت	الرئيسي (ب)	الرئيسي (أ)	رت
شركة منارة	مصرف السراي للتجارة والاستثمار	1		مصرف الصحاري	1
المهارات	الشركة الليبية للتهيئة والتطوير العمراني	2		مصرف التجارة والتنمية	2
للمقاولات	الشركة الليبية للتنمية والاستثمار	3		شركة ليبيا للتأمين	3
والاستثمار	الشركة الليبية للتبغ المساهمة	4		شركة متحدة للتأمين	4
العقاري	شركة الإنماء لصناعة المواسير المساهمة	5		شركة الصّخاري للتأمين	5
	شركة الإنماء لاستخلاص وتكرير الزيوت النباتية المساهمة	6		سوق المال الليبي	6
	شركة الإنماء للأتابيب المساهمة	7		المصرف التجاري الوطني	7
	شركة الإنماء للأسلاك والكابلات المساهمة	8		مصرف الجمهورية	8
	شركة الإنماء للصناعات الهندسية	9		مصرف الوحدة	9
	شركة المطاحن والأعلاف	10		مصرف المتوسط	10
	شركة أويا للتطوير والاستثمار السياحي	11			
	شركة الجبل الأخضر للتطوير والاستثمار السياحي	12			
	شركة الواحات للتطوير والاستثمار السياحي	13			
	شركة الخليج للتطوير والاستثمار السياحي	14			
	شركة الاستثمار الوطني	15			
	شركة التضامن للاستثمار العقاري	16			
	الشركة الأهلية للإسمنت	17			
	شركة النسر لصناعة الأسمنت المساهمة	18			
	شركة الرحلة للخدمات النفطية	19			
	شركة الإنماء الاقتصادي لاستيراد مواد البناء المساهمة	20			
	شرك الإنماء لاستيراد المواد الغذائية	21			
	شركة الاتحاد الوطني للاستشارات الهندسية	22			

المصدر: بيانات مجمعة من موقع سوق المال الليبي - <http://ism.ly/Arabic/Pages/default.aspx>

كما يتضح من تتبع قائمة الإدراج بنفس الجدول (1-5)، غياب قطاعات مهمة كشركات الاستثمار والصناعة والخدمات، والتي يفترض أن تمثل ركناً مهماً من أركان الاقتصاد الليبي، ما يقلل من قدرة سوق الأوراق المالية الليبي على أن يعكس ما عليه الاقتصاد الليبي، وبالمقارنة بما عليه معظم

الأسواق المالية في الوطن العربي من حيث عدد الشركات المدرجة فإن سوق الأوراق المالية الليبي صغير جداً.

الجدول رقم (5-2): الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي

(مليون دينار ليبي)

في نهاية 2008

قطاع	الاسم	تاريخ التأسيس	عدد الفروع	تاريخ الإدراج	الجدول المدرج به	رأس المال المصرح به	رأس المال المصدر	رأس المال المدفوع
المصارف التجارية	مصرف الصحاري	1964	46	31/12/2006	الرئيسي	252.00	252.00	52.00
	مصرف الوحدة	1970	73	28/11/2007	الرئيسي	108.00	108.00	108.00
	مصرف التجارة والتنمية	1996	7	28/11/2007	الرئيسي	50.00	50.00	50.00
	مصرف السراي للتجارة والاستثمار	1997	-	12/06/2008	الرئيسي	33.33	33.33	33.33
شركات التأمين	شركة ليبيا للتأمين	1999	7	29/06/2005	الرئيسي	50.00	50.00	50.00
	الشركة المتحدة للتأمين	1999	3	29/06/2005	الرئيسي	10.00	10.00	10.00
	شركة الصحاري للتأمين	2004	3	12/06/2008	الرئيسي	15.00	15.00	15.00

المصدر: موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت) www.lsm.gov.ly

وبالانتقال إلى الجدول رقم (5-2-أ)، حيث تم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق حسب القطاعات، يتضح منه أن جدول الإدراج تنفرد به مؤسسات القطاع المالي (مصارف وشركات تأمين)، وهو ما يمثل نسبة 100% من مجموع الشركات المدرجة حتى آخر سنة 2008 (باعتبار أنها سنة الأساس). وإذا ما اعتبر أن الدفعة القوية للسوق تم فيها تحشيد سبع شركات على مستوى السوق تمثل أربع شركات منها قطاع المصارف وثلاث شركات عن قطاع التأمين، فإن سوق الأوراق المالية الليبي يعكس بعض التشوهات في قطاع المال والقطاع السلعي، والسياسات الاقتصادية غير المتوازنة في الاقتصاد الليبي. وتأتي هذه النتيجة رغم التشريعات الصادرة، فعلى سبيل المثال؛ نصت المادة (29) من النظام الأساسي، بقرار اللجنة الشعبية العامة (سابقاً) رقم (134) لسنة

(2006)، أن يكون إدراج الأوراق المالية بالسوق لشركات القطاع العام والأهلي التي لا يقل رأس مالها عن مليون دينار ليبي، وأغلبها ذات رأس مال أكبر.

الجدول رقم (5-2-أ): تصنيف الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي في نهاية 2008

النسبة التداول	قيمة التداول	نسبة القيمة السوقية لكل قطاع	القيمة السوقية لكل قطاع	النسبة لكل قطاع	عدد الشركات	القطاع
94.6%	3,896,310.10	84.6%	740,130,997.5	57.1%	4	مصارف تجارية
5.4%	220,356.50	15.4%	134,650,000.00	42.9%	3	شركات التأمين
100.0%	4,116,666.60	100.0%	874,780,997.5	100.0%	7	المجموع

المصدر: بيانات مجمعة من موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت) www.lsm.gov.ly (بتصرف)

وكذلك ما نصت عليه المادة (31) من قرار اللجنة الشعبية العامة (سابقاً) رقم (436) لسنة 2008 بشأن إصدار النظام الأساسي الجديد لسوق الأوراق المالية الليبي، والتي أضافت إلزام الشركات المشتركة والأجنبية العاملة بليبيا على الإدراج بالسوق، وخُفِّض قبول إدراج هذه الشركات حتى برأس مال بلغ حده الأدنى 250 ألف دينار ليبي، وبالرغم من هذا الإلزام الصريح في القانون لم تدرج شركات جديدة بدرجة كافية. ويوضح الجدول درجة عمق سوق الأوراق المالية الليبي المتناهية في الضعف، وعدم قدرته على توفير التنوع المالي للمستثمرين، واقتصار الإدراج على قطاعي المصارف التجارية وشركات التأمين؛ حيث بلغت نسبة إسهام كل منهما حوالي (57.1%) ونحو (42.9%) على الترتيب. هذا الأمر يعكس عدم قدرة النشاط الاقتصادي في ليبيا على التنوع، والاعتماد الكامل على النفط في توليد الدخل والنتائج والتأثير على كافة عناصر الإنفاق، ما يؤكد ذلك حالة الغياب التام لباقي القطاعات المهمة في الاقتصاد، مثل قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات والسياحة وغيرها، ما يؤكد مرة أخرى على اضمحلال السوق الليبي، وعدم قدرته على توفير التنوع المالي. كما يلاحظ مدى التفاوت في نسب التداول لكل قطاع، حيث بلغت حوالي 94.6%، ونحو 5.4% لقطاعي المصارف والتأمين على التوالي بالمقارنة مع نسبة العدد للقطاعات ما يعكس تفوق

قطاع المصارف في جذب المستثمرين، واستثمار هذا القطاع بقدرة وحجم السوق، ما يعطى هذا القطاع زيادة القيمة السوقية لشركاته، وبالتالي زيادة القيمة المضافة لشركات هذا القطاع.

لقد تم التنويه إلى السبب في عرض بيانات سنة (2008) باعتبارها سنة الأساس، ويتم تحليل بيانات الجداول الأخرى بالمقارنة بينها وبين بيانات السنوات التالية.

يبين الجدول (3-5) عدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي سنة 2013 وبيانات تفصيلية عنها، والتي تفيد في استنتاج بعض المؤشرات الدالة على أداء السوق. حسب البيانات بالجدول هناك حركة خروج لمصرف السراي للتجارة والاستثمار، ودخول قائمة الإدراج بالسوق أربع شركات تمثل قطاعي المصارف والاستثمار، حيث أضيف لقطاع المصارف كلاً من: المصرف التجاري الوطني، ومصرف الجمهورية برأس مال كبير لكلا المصرفين، كما أضيف مصرف المتوسط، بالإضافة إلى دخول سوق الأوراق المالية الليبي كشركة مساهمة ضمن قطاع الاستثمار والخدمات المالي. وهذه الزيادة في عدد الشركات والقطاعات من سنة 2008 إلى 2013، تزيد من قدرة سوق الأوراق المالية على التقليل من المخاطر غير المنتظمة بتوفيرها التنوع في الأصول المالية بجميع أشكالها أمام المستثمر. والملاحظ أن الإدراج تم في معظمه على شركات تم تأسيسها منذ فترات طويلة تسبق افتتاح سوق الأوراق المالية، وتأسيس شركة الصحاري للتأمين في فترة قريبة من قرار إنشاء السوق، ومن ثم تأسست شركة سوق الأوراق المالية الليبي. إن التأسيس في الاكتتاب العام عن طريق السوق الأولية له فاعلية فائقة في استثمار المدخرات، وزيادة قدرة السوق في تعبئة المدخرات، وإسهام رأس مال السوق في الناتج المحلي الإجمالي.

الجدول رقم (5-3): الشركات المدرجة بالجدول الرئيسي (أ)

في سوق الأوراق المالية الليبي في نهاية 2013 (البيانات الأساسية)

القطاع	الاسم	تاريخ التأسيس	عدد الفروع (وكالة)	تاريخ الإدراج	الجدول المدرج به	رأس المال المصدر (مليون د.ل.)	رأس المال المدفوع (مليون د.ل.)	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
قطاع المصارف	مصرف الصحاري	1964	52	31/12/2007	الرئيسي	378.00	378.00	10
	مصرف التجارة والتنمية	1996	10 (20)	28/11/2007	الرئيسي	105.00	105.00	10
	المصرف التجاري الوطني	1970/12/22	54 (15)	2008/9/22	الرئيسي	500.00	500.00	10
	مصرف الجمهورية	1951/12/15	160	2008/8/10	الرئيسي	1000.00	1000.00	10
	مصرف الوحدة	1970	76	2007/1/28	الرئيسي	432.00	432.00	10
	مصرف المتوسط	1996/7/1	5	2010/11/11	الرئيسي	16.45	16.45	10
قطاع التأمين	الشركة ليبيا للتأمين	1964	7	24/06/2007	الرئيسي	70.00	70.00	10
	شركة متحدة للتأمين	1997	3	21/09/2008	الرئيسي	20.00	20.00	10
	شركة الصحاري للتأمين	18/07/2004	2	12/06/2008	الرئيسي	15.00	15.00	10
استثمار وخدمات مالية	سوق الأوراق المالية الليبي	2006	-	2009/1/4	الرئيسي	50.00	50.00	10

يتضح تأثير حركة التداول وزيادة عدد الشركات المدرجة في الجدول (5-3-أ) عن بيانات حركة الأسهم المتداولة من حيث العدد في الفترة 2008-2013، حيث زاد قيمة التداول إلى نحو 155 مليون دينار بنسبة حوالي 59.5% من قيمة التداول بالسوق، ويستأثر قطاع المصارف بزيادة بنسبة تصل إلى حوالي 61% من قيمة الأسهم المتداولة بالسوق، وتبقي باقي القطاعات على حالها دون حركة تداول تذكر خلال الفترة المذكورة. وهذا مؤشر لقلة حركة البيع والشراء أي التداول بالسوق، وهو ما يعبر عنه بالسوق الضحل أو بضحالة السوق.

جدول (5-3-أ): حركة الأسهم المتداولة

من حيث العدد بالمقارنة بين (2008 و 2013) (مليون)

القطاع	2008	2013	قيمة الزيادة	نسبة الزيادة
الزيادة في عدد أسهم السوق	105.33	260.33	155.00	59.5%
الزيادة في عدد أسهم المصارف	94.83	244.83	150.00	61.3%
الزيادة في عدد أسهم التأمين	10.50	10.50	0.00	0.0%
الزيادة في عدد أسهم شركة سوق الأوراق المالية	0.00	5.00	0.00	0.0%

ويعد تأثير سعر السهم سواء من حيث عدالة قيمته أو معدل حساسية التغير في سعره مع المعلومات الجديدة التي تورد إلى السوق، من أساسيات تقييم أداء السوق لمهامه، ودرجة كفاءته، مع الاقتراب لأدنى قيمة لسعر التوازن بين العرض والطلب على السهم بسوق الأوراق المالية، وهذا ما يمكن بيانه من خلال بيانات الجدول (5-3-ب)، حيث يعد تغير سعر السهم في سوق الأوراق المالية الليبي تغيراً سلبياً، تعكسه قيم المتوسط العام لسعر السهم بالنسبة لجميع أسهم السوق، وعدم قدرته على التسعير العادل. فقد انخفض متوسط سعر السهم بالنسبة للسوق من 14.95 دينار ليبي إلى 12.42 دينار ليبي، وهذا التراجع قد يعزى لأداء الشركات مصدرة الأسهم، ما يعكس نقص الطلب على أسهم هذه الشركات مع بقاء عرض الأسهم على نفس الكمية، أو إلى أداء السوق في الإفصاح والشفافية وسرعة وصول المعلومات، أو ما يمكن أن نرجعه إلى الثقافة العامة لدى عامة أفراد المجتمع في الاستثمار في سوق الأوراق المالية. يشير متوسط سعر السهم للقطاع المصرفي إلى نفس النتيجة السلبية في انخفاض متوسط السعر لأسهم المصارف رغم حركة التداول بها، عكس ما تم في قطاع التأمين من ثبات في متوسط سعر أسهمه، وجمود حركة التداول لقطاع التأمين.

جدول رقم (5-3-ب): متوسط سعر السهم في التداول من 2008 إلى 2013

2013	2012	2011	2010	2009	2008	عند التأسيس	
متوسط قيمة سهم السوق	متوسط قيمة السهم في السوق	متوسط قيمة السهم في السوق	متوسط قيمة السهم في السوق	متوسط قيمة السهم في السوق	متوسط قيمة السهم في السوق	قيمة السهم	
10.64	12.32	14.28	14.34	14.39	15.17	10	متوسط سعر السهم للمصارف
14.80	14.69	14.62	14.77	14.36	14.67	10	متوسط سعر السهم للتأمين
12.42	13.34	14.43	14.52	14.38	14.95	10	المتوسط العام لسعر سهم السوق

يمكن تتبع التطور في أداء سوق الأوراق المالية الليبي من خلال المقارنة بين البيانات المدرجة ضمن الجدول رقم (5-3) والبيانات المدرجة ضمن الجدول رقم (5-2) السابقين، فبعد مضي فترة تداول استمرت لخمس سنوات، يلاحظ التالي:

أولاً: نسبة رأس مال السوق.

تكمن أهمية هذا المؤشر في تقييم وقياس قدرة السوق على تعبئة المدخرات، وفعاليتها في استقطاع أكبر قدر من الناتج المحلي الإجمالي لتشغيل النشاط الاقتصادي من خلال سوق الأوراق المالية، ويحسب بنسبة مئوية ناتجة عن قسمة مجموع رأس مال الشركات المدرجة على الناتج المحلي الإجمالي. وحيث أن رأس مال مجموع الشركات المدرجة هو حاصل ضرب مجموع أسهم الشركات في سعر السوق للسهم المصدر، أي (260333300*10)، وبالقسمة على [الناتج المحلي الإجمالي بأسعار 2013 والذي يساوي (117675 مليون دينار)، فتصبح نسبة رأس مال السوق 2.75% سنة 2013. وذلك كما هو موضح بالجدول (5-3-ج) التالي. يتضح أن عدد الأسهم ارتفع بنسبة 147% مقابل انخفاض في السعر بنسبة 17%، ما يفسر أن زيادة نسبة رأس مال السوق، يعود إلى إسهام زيادة عدد الأسهم أكبر من إسهام التغير في سعر السهم، بالرغم من أن التقييم المهم هو الذي يركز على الزيادة في قيمة السهم، حيث أنه يعني وجود مؤسسات اقتصادية

ناجحة ومؤثرة في إطار زيادة النمو الاقتصادي. علماً بأن السوق تعمل في ظروف استثنائية بعد عام 2011، وبغض النظر عن هذه الظروف، فإن تقييم نتيجة هذا المؤشر المساوي لنحو 2.75% يعتبر ضعيف جداً، مما يعنى عدم قدرة سوق الأوراق المالية الليبي على تعبئة وحشد المدخرات لاستثمارها في تكوين منشآت جديدة أو حتى تشجيع القائم منها على التطور. ولأجل الدقة في التقييم لا نكتفي بنتائج هذا المؤشر فحسب لقياس قدرة السوق، بل يمكن ضمه لمؤشرات أخرى وذلك لتعميم الفائدة، مع عدم إهمال قيمة الناتج المحلي الإجمالي الكبيرة نسبياً، وتأثيرها على ضعف هذا المؤشر.

جدول (5-3-ج): حساب نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي

لسنتي 2008 و 2013

نسبة رأس مال السوق إلى GDP	الناتج المحلي الإجمالي (دينار)	الزيادة %	قيمة السهم	الزيادة %	مجموع أسهم الشركات	السنة
0.90%	116,639,617,000		10		105,333,300	التقييم عند التأسيس 2008
1.35%	116,639,617,000		14.95		105,333,300	2008
2.75%	117,675,000,000	17%-	12.42	147%	260,333,300	2013

المصدر: بتصرف من الباحث من البيانات السابقة بالبحث

ثانياً: بالنسبة لعدد الشركات.

(أ) البداية فيما يخص السوق.

• لقد زاد عدد الشركات المدرجة من (7) شركات سنة 2008 الى (10) شركات سنة

2013، أي بدخول كل من المصرف التجاري الوطني، والجمهورية، والمتوسط، وسوق

الأوراق المالية، وخروج مصرف السراي من قائمة الإدراج.

- زيادة عدد الأسهم المتداولة بالسوق من (105,333,333) سهم إلى (260,333,300) سهم. وتقدر هذه الزيادة في عدد الأسهم بحوالي 147%. ورغم زيادة الأسهم المتداولة بالسوق إلا أن متوسط سعر السهم العام هبط من 14.95 د.ل سنة 2008 إلى 12.42 د.ل سنة 2013.

(ب) بالنسبة لعدد الشركات لكل قطاع:

- زيادة عدد الشركات في القطاع المصرفي من (4) مصارف إلى (6) مصارف، وزيادة عدد الأسهم من (94,833,333) سنة 2008 إلى أن بلغ عددها (244,833,333) سنة 2013. إلا أن متوسط سعر السهم قد انخفض من 15.17 د.ل سنة 2008، إلى 10.64 د.ل سنة 2013، مع العلم بأن شركات قطاع المصارف تتداول بشكل مستمر ومتصل الإدراج.

- بقاء شركات قطاع التأمين بنفس العدد أي (3) شركات. وبنفس عدد الأسهم المدرجة البالغ عددها (10,500,000) سهم، حتى تراوح متوسط سعر للسهم عند التداول ما قيمته 14.62 د.ل تقريباً خلال الفترة من سنة 2008 إلى سنة 2013.

- أصبحت النسب بعد الزيادة في عدد الشركات عام 2013 على النحو التالي: حوالي 60% بالنسبة لقطاع المصارف، و30% لقطاع التأمين و10% لقطاع الاستثمار والخدمات المالية والممثل فقط في شركة سوق الأوراق المالية.

بصورة عامة فإن عدم إدراج عدد كبير من الشركات بسوق المال الليبي وعدم التنوع أو التمثيل الجيد لكافة القطاعات الاقتصادية، وثبات عدد الأسهم مع جمود تداولها لفترة طويلة كما في قطاع التأمين، ناهيك عن متوسط سعر السهم الآخذ في الهبوط باطراد، يعطي صورة غير مرضية، ويعدّ مؤشراً سلبياً على قدرة السوق على تقليل المخاطر غير المنتظمة، مما يفقد السوق القدرة على توفير

إمكانية التنوع للمستثمر، لتشجيعه على المشاركة ودخول سوق الأوراق المالية الليبي. بالرغم من مضي ما يقرب من خمس سنوات على بدأ التداول فيه، إلا أن عدد الشركات المدرجة بالسوق متواضعة، بالمقارنة بالعدد الهائل من الشركات المغلقة التي تم تأسيسها في ليبيا خلال الفترة السابقة¹، وهذا قد يرجع إلى الفلسفة الاقتصادية، القائمة على هيمنة دور الدولة والقطاع العام على الاقتصاد، واعتماد الشركات المساهمة عند تأسيسها على ما تمنحه الدولة من دعم متمثل في فتح اعتماد مصرفي بالعملة الصعبة وبسعر خاص، وفق مخصصات تمنحها الدولة ضمن الموازنة العامة.

حسب تأسيس هذه الشركات ووفق ضوابط، وحدة الغرض والتخصص، بمعنى تأسيس الشركات وفق نوع محدد للنشاط الاقتصادي والمتخصص في استيراد سلعة معينة. هذا التخبط في السياسات الاقتصادية، رسخ لثقافة مشوهة نحو الادخار والاستثمار والحصول على الربح الناتج من نشاط حقيقي ناجح. والنتيجة هي تأسيس لأعداد كبيرة من الشركات الاستيرادية على الأغلب من شركات مساهمة قزمية، صغيرة رأس المال، وغير متنوعة النشاط، بل يغلب عليها طابع التاجر الانتهازي الذي لا يملك إحساس بمصلحة الوطن.

تشير أنواع الشركات المدرجة بالجدول (3-5) أعلاه، إلى أنها من الشركات القائمة والتي تعمل منذ وقت، وليس لسوق الأوراق المالية دور في تأسيسها، ما يعني غياب دور السوق الأولية (سوق الإصدار)، بالإضافة إلى أن تدفق الأوراق المالية لهذه الشركات جديد بالنسبة للسوق ولكنها ليست نتيجة لخلق مؤسسات جديدة دخلت سوق الإنتاج في الاقتصاد؛ حيث لم تسجل ضمن الشركات المدرجة في الجداول الرئيسية وحتى الفرعية دخول شركات جديدة عبر الاكتتاب العام، وهذا أساسي

¹ حسب بيانات السجل التجاري بالشركات والتشاريكات والموزعين الأفراد (نشاط فردي) خلال الفترة من سنة 1997 إلى سنة 2012، فإن عدد الشركات المغلقة 3506 شركة عدد مساهميتها محدود على بعض الأشخاص وذات رأس مال صغير وغير مطروح للاكتتاب، ومؤسسة فقط للحصول على تحويلات العملة الصعبة المدعومة بالسعر الرسمي حسب ميزانيات مخصصة من الدولة، (بيانات السجل التجاري) الباحث.

في إظهار دور السوق في توجيه المدخرات لخلق نشاطات اقتصادية جديدة. كما تشير البيانات بالجدول إلى تركيز شركات الأموال، وهذا جيد في توفير السيولة اللازمة، ولكن النتيجة تكون إيجابية مع وجود أعداد كبيرة من الشركات تمثل مختلف القطاعات القادرة بالتكامل على بناء الاقتصاد الحقيقي. ويسهم غياب التأثير المتبادل بين سوق الإصدار وسوق التداول؛ بالإضافة إلى تدني عدد الشركات، وعدد الأسهم، والهبوط المستمر لمتوسط سعر السهم السوقي، في نتائج حجم القيمة السوقية. وترتبط البيانات والمؤشرات السابقة ببعضها، وبما سيوضح في الفقرة التالية، التي تختص بأحد المؤشرات المهمة لتقييم تطور سوق الأوراق المالية الليبي.

5-2-3 حجم القيمة السوقية:

يعد حجم القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة من أهم المعايير المستخدمة لقياس حجم سوق الأوراق المالية، وهو عبارة عن تقدير قيمة إجمالي أسهم الشركات، مقوماً بسعر السهم في السوق، أي يتم تقدير القيمة السوقية بالعلاقة التالية: (عدد أسهم الشركات مضروباً في سعر الإقبال للسهم). وتعتبر القيمة السوقية للشركات المدرجة تعبيراً واضحاً عن قدرة السوق الثانوية (السوق المنظمة، أو البورصة) على خلق قيمة مضافة للشركات وبالتالي استقطاب وجذب عدد أكبر من المستثمرين، الأمر الذي يسهم في زيادة رأس مال الشركات (بزيادة قيمة السهم السوقية)، وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

ونظراً لصغر فترة نشاط السوق منذ انطلاقة التداول به بتاريخ 2008/4/3 فإن بيانات السنة الأولى 2008 والمجمعة بالجدول رقم (5-4)، المفترض أنها تمثل حجم الدفعة الأولى لنشاط السوق والمفترض فيها أن تتصف بالقوة كانعكاس لقدرة الاقتصاد، كما تعطي انطباع إيجابي حقيقي عن السوق في السنة الأولى للتداول، ليستمر في الزيادة باطراد، ولكن هبوط القيمة السوقية في السنوات التي تلتها دل على أن قيم هذه السنة لا تعكس نشاط الاقتصاد الحقيقي في ليبيا.

جدول رقم (4-5): تطور القيمة السوقية بسوق الأوراق المالية الليبي

السنة	القيمة السوقية (مليار دل.)	معدل النمو
2008	3.36	
2009	3.25	-3.55%
2010	3.19	-1.66%
2011	3.02	-5.87%
2012	2.92	-3.44%
2013	2.74	-6.53%

المصدر: عرض إحصائي على موقع سوق المال الليبي - بتصرف

وبغض النظر عن المظاهر الإدارية السلبية¹، فإن القيمة السوقية لنشاط السوق عن سنة التداول الأولى 2008، يمكن قبولها إن كانت نتاج نشاط اقتصادي حقيقي، وتسخير الإعلام لدعم الثقافة الادخارية. حيث يبين الجدول (4-5) معدلات نمو سالبة من سنة لأخرى، فمعدل نمو القيمة السوقية بلغ (-3.55%) بين سنتي 2008 و2009، واستمر النمو السلبي وهذا قد يرجع لخروج عدد من أسهم الشركات من التداول أو هبوط في سعر بعض الأسهم. ويعدّ السبب الأول مؤشراً لضعف قدرة بعض الشركات للدخول أو الاستمرار في البقاء على قائمة الإدراج، لعدم استيفائها لشروط الإفصاح بالدرجة الأولى، ويليها شروط هيئة السوق، أما هبوط سعر السهم فهو يخضع لقانون العرض والطلب وتأثير الأسعار عليه، وتمثل أرباح الشركات والتدفقات النقدية إلى المساهمين (توزيع الأرباح) وغيرها، عاملاً مهماً في التأثير على أسعار الأسهم.

من جانب آخر، فإن بيانات الجدول رقم (5-5) تعطي قيماً لتطور القيمة السوقية بالمقارنة بين قيمة رأس مال الشركات الأصلي والبالغ (2,603,333,000 دل.)² وبين القيمة السوقية خلال

¹ لقد سبق التنويه عنها؛ من تغيير لمقر لسوق الرئيسي، تغير تبعية سوق الأوراق المالية سوق الأوراق المالية الليبي من الاقتصاد إلى أحد شركات صندوق الإنماء القابضة التي تضم (15) شركة قابضة، قد يدرج بعضها بالسوق، الأمر الذي يوقع هيئة السوق في حرج عند تقييمها أو إنزال عقوبة في حال المخالفة، بالإضافة إلى تغيير رأس المال للسوق.

² للمقارنة مع مقدار ثابت، تمت المقارنة بالقيمة الناتجة من ضرب عدد الأسهم لمجموع الشركات المدرجة (لسنة 2013) في قيمة السهم المصدر

(10دل) وهو ما قدر (2,603,333,000 دل.). (الباحث)

السلسلة الزمنية المحددة بالجدول، يتبين أن القيمة السوقية لسنة 2008 بلغت حوالي (3,362,278,540) بزيادة تقدر بقيمة (758,945,540) عن قيمة المقارنة بالقيمة الأساس، أي أن نسبة الزيادة هي نحو 29%. وهكذا، وبتتبع القيمة السوقية خلال فترة الجدول يلاحظ الزيادة عن قيمة الأصل المقارن به، ولكن بمعدل متناقص، حتى تقلص ليصل إلى نسبة حوالي 5% من القيمة المقارنة، وهذه ما يشير وبدقة إلى انعدام دور سوق الأوراق المالية في تحفيز المستثمر على قبول المخاطرة والاستثمار في السوق.

جدول رقم (5-5): تطور القيمة السوقية

بالمقارنة مع رأس مال الشركات الأساس (2,603,333,000) الدينار الليبي

السنة	القيمة السوقية	الفرق بين القيمة المصدرة والقيمة السوقية	نسبة الزيادة إلى القيمة المصدرة
2008	3,362,278,540	758,945,540	29%
2009	3,246,909,949	643,576,949	25%
2010	3,193,825,103	590,492,103	23%
2011	3,016,755,043	413,422,043	16%
2012	2,916,390,885	313,057,885	12%
2013	2,737,584,620	134,251,620	5%

المصدر: عرض إحصائي على موقع سوق الأوراق المالية الليبي -بصرف

ملخص الصورة العامة، عن هذا المؤشر، التي يغلب عليها الزيادة في القيمة السوقية في أول الفترة ثم الهبوط، وتواصل الهبوط بشكل متوازٍ مع قطاع المصارف، (التغيير في القيم في القطاع المصرفي)، أما هذه الزيادة فقد استمرت بمعدلات متناقصة مع الوقت، كما لو كانت الزيادة في بداية الفترة تمثل طفرة استثنائية لم تتوفر ظروفها مرة أخرى، قد يكون مبررها وجود وفرة مالية ضخمت في الفترة الزمنية القصيرة المقيس فيها هذا المؤشر، حيث كان للدولة دور في إلزام الشركات على الإدراج ضمن إجراءات وقرارات من الدولة باعتبارها المالك لمعظم رأس مال هذه الشركات.

ولكن الحقيقة التي يبينها المؤشر، تشير إلى احتمال أن تصل القيمة السوقية في الهبوط إلى التساوي برأس المال الأساس، وهذا في أحسن الأحوال، لو استمرت القيم في نفس الاتجاه. قد يكون تراجع قيم رأس المال السوقي لسوق المال الليبي له ما يبرره، وخاصةً خلال الثلاث سنوات الأولى 2008 و2009 و2010 كنتيجة طبيعية لما يتسم به السوق المالي الليبي من سيطرة الدولة والقطاع العام وضعف القطاع الخاص، وقد تكون خصوصية سنة 2011 لها تأثير كبير على الاقتصاد الليبي، ومع إقفال التداول في السوق المالي، الأمر الذي عمل على اعتماد سعر الإقفال لأول السنة في احتساب القيمة السوقية لنفس السنة كتقدير تقريبي لقيمة الشركات المدرجة بالسوق، وبعد استئناف التداول كانت القيم معبرة عن حالة الإرباك في الاقتصاد وتدنى القيمة السوقية للشركات باطراد في سوق الأوراق المالية الليبي.

5-2-4 حجم التداول

حجم التداول عبارة عن صورة لحركة البيع والشراء للأوراق المالية داخل السوق، فهناك عوامل تتحكم في هذا الحجم منها؛ سعر السهم، وكمية التداول، التي تعني عدد الأوراق المالية المباعة في فترة معينة، وعدد العمليات التي تعنى عدد الصفقات التي عقدت لبيع كمية الأوراق المالية.

قيمة التداول = كمية التداول * متوسط سعر السهم (الورقة المالية)

كمية التداول = مجموع أسهم كل العمليات (مجموع عدد الأسهم لكل عدد العمليات).

لقد تم التركيز على تتبع مؤشرات السوق خلال السنة الأولى، كما في الفقرة السابقة، من نشاط سوق الأوراق المالية الليبي، الذي استمر في تدني قيم مؤشراتته. ونظراً لقصر فترة التداول حسب الجدول رقم (5-6)، فقد تم الاعتماد على تقسيم الفترة إلى أشهر لقياس حجم التداول في سوق المال الليبي.

الجدول رقم (5-6): حجم التداول لسوق المال الليبي عن سنة التداول الأولى

الفترة	2008/4	2008/5	2008/6	-	2009/1	2009/2
قطاع المصارف	1,787,172.38	1,727,605.80	5,120,600.33	-	2,122,545.70	2,458,800.77
قطاع التأمين	77,934.67	214,218.75	242,025.70	-	13,702.80	151,625.37
الإجمالي	1,865,107.05	1,941,824.55	5,362,626.03	-	2,136,248.50	2,610,426.14
نسبة النمو	%100.0	%104.1	%276.2	-	%51.9	%122.2

المصدر: بيانات مجمعة من موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت) www.lsm.gov.ly

حسب حركة التداول خلال شهور سنة 2008، هناك زيادة طبيعية في حجم التداول اعترتها زيادة مفاجئة بلغت نحو 276.2% في شهر بونيه / 2008 وهبوط حاد بلغ حوالي 51.9% في شهر يناير لسنة 2009، وقد يكون هذا أمراً طبيعياً في الأمد القصير، لهذا يتم الحكم بعد عرض حجم التداول عن السنوات التالية، ولا يمكن الانتقال قبل تثبيت ملاحظة تركيز حركة التداول على قطاع المصارف، الذي هيمنت بياناته على مؤشرات الجدول.

إنّ تقييم حجم السوق وقدرته على تعبئة المدخرات يتم من خلال معيار حجم القيم المتداول به، ومعدل نمو قيم التداول لسوق الأوراق المالية الليبي، ويظهر ذلك من خلال تجميع كميات وقيم التداول وعدد العمليات ومتوسط سعر السهم في الفترة من 2008 إلى 2013 ضمن بيانات الجدول (5-7). وتوضح بيانات السنوات الأولى 2008، 2009، 2010 أن قيمة التداول للسنة الأولى معقول ومقبول، مع الأخذ بنفس الملاحظة السابقة عن القيمة السوقية، وهي أن ذلك لم يكون نتاج نشاط اقتصادي طبيعي، وليس نتاج تدخل الدولة. وقد استمر التناقص في معدلات نمو قيم التداول بنسبة 15% و 30% لسنتي 2009 و 2010 على التوالي، وهو ما قد يفسر على أن السوق يفتقد العمق الكافي والكفاءة المطلوبة للنمو الإيجابي. كذلك ليس لمتوسط سعر السهم تأثير لثباته حول 14 د.ل. أما عدد العمليات وكميات التداول فقد كانت ذات تأثير رئيس على قيمة

التداول، وهذا ما يمكن إيضاحه أكثر عند حساب معدل دوران قيم التداول بالنسبة للقيمة السوقية، التي تعبر عن سيولة السوق وقدرته على توفير الأموال لعقد الصفقات والمحافظة على سعر عادل للسهم.

أما عن سنة 2011 فإن قيمة التداول هي عن شهر ونصف تقريباً بلغت (66. 73,466,218) دينار وباقي السنة تأثر السوق نتيجة لإيقاف عمليات التداول لباقي المدة. أما سنتي 2012 و2013 فمن الواضح الضعف الشديد سواء من حيث كميات التداول أو قيم التداول في سوق المال الليبي، الذي يعبر عنه بعدد العمليات التي تناقصت إلى عدد 2680 عملية خلال سنة 2013.

جدول رقم (5-7) حجم التداول بسوق المال الليبي عن الفترة من 2008 - 2013

السنة	كمية التداول	قيمة التداول	عدد العمليات	معدل نمو قيم التداول	متوسط سعر السهم (دينار)
2008	16,634,535	224,645,667.80	26,998		14.37
2009	15,113,389	195,541,016.22	22,868	-15%	14.05
2010	11,630,509	150,103,221.54	17,049	-30%	14.18
2011	5,724,042	73,466,218.66	7,872	-104%	14.09
2012	4,273,862	48,201,429.36	6,111	-52%	13.43
2013	2,427,193	25,273,606.23	2,680	-91%	12.60

المصدر: بيانات مجمعة من موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت) www.lsm.gov.ly (Internet)

وحالة سوق الأوراق المالية الليبي ما هي إلا انعكاس للحالة التي يتعرض لها الاقتصاد الليبي. ويلاحظ من عدد العمليات، والتي تعني ضحالة عدد طلبات البيع والشراء، ما يدل على عدم عمق سوق الأوراق المالية الليبي.

5-2-5 مؤشر تركيز قيمة السوق:

يعتبر تركيز القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية حول عدد محدود من الشركات، أو قطاع معين من المؤشرات السلبية، وهذا ما توضحه بيانات الجدول رقم (5-8) التالي.

تمركز قيم قطاع المصارف بنسبة تصل إلى نحو 95% من قيمة السوق، وهي قد تكون علامة غير سلبية في السوق الليبي الصغير نسبياً، باعتبار أن سلبية هذا المؤشر التي تظهر في الأسواق الكبيرة عند تركيز قيمة السوق حول قيم أعلى عشر شركات، ربما لا تنطبق إلى حد كبير على السوق الليبي الذي لا يحتوي على مثل هذه الشركات، حيث يتم الاكتفاء بهذه النتيجة التي لا يرجى استمرارها في سوق الأوراق المالية الليبي.

جدول (5-8): نسبة تركيز قطاع المصارف حسب القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الليبي

السنة	2008	2009	2010
القطاع المصرفي	3,182,618,161.71	3,069,305,689.10	3,013,601,494.21
	2011	2012	2013
	2,837,722,724.00	2,737,719,353.03	2,561,226,588.31
القطاع التأمين	132,330,231.52	130,274,113.43	132,613,157.67
	2011	2012	2013
	130,183,169.76	130,163,273.68	130,425,847.04
سوق الأوراق المالية الليبي	47,330,146.42	47,330,146.42	47,610,450.97
	2011	2012	2013
	48,849,149.04	48,508,258.60	45,932,185.11
المجموع	3,362,278,539.64	3,246,909,948.95	3,193,825,102.84
	2011	2012	2013
	3,016,755,042.81	2,916,390,885.31	2,737,584,620.45
تركيز قطاع المصارف	95%	95%	94%
	2011	2012	2013
	94%	94%	94%

5-2-6 مقارنة قيمة التداول والقيمة السوقية للسوق الليبي ببعض الدول العربية:

تواجه الأسواق العربية صعوبات ومشكلات كثيرة ومتشعبة، أدت إلى ضعف أدائها وتعطيل آليات عملها مقارنةً بأسواق المال العالمية. فعلى سبيل المثال، تتدخل معظم الدول العربية في النشاط الاقتصادي، ويقل القطاع العام الكبير من نطاق وحجم الأسواق المالية العربية، ويضعف من قدرتها على أداء دورها بفعالية، بالإضافة لضعف الاستثمار بصفة عامة والاستثمار المالي بصفة خاصة.¹ وهذا على عكس الاقتصادات الصناعية التي تعد أسواقها المالية فاعلة Efficient-market، وتتمتع بدرجة كفاءة عالية تحقق لها تخصيصاً كفوفاً Efficiency Allocation لمواردها الاقتصادية، بما يضمن توجيه تلك الموارد نحو النشاط الاقتصادي الأكثر ربحية.² واستثناساً بمستوى ما وصلت إليه بعض الدول العربية من تطور في مجال سوق الأوراق المالية يمكن أن تجرى مقارنة غير متعمقة لمؤشري القيمة السوقية وقيمة التبادل في بعض أسواق الأوراق المالية العربية. يعتبر مؤشر سيولة سوق الأوراق المالية، المحتوي على مؤشري قيمة التبادل والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية، من أهم المؤشرات المتبعة للمقارنة بين الأسواق الدولية، حيث يعبر عن مستوى أداء الأسواق المالية بما يتفق مع المبادئ، المذكورة في فقرة التجارب الدولية، التي من أهمها وجود مؤسسات مالية تعمل داخل السوق المالي، ووجود الأدوات المالية اللازمة للتداول في السوق المالي، واتساع الطاقة الاستيعابية للاستثمار في الاقتصاد.

تضم أسواق الأوراق المالية في الوطن العربي أسواقاً ذات تاريخ معتبر في سوق المال، سواء من ناحية قدم دخولها كسوق مالي، مثل سوق رأس المال المصري، وبورصة الدار البيضاء، وبورصة بيروت وغيرها، أو من ناحية كبر رأس المال المشتغل في هذا السوق، وهذا ما ينطبق على أسواق المال في دول الخليج العربي. وبالرغم من ذلك فإن أسواق المال في الدول العربية تعدّ صغيرة جداً

¹ حسين، مناضل عباس الجواري وآخرون. 2010. ص 10.

² حسين، مناضل عباس الجواري وآخرون. 2010. ص 14.

بالمقارنة مع أسواق المال الدولية وبورصات الدول المتقدمة والغنية. وتولي معظم الدول العربية اهتماماً كبيراً لدور الأسواق المالية لزيادة القدرة على تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتمويل المشاريع تمويلاً متوسطاً وطويل الأجل. والجدول (5-9) يوضح القيمة المتداولة والقيمة السوقية للسوق الليبي مقارنة بأسواق بعض الدول العربية. وبمقارنة حجم سيولة سوق المال الليبي وبالتحديد بالنسبة إلى القيمة السوقية وقيمة التبادل لسوق الأوراق المالية الليبي مع القيمة السوقية وقيمة التبادل للأسواق العربية وما توضحه بيانات الجدول (5-9) فإن القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الليبي صغيرة ولا تمثل سوى نحو (0.24%) من إجمالي القيمة السوقية لمجموع أسواق المال للدول العربية المبينة بالجدول، وهذه النسبة تبلغ حوالي (2737.58) مليون كقيمة سوق المال الليبي السوقية من نحو (1,129,002.24)، وهو إجمالي القيمة السوقية للدول المدرجة بالجدول خلال سنة 2013. بالكاد تصل هذه النسبة إلى ربع الواحد بالمئة، وتقل عن بورصة فلسطين للأوراق المالية رغم الاحتلال، وعن تونس الأفقر من ليبيا من حيث الموارد الطبيعية، ومع مراعاة وضعية سوريا وظروفها، فقد وصل سوق دمشق للأوراق المالية إلى نحو (0.08%) من إجمالي القيمة السوقية لأسواق المال بالدول العربية المبينة بالجدول. ولا داعي لتكرار المقارنة بين سوق المال الليبي وأسواق دول الخليج العربي، حيث سبق أن أجريت المقارنة المطلوبة. أما من حيث قيمة التداول فقد بلغت حوالي 25.27 مليون دينار وبنسبة تقدر بنحو 0.01% من إجمالي قيمة التبادل لأسواق الأوراق المالية بالدول العربية المدرجة بالجدول، وبالمقارنة كذلك فإن ذلك يعني الضعف الشديد لحركة البيع والشراء لسوق الأوراق المالية الليبي.

جدول (5-9) القيمة المتداولة والقيمة السوقية للسوق الليبي

بالمقارنة مع بعض الدول العربية (مليون دولار)

قيمة التداول		القيمة السوقية		الدول
%	2013	%	2013	
%1.43	7,139.88	%4.85	54,732.34	بورصة الدار البيضاء
%0.07	343.56	%1.50	16,938.83	بورصة بيروت
%0.18	874.25	%0.75	8,430.62	بورصة تونس
%0.07	336.62	%0.29	3,247.90	بورصة فلسطين للأوراق المالية
%0.01	27.98	%0.08	847.20	دمشق للأوراق المالية
%3.10	15,456.75	%5.50	62,044.65	سوق رأس المال المصري
%3.97	19,808.43	%13.49	152,302.88	الدوحة للأوراق المالية
%0.11	545.96	%1.61	18,179.07	بورصة البحرين
%72.20	360,079.56	%41.39	467,299.22	بورصة السعودية
%3.66	18,231.46	%9.15	103,269.61	بورصة الكويت
%0.82	4,091.63	%2.26	25,477.05	بورصة عُمان
%4.59	22,884.78	%10.31	116,356.47	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
%1.16	5,770.28	%2.43	27,407.95	سوق الأوراق المالية مسقط
%8.64	43,077.57	%6.18	69,730.87	سوق المال دبي
%0.01	25.27	%0.24	2,737.58	سوق المال الليبي *
%100	498,693.98	%100	1,129,002.24	الإجمالي

المصدر: موقع صندوق النقد العربي <http://www.amf.org.ae/ar> - (بتصرف) * المصدر: بيانات سوق الأوراق المالية الليبي - (بتصرف)

5-2-7 حجم القيمة السوقية بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي (GDP) :

تقيس نسبة القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الليبي إلى الناتج المحلي الإجمالي في سنة معينة القيمة التي تعمل في السوق من إجمالي قيمة الناتج المحلي، بمعنى الجزء المدار من الاقتصاد داخل سوق الأوراق المالية، الذي تمثله النسبة المقدره بالأموال التي تُصخ إلى السوق في شكل سيولة تعمل داخله. ويفترض هذا المقياس من مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية وجود علاقة طردية ومعنوية بين مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي، وقدرة سوق

الأوراق المالية على توفير قدر من السيولة تتاح لتوجيهها بكفاءة نحو الاستثمار. ومن بيانات الجدول رقم (5-10) يُلاحظ التالي:

أولاً: أن الناتج المحلي الإجمالي متقارب القيمة للثلاث سنوات من 2008 إلى 2010، ثم الهبوط الواضح سنة 2011 ليلبغ (43.385) مليار دينار، وبعدها أخذ الناتج المحلي الإجمالي قيماً كبيرة تعكس ارتفاع أسعار النفط العالمية، وهذا طبيعي في اقتصاد يعتمد على النفط كعنصر رئيس في هيكل الصادرات والمُسهِم الأكبر في الدخل المحلي الإجمالي لليبيا.

الجدول رقم (5-10): معدلات القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (بالمليون دل)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
GDP بالأسعار الجارية	89260	86289	86289	43385	117675	117675
القيمة السوقية	3362	3247	3194	3017	2916	2738
% القيمة السوقية إلى GDP	3.77	3.76	3.70	6.95	2.48	2.33
معدل التضخم %	12	2.4	2.4	15.9	6.1	2.9
GDP بالأسعار الثابتة (2003)	48,709.3	49,854.3	49,854.3	20,146.3	39,922.7	39,922.7

المصدر: نشرات عن مصرف ليبيا المركزي وبيانات مجمعة من موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية www.lsm.gov.ly

ثانياً: في الجدول رقم (5-10) وما يحتوي من قيم للناتج المحلي الإجمالي والقيمة السوقية لسوق المال الليبي يلاحظ أن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي تأخذ قيماً متدنية، وهو ما يشير إلى ضعف أداء سوق الأوراق المالية الليبي، ومن ثم ضعف أثره على النشاط الاقتصادي، كذلك يلاحظ من الجدول أن الزيادة التي طرأت على هذه النسبة عام 2011 ناجمة عن الانخفاض الحاد الذي حدث في الناتج المحلي الإجمالي.

ثالثاً: تمثل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة حجم رأس المال السوقي بسوق الأوراق المالية من الناتج المحلي الإجمالي؛ أي مدى إسهام السوق في الناتج المحلي الإجمالي،

وقدرته على جذب أكبر قيمة من هذا الناتج لتعمل من خلال سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى أن مؤشر القيمة السوقية يتأثر بعاملين؛ العامل الأول: عدد الأوراق المالية التي تشكل رأس مال الشركات المدرجة، والثاني: متوسط سعر الورقة المالية في السوق، فارتفاع العامل الأول يعني قدرة السوق على جذب جانب العرض الذي يمثله الشركات والمؤسسات الوسيطة، والعامل الثاني هو ما يمثل قدرة السوق على توفير السيولة، وتأمين عائد أكبر دون مخاطرة كبيرة، تشجع المستثمر على التداول في سوق الأوراق المالية. ومن ثم مقارنة ما سبق بالناتج المحلي الإجمالي لتظهر حصة السوق من الناتج كنسبة مئوية.

رابعاً: منذ سنة 2008 وحتى سنة 2010 حيث ارتفعت القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الليبي إلى (3362) و(3247) و(3194) مليون دينار ليبي، وهذا تغير بسيط يتماشى مع متوسط سعر السهم لنفس الفترة، وبنفس التقييم، كما يلاحظ ثبات وتيرة التغير في الناتج المحلي الإجمالي للسنوات 2008 و2009 و2010، والنتيجة ثبات نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي حول 3.75%. معنى ذلك أن القيم المذكورة تعمل داخل سوق الأوراق المالية الليبي والنسبة الباقية من الناتج المحلي الإجمالي تعمل في دائرة الاقتصاد خارج السوق. وفي سنة 2011 طرأ على القيمة السوقية تغير بسيط، (التغير نزولاً هو سمة كل السنوات المذكورة)، وارتفعت نسبة مشاركة قيمة السوق إلى نحو 6.95%، ولكن ذلك لا يعزى إلى زيادة كفاءة السوق، ولكن لهبوط قيمة الناتج المحلي الإجمالي، مع ثبات العوامل الأخرى. وما حدث في سنتي 2012 و2013 عكس ما حدث في 2011 تماماً.

5-2-8 حجم التداول بالنسبة للناتج المحلي (GDP).

حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي (TV / GDP) و (TV) قيمة التداول Trading value ، ويمثل قيمة ما يتم تداوله من أسهم في سوق الأوراق المالية وبمختلف الأسعار خلال فترة زمنية

معينة، ويعد مؤشراً جيداً عندما يؤخذ كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. تكاد تتطابق الملاحظات على قيمة التداول ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي في سوق المال الليبي الميمنة في الجدول (5-11) مع ما ذكر عن القيمة السوقية لسوق المال الليبي ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، بل نلاحظ زيادة الضعف في قيم التداول ناهيك عن الضعف الشديد في معدلات قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي. فالهبوط الحاد والمطرد في قيم التداول (224.6 إلى 195.5 إلى 150.1 إلى 73.5 إلى 48.2 إلى 25.3) خلال السنوات من 2008 إلى 2013 على الترتيب، وبنسب سلبية لكمية التداول، بالرغم من ثبات متوسط سعر السهم تقريباً، مصاحب لمعدلات نمو سالبة في قيم التداول (-15% إلى -30% إلى -104% إلى -52% إلى -91%)¹ هذا التراجع في كميات التداول يعنى عزوف المستثمرين عن التعامل (البيع والشراء) في الأوراق المالية داخل السوق، وهو ما يعكس ضعف أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية الليبي على تعبئة المدخرات، الأمر الذي يتطلب العمل على تصحيح الخلل القائم، والتركيز على قيم الإفصاح والشفافية والإدارة الكفوة في سوق المال الليبي.

الجدول رقم (5-11) قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي (المليون دينار)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	89260.3	86288.9	86288.9	43385.1	117675	117675
قيم التداول	224.6	195.5	150.1	73.5	48.2	25.3
معدل قيم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي	%0.252	%0.227	%0.174	%0.169	%0.041	%0.021

المصدر: نشرات عن مصرف ليبيا المركزي وبيانات مجمعة من موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية www.lsm.gov.ly

¹ حسب بيانات الجدول رقم (5-7) عن حجم التداول بسوق المال الليبي عن الفترة 2008-2013

5-2-9 حجم التداول بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية

إن حاصل قسمة حجم التداول (TV) على القيمة السوقية Marketing Value (MV) يسمى درجة السيولة أو معدل الدوران (Turnover)، $(Tv/Mv = TRN)$ ، ويمثل قيمة الأسهم المتداولة في شكل نسبة مئوية لنتائج قسمة حجم التداول على القيمة السوقية عن مدة معينة. ويقاس هذا المؤشر درجة تطور الأسواق المالية، عند ربط دورة رأس المال بنسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي. والجدول (5-12) يوضح تطور معدل دوران رأس المال في سوق الأوراق المالية الليبي خلال الفترة من شهر إبريل 2008 إلى شهر فبراير 2009، فالانخفاض الحاد في هذا المؤشر الذي لم يبلغ 0.5% خلال الفترة المذكورة، يعبر عن تباطؤ دوران التداول نسبة إلى القيمة السوقية، ويعنى كذلك أن جزءاً يسيراً من قيمة التداول عن شهر يناير 2009 يقدر بقيمة (2,136,248.50 دل)، هي المتاح للتداول من قيمة السوق المقدره بنحو (814,461,464 دل) لهذا الشهر، ما يدل على ضحالة سوق الأوراق المالية الليبي في السنة الأولى للتداول.

جدول رقم (5-12): حجم التداول بالنسبة للقيمة السوقية

بسوق الأوراق المالية الليبي عن السنة الأولى للتداول 2008 (مليون دينار)

الفترة	2008/4	2008/5	-	2009/1	2009/2	المجموع
إجمالي القيمة السوقية	1192.92	1101.20	0.00	814.46	844.96	10424.33
إجمالي حجم التداول	1.87	1.94	0.00	2.14	2.61	34.02
% الحجم / القيمة	0.16	0.18	-	0.26	0.31	0.33

المصدر: بيانات مجمعة من موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت) www.lsm.gov.ly

وهذا ما تؤكد حركة الدوران لجميع السنوات قيد البحث، كما يتضح من خلال مؤشرات سوق الأوراق المالية الليبي المبينة بالجدول (5-13): بشكل عام يتضح ضعف معدلات السيولة، حيث بلغت في سنة 2008 حوالي 7% مع العلم بأنه قد تم تفعيل نظام التداول الإلكتروني في السوق، وهو تطوير يزيد من أداء السوق التشغيلية، رغم ذلك استمر هذا المعدل في التراجع في حركة

التداول ممثلةً بمعدل الدوران، الذي يوضحه النسبة التي بلغت أقل من 1% في سنة 2013. تشير البيانات في الجدول رقم (5-13) إلى أن قيمة التداول استمرت في التناقص بشكل ملحوظ خلال الأعوام 2009 و2010 و2011 بالرغم من الدعم الرسمي للسوق، وهو ما يدل على عدم انتهاج السياسات الاقتصادية الداعمة لتنشيط سوق رأس مال حقيقي، وأن تأسيس سوق الأوراق المالية الليبي هي عملية رمزية؛ ويُقصد بكلمة "رمزية" أن الهدف من تأسيس السوق محاكاة النظام الاقتصادي العالمي، وليس بدافع اقتصادي تحقق بناءً على معطيات اقتصادية، وفق خطط تهدف الى تحقيق أهداف اقتصادية محددة، تؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي. كما يلاحظ أيضاً أن الانهيار الشديد والمستمر في قيمة التداول بعد عام 2011، يرافق تناقص القيمة السوقية بشكل أقل حدة، مما يؤكد أن عملية البيع والشراء داخل إطار الشركات المدرجة والتابعة في الغالب لرأس مال مملوك للدولة، أي لم تتأثر بنشاط اقتصادي حقيقي، وأن أسعار التداول هي أسعار لها صبغة رسمية تحددها توجيهات من أجهزة الدولة، وليس وفق مؤشرات العرض والطلب.

جدول (5-13) معدلات سيولة سوق الأوراق المالية الليبي

(مليون دينار)

للفترة (2008-2013)

السنة	قيمة التداول (بالدينار) (1)	القيمة السوقية (بالدينار) (2)	معدل سيولة السوق % (2)÷(1)=(3)	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية
2008	224.646	3362.279	7%	89,260.30
2009	195.541	3246.910	6%	86,288.90
2010	150.103	3193.825	5%	86,288.90
2011	73.466	3016.755	2%	43,385.10
2012	48.201	2916.391	2%	117,675.00
2013	25.274	2737.585	1%	117,675.00

المصدر: نشرات عن مصرف ليبيا المركزي وبيانات مجمعة من موقع سوق الأوراق المالية الليبي على شبكة المعلومات الدولية www.lsm.gov.ly

أما حركة معدلات سيولة السوق خلال الفترة من 2008 إلى 2013 فهي تأخذ الاتجاه العكسي لقيم الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة، ما يدل على عدم وجود ارتباط بينهما، بمعنى عدم تأثير سوق الأوراق المالية على قيم الناتج المحلي الإجمالي في ليبيا والعكس صحيح. ويعزى للأحداث التي مرت بها البلاد (ذلك التأثير السلبي على النشاط الاقتصادي) ما يفسر اتجاه البيانات والمؤشرات للاقتصاد وسوق الأوراق المالية الليبي ابتداء من 2011، زد على ذلك ضبابية الرؤية المستقبلية، وعدم التأكد المصاحب لكل التوقعات؛ مما يجعل مهمة وضع الخطط التنموية من الصعوبة بمكان على واضعي السياسات الاقتصادية، ناهيك عن تأثير القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمر، بناءً على واقع الاقتصاد المتعثر، على مستوى كفاءة سوق المال الليبي بصورة عامة.

إن المؤشرات المستخدمة في عملية التقييم في مجموعها تبين أن سوق الأوراق المالية الليبي هو سوق ناشئ لا يتمتع بدرجة كافية من التطور تسمح له بأن يكون قادرًا على استقطاب المدخرات المحلية وضعف القدرة على جذب المدخرات الأجنبية وتوجيهها نحو الاستثمار. الأمر الذي يعني أن هذا السوق لا يزال غير قادر على تحقيق الأهداف التي أنشئ من أجلها بكفاءة وفاعلية.

6-الفصل السادس: خاتمة الدراسة (النتائج والتوصيات)

1-6 تمهيد

تحتاج ليبيا إلى منهج علمي ودراسات متخصصة لتصحيح التشوهات الهيكلية التي حالت دون تطور الاقتصاد. لقد حاولت الدراسة، بما توفر للباحث من مراجع وبيانات، تحليل واقع الاقتصاد بما يدعم دور سوق الأوراق المالية الليبي في تعبئة المدخرات. حيث أكدت النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية، أهمية تأثير التنمية المالية على التنمية الاقتصادية والعكس؛ وحيث تتوفر القدرات المالية فإن الفرصة أكبر لتطور التنمية المالية في ليبيا، مع تطور سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات وضخها عبر قنوات إنتاجية ذات مردود مرتفع لبناء اقتصاد حقيقي. وفي الختام فقد حاول الباحث إخضاع مؤشرات سوق الأوراق المالية الليبي لبعض النماذج القياسية لاختبار تأثير بعض السياسات الاقتصادية عليها، ولكن الظروف الاستثنائية كان من الواضح تأثيرها على البيانات، وضيق فترة عمل السوق، حيث كان من المتوقع أن تكون النتائج سلبية فيما يخص العلاقة بي مؤشرات السوق ومؤشرات الاقتصاد الكلي، وهذا ما تشير إليه بيانات الدراسة، لذلك لم يتم عرض نتائج الاختبارات القياسية بهذه الدراسة. وقد خلص البحث إلى وجود الإمكانيات التي تحتاج إلى إرادة تطوير سوق الأوراق المالية الليبي، والاهتمام بتطوير التنمية المالية بوجه عام للإسهام في زيادة النمو الاقتصادي والدفع بعجلة التنمية الاقتصادية الشاملة والمستدامة. يحتوي هذا الفصل الختامي على ثلاثة أقسام رئيسية: القسم الأول منه ملخص لمحتويات الرسالة والبيانات المستخدمة والطرق الوصفية والكمية المستخدمة، ويأتي القسم الثاني الذي يحتوي النتائج التي توصل إليها البحث، وأخيراً القسم الثالث وبه توصيات الدراسة.

6-2 النتائج

لقد توصلت الدراسة من خلال المراجع المنشورة والدراسات السابقة إلى مجموعة من النتائج أهمها:
جميع السمات التي تنطبق على الاقتصاديات النامية هي ما يتسم به الاقتصاد في ليبيا، فإن الاقتصاد الليبي اقتصاد ريعي في واقع الأمر، ولم تتوفر الإرادة لخلق البدائل التي تؤسس لاقتصاد إنتاجي، تسهم فيه القطاعات غير النفطية في إجمالي الإيرادات المالية، وقد تكون الأوضاع السياسية والاقتصادية ليست مستقرة خلال الفترة الدراسية، ما لم يساعد على فعالية وتطور سوق الأوراق المالية الليبي.

1. أفادت دراسات الأدب الاقتصادي من خلال الإطار النظري والتجارب الدولية، أن عدم

استقلالية هيئة سوق الأوراق المالية الليبي، وفصل مهمة الإشراف عن التنفيذ، ترتب عليها

سلبيات قد تضر بأداء السوق بصورة عامة، وهذا ما حاولت الدراسة تأكيده في النقاط التالية:

أ- ضعف أداء سوق المال الليبي التي تم بيانها من نتائج مؤشرات السوق.

ب- وقوع هيئته تحت تجاذبات حالت دون خلق سوق كفؤ.

ج- قصور في جانب التشريعات، والشفافية، والإفصاح، والقيد، وغيرها.

2. الفوائض المالية التي توفرت في جانب الادخار العام، حيث نسبة الادخار إلى الاستثمار

حوالي 316% و 332% و 171% و 200% و 125% و 184% للسنوات من 2008 إلى

2013 على الترتيب. كما كانت قدرة المصارف التجارية كبير على التمويل والإقراض نسبياً

إلى الزيادة عن الاحتياطي القانوني لديها والذي بلغ حوالي 15 مليار دينار ليبي سنة 2007

ليزيد إلى نحو 35.5 مليار دينار ليبي سنة 2012، بالإضافة إلى المبالغ لدى صندوق

الضمان الاجتماعي التي بلغت حوالي 2.2 مليار دينار سنة 2008، هذه المبالغ لا تزال في

أمس الحاجة إلى سياسات اقتصادية تعمل على توجيه هذه الكتل إلى:

أ- الرفع من معدلات الادخار العائلي، وزيادة القدرة على تعبئة هذه المدخرات.

ب- تأسيس بنية تحتية متينة، والتركيز على التنمية البشرية.

ج- سد الفجوة المستمرة بين الادخار والاستثمار، بسبب انخفاض القدرة الاستيعابية

للاقتصاد، وذلك بتهيئة المناخ الاستثماري، والعمل وفق خارطة استثمارية شاملة.

3. سوق الأوراق المالية الليبي لم تكن له فاعلية في زيادة حجم التداول نتيجة قلة عدد الشركات المدرجة والنقص الشديد في عدد المعاملات لذلك كانت النتائج التالية:

أ- لم يستقطب سوق الأوراق المالية الليبي مختلف قطاعات الاقتصاد، بل اقتصر على (3) قطاعات هي قطاع المصارف والذي ضم ستة مصارف، وقطاع التأمين وضم ثلاث شركات تأمين، وقطاع الاستثمار المالي وضم فقط سوق الأوراق المالية الليبي، ليكون مجموع الشركات المدرجة بالسوق 10 شركات مساهمة.

ب- استمر معدل النمو في القيمة السوقية في التناقص طوال المدة من 2008 إلى 2013 حيث سجل معدل نمو سالب قدره نحو (-3%) سنة 2009 وحوالي (-6%) سنة 2013.

ج- استمر معدل النمو في حجم التداول في التناقص طوال المدة من 2008 إلى 2013 ليبدأ بنحو (-15%) سنة 2008 ثم حوالي (-91%) سنة 2013.

4. جداول الإدراج لم يشمل تنوعاً للشركات والمؤسسات داخل السوق، وبأعداد كبيرة ليعكس صورة الاقتصاد.

5. هناك تجارب يستفاد من نجاحها لبعض الدول النامية في تعبئة المدخرات والنهوض باقتصادها برغم الفقر الشديد أحياناً. ويتوقع أن تسهم الموارد الطبيعية في تسريع تطوير سوق الأوراق المالية الليبي.

6. هناك العديد من الشركات المساهمة المغلقة لم تقدم بإصلاح مسارها وتهيئتها للدخول ضمن قائمة التداول بسوق الأوراق المالية.

7. الثقافة الادخارية لا تشجع على الاستثمار في الأوراق المالية، والتوجه نحو شركات تعبئة المدخرات، ولم يقوم الإعلام بأداء الدور المهم للتعريف بأوعية تجميع المدخرات، والأصول المالية المتوفرة.

قطاع المال في ليبيا لا يتوافق مع التطورات الجديدة والحديثة، ما كان له انعكاس واضح على أداء سوق الأوراق المالية الليبي، فبالرغم من توفر السيولة في القطاع المالي لم يستطع استثمارها، والعمل على تشجيع قطاع الأعمال في تأسيس مشاريع جديدة من خلال الاكتتاب في سوق الأوراق، وإصدار أوراق مالية جديدة، وذلك حسب افتراضات الدراسة، إلا أن بيانات سوق الأوراق المالية الليبي سواء كان ذلك عن عدد الشركات المدرجة، أم عدد الأسهم المتداولة، والقيمة الإجمالية للتداول والقيمة السوقية، وغيرها من البيانات التي قامت الدراسة بتوصيفها، فإن سوق الأوراق المالية الليبي لم يقوم بدوره بالعمل على تجميع المدخرات وبالتالي توجيهها إلى الاستثمار، وقد يكون للنتائج التي ذكرت سبب في هذه النتيجة.

ونأمل أن تعمل توصيات الدراسة على زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي ليقوم بأداء دوره بالصورة التي تعكس إمكانيات الاقتصاد الليبي.

3-6 التوصيات

استناداً إلى النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة، وأيضاً من المراجع التي تم

الاطلاع عليها، فإنه يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات متمثلة في الآتي:

1. أصبح من غير المقبول استمرار الاقتصاد الليبي في الاعتماد على مورد ناضب ووحيد وعلى

الموارد الطبيعية (غير النفطية) المحدودة. الأمر الذي يتطلب توفير استقرار سياسي، وسياسات

اقتصادية تدفع نحو اقتصاد إنتاجي، وتهيئة المناخ الاقتصادي الملائم الذي يشجع على

الاستثمار المحلي والأجنبي، وتقديم كافة التسهيلات والضمانات التي تكفل حقوق المستثمر

المحلي والأجنبي.

2. توجيه الدولة نحو بناء البنية التحتية القوية بالتوازي مع تعزيز الدخل المتاح للمواطن لتقوية

القدرة الادخارية لديه، بهدف الاعتماد على رؤوس أموال خاصة رشيدة، تعمل على خلق تراكم

استثماري إيجابي.

3. العمل على اتخاذ السياسات المالية والنقدية لترشيد الإنفاق العام بما يدعم النمو الاقتصادي،

وتجنب آثاره السلبية على المدى الطويل.

4. إعطاء دور أكبر لسوق الأوراق المالية الليبي في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار،

والأولوية لتوجيه الأموال للسوق الأولية (سوق الإصدار) بالدرجة الأولى، ومن ثم تنفيذ

السياسات الاقتصادية الكفيلة بضمان حركة نشطة للسوق الثانوية.

5. زيادة عدد الشركات المساهمة المستوفية لشروط الإدراج بسوق الأوراق المالية الليبي، وزيادة

عدد المؤسسات المالية الوسيطة لخلق وترويج أدوات مالية متنوعة ومستمرة.

6. إعطاء دور أكبر للقطاع الخاص، وتشجيع رؤوس الأموال الخاصة على الاستثمار، وتصحيح مسار الشركات الخاصة المغلقة وتوجيهها لتصبح مكونات حقيقية وفعّالة، بهدف المشاركة الحقيقية في الاقتصاد.
7. زيادة الاعتماد على المدخرات المحلية لتمويل الاستثمارات، مع ضرورة زيادة الاهتمام بالادخار العائلي، واتباع السياسات والوسائل التي تشجع على تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمار.
8. اتخاذ سياسات نقدية تعمل على إدخال إصلاحات على النظام المصرفي والقطاع المالي بصورة عامة للقيام بدوره، والتحكم في معدلات التضخم لمساعدة السوق في أداء دوره.
9. تعديل النظام الضريبي واستحداث وإعادة النظر في التشريعات والقوانين الضريبية بما يتوافق وتطوير التنمية المالية والتنمية الاقتصادية.

4-6 المراجع

1-4-6 المراجع العربية

آل شبيب، دريد كامل. (2012). الأسواق المالية والنقدية (الطبعة الأولى). عمان: دار المسيرة.

أندروس، عاطف وليم. (2006). أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي التحرير المالي ومتطلبات تطويرها) (الطبعة الأولى). الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.

جيرونبلام، فرانسيس. (1991). الاقتصاد الدولي (الطبعة الأولى). (محمد عزيز، ومحمود سعيد الفاخري، المترجمون) بنغازي، ليبيا: منشورات جامعة قاريونس.

الحاسية، ميلود جمعة. (1995). النقود والمصارف والنشاط الاقتصادي (الطبعة الثانية). بنغازي، ليبيا: منشورات مركز بحوث العلوم الاقتصادية.

حمزة، حسن كريم. (2011). العولمة المالية والنمو الاقتصادي (الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار صفاء.

خربوش، حسني علي؛ آرشيد، عبد المعطي رضا؛ جودة، محفوظ أحمد؛. (1998). الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات. عمان، الأردن: دار زهران.

الدسوقي إيهاب. (2000). اقتصاديات كفاءة البورصة. القاهرة، مصر: دار النهضة العربية. الدعمي، عباس كاظم؛. (2010). السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية (الطبعة الأولى).

عمان، الأردن: دار صفاء.

ستانليك. (1992). مقدمة في الاقتصاد الكلي (ط1). (محمد عزيز، وفتحي بوسدر، المترجمون) بنغازي، ليبيا: جامعة بنغازي (قاريونس).

الشمري، ناظم محمد نوري؛. (1999). النقود والمصارف والنظرية النقدية (الطبعة الأولى).

عمان، الأردن: دار زهران.

الصيرفي، محمد. (2007). البورصات (الطبعة الأولى). الإسكندرية، مصر: دار الفكر

الجامعي.

طاقة، محمد؛ العزاوي، هدى؛. (2010). اقتصاديات المالية العامة (الطبعة الثانية). عمان،

الأردن: دار المسيرة.

عبد القادر، السيد متولي؛. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير (الطبعة الأولى).

عمان، الأردن: دار الفكر.

عفيفي، حاتم سامي. (1993). التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم (الطبعة الثانية، الكتاب

الثاني). القاهرة: الدار المصرية اللبنانية.

الفاقي، فخري الدين؛ وفاء، محمد محمود؛. (2007). أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي

والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي.

هندي، منير إبراهيم. (2007). الأوراق المالية وأسواق المال. الإسكندرية، مصر: منشأة

المعارف.

الهيبي، نوزاد. (1998). مقدمة في الأسواق المالية. طرابلس، ليبيا: أكاديمية الدراسات العليا

والبحوث الاقتصادية.

6-4-2 البحوث والتقارير

الأسرج، حسين عبد المطلب. (ديسمبر، 2004). تحليل أداء البورصات العربية خلال

الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية. سلسلة رسائل البنك

الصناعي.

الأسرج، حسين عبد المطلب؛. (بلا تاريخ). آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار.
مجلة مصر المعاصرة.

براون، جيرت. (2003/4/8). تعبئة المدخرات الرأسمالية في بلدان العالم الثالث هل تكون
وسيلة لتشجيع عملية التنمية. هانز، المانيا: مركز المشروعات الدولية CIPE.

بوسنية، محمد عبد الجليل؛ شامية، عبد الله امحمد؛. (1997). الإطار العام لسياسات إعادة
هيكله الاقتصاد الليبي (التخصيصية). ندوة دور المؤسسات والأسواق المالية في إعادة
هيكله الاقتصاد الليبي. بنغازي، ليبيا: منشورات مركز بحوث العلوم الاقتصادية.

حسين، مناضل عباس؛ صالح عوز، خضير مهدي؛. (2010). الأسواق المالية على
المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي. الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد
5 العدد 15، الصفحات 25-42.

سلامي، أحمد؛ شيخي، محمد. (2014). اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين
الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال (1970-2011). مجلة الباحث، العدد
13، الصفحات 1-11.

عبدالله، أمينة عز الدين. (يونيو، 1998). بعض وسائل تعبئة الادخار العائلي في مصر في
ضوء تجارب بعض الدول النامية.

العقلا، محمد بن علي؛. ((6-8) مارس 2007). الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية.
مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات. دبي، الإمارات العربية: غرفة تجارة وصناعة
دبي.

المولى، إيمان عبد المطلب حسن. (2011). مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في
النمو الاقتصادي. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7 (العدد 23).

هجير عدنان زكي. (2005). اقتصاديات الانكشاف. المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد

3، العدد 7، الصفحات 23-45.

الهدواج، أحمد. (2005). دور البورصة في الاقتصاد -سوق الأوراق المالية الليبي. ندوة

الأسواق المالية ومؤسساتها. طرابلس، ليبيا.

يونس، مفيد ذنون. (2008). العوامل المؤثرة في تطور أسواق الأوراق المالية العربية. مجلة

تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 92، الصفحات 303-313.

3-4-6 مواقع على الانترنت

<http://www.aleqt.com>

صحيفة الاقتصادية الإلكترونية

<http://www.arab-api.org>

موقع المعهد العربي للتخطيط بالكويت

www.lsm.gov.ly

موقع سوق الأوراق المالية الليبي (الإنترنت)

4-4-6 مصادر بيانات

[/http://databank.albankaldawli.org/data](http://databank.albankaldawli.org/data)

المصرف الدولي - مؤشرات التنمية العالمية

<http://www.imf.org/external/index.htm>

صندوق النقد الدولي - إحصائيات الصندوق

<http://www.amf.org.ae/ar>

صندوق النقد العربي - الحسابات القومية

<https://cbl.gov.ly>

مصرف ليبيا المركزي - نشرات وإحصاءات

<http://www.bsc.ly>

هيئة تعداد السكان - تعداد 2006 - طرابلس - ليبيا

<http://www.bsc.ly> ، <http://www.mofp-ly.com>

وزارة التخطيط

- Abdalla, S. Z. S. (2011). Stock market development and economic growth in Sudan (1995-2009): Evidence from Granger causality test. *Journal of Business Studies Quarterly*, 3(2), 93.
- Ake, B. (2010). The role of stock market development in economic growth: evidence from some Euronext countries. *International Journal of Financial Research*.
- Al-Malkawi, H. A.-A. (2014). Financial Deepening and Economic Growth in Saudi Arabia. *Journal of Emerging Market Finance*, 13(2), pp. 139-154 .
- Bond, S. R., & Malik, A. (2008). CSAE WPS/2008-20.
- Khan, W. A., Javed, M. A., Shahzad, N., Sheikh, Q., Saddique, S., Riaz, M., & Batool, S. (2014). Impact of Macroeconomics variable on the Stock Market index; A Study from Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 258.
- Korajczyk, R. A. (1996). A measure of stock market integration for developed and emerging markets. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 267-289. Samy Ben Naceur and Samir Ghazouani - Stock Markets, Banks, and Growth in some MENA region countries - *Research in International Business and Finance* 21 (2007) 297-315
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, R., & Carkovic, M. (2001). Finance and Growth: New Evidence and Policy Analyses for Chile.
- Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 323-339.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review*, Vol. 88, No. 3, 537-558.
- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: an overview. *European economic review*, 37(2-3), 613-622.

Palley, T. L. (2007). „Financialization: What it is and Why it Matters.“Political Economy Research Institute Amherst (No. 153). Working Paper.

Sawkut, R., Sannasee, V., & Seetanah, B. Stock Market Development and Economic Growth in Developing countries.

Abstract

The Libyan stock market is an important tool in mobilization of savings. The study identified the problem of existing between the supply of savings and demand imbalance, the inability of the financial system to play its role in economic development, and the weakness of the private sector. The study attempted to survey the capabilities of the financial sector, which represents the supply side capabilities, which started from the period of establishment of the stock market in 2006-2008, and the surpluses of the financial sector were large, where the funding gap for public savings reached about 32 billion dinars in 2007, and the international reserves amounted to about 69 billion dollars In 2006, as the increase in legal reserve in commercial banks in Libya about 15 billion Libyan dinars in 2007, and the surplus of the Social Security Fund about two billion dinars in 2008. These surpluses correspond to factors that take negative rates, foremost of which is the continued contribution of oil revenues to large percentages of GDP, in addition to an opening to the economy of about 89% as a general average during the period (2008-2015). The average dependency ratio was 3.14 per capita, including the same. The inflation rate ranged between 1.30% in 2004 and 18.89% in mid-2016, with a significant fluctuation in all rates. The analysis of the indices of the Libyan stock market and the comparison between them and the indices of some Arab stock markets, using tools descriptive economy, the significance of these indicators indicate the number of companies listed in the market, which amounted to seven companies in 2008 to reach ten companies in 2013, the shares traded for these companies reached 105,333,333 shares for the year 2008 to reach 260,333,300 shares for listed companies in the year 2013 with a relative increase in the number of shares amounting to 147%, in conjunction with a decrease in the average share price ranging from 14.95 LD in 2008 to 12.42 In 2013. The market value of the market indicates a continuous decline about 3.36 billion Libyan dinars in 2008 to about 2.74 billion Libyan dinars in 2013 and negative rates during the period 2008-2013. As for Volume of the trading value, we start with the trading volume; Number of shares traded (105,333,333) of listed companies in 2008, of which 16,634,535 shares were traded (about 15.79% of the total number of shares listed) at a price of LD 14.37. The total value of the shares reached (224,645,667.80) Libyan Dinars for the same year. The number of shares reached (260,333,300) shares for the listed companies in the year 2013, of which 2,427,193 shares were traded (the trading ratio was 0.93% and one percent of the number of shares) per share amounted to 12.60 Libyan dinars to reach the value of trading (25,273,606.23) Libyan dinars, which are generally weak rates. When comparing these

indices to those in the stock markets of some Arab countries; the ratio of the value of trading 0.01% and the ratio of market value 0.24%. The contribution of the market value of the stock market to the Gross Domestic Product (GDP) has declined, from 3.77% to 2.33% for 2008 and 2013, respectively. The value of trading to GDP ranged from 0.25% in 2008 to 0.02% 2013. The negative results of the market indices, mainly the growth rate of the market value of (-3.55%), (-1.66%), (-5.87%) and (-3.44%) and (-6.53%) for the years 2009 to 2013 respectively, reflecting the weak ability of the market to savings mobilization, which entails the need to work to increase the efficiency of the performance of the Libyan stock market.



The Role of the Libyan stock Market in Mobilizing Savings

By

Yahya A Abdulhafith Alhoty

Supervisor

Prof. Dr. Abdulfatah A Abu Hbial

A Thesis Submitted to the Department of Economics in Partial Fulfillment of
Requirements for the Master's Degree in Economics.

Benghazi University

Faculty of Economics

Autumn 2017