تنمية أسواق الأوراق المالية:
بورصة الدار البيضاء نموذجاً

إبراهيم منصوري*

ملخص: يتسم مفهوم التنمية المالية بالتعقيد كما هو الحال بالنسبة لمفهوم التنمية الاقتصادية. وتحاول هذه المقالة أن تعرف بهذا المفهوم وأن تقيسه بتحليل ومقارنة مجموعة من المؤشرات البسيطة لتنمية أسواق الأوراق المالية، وبناء أرقام استدلالية مركبة بالاستناد إلى عينة من البلدان المتقدمة والسائرة في طريق النمو، من بينها المغرب. وتهدف بذلك إلى تسهيل المقارنات الدولية وفهم أحسن للعلاقات بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

تستجيب نهضة أسواق الأوراق المالية في عدد من البلدان النامية لمنطق التحرير المالي الرامي إلى تعبئة المدخرات الداخلية والخارجية، كما أنها ترتبط باستراتيجية خفض المديونية الخارجية التي حلت محل الاستراتيجية القديمة والمتمثلة في تمويل التنمية الاقتصادية عن طريق المديونية الخارجية والتي عرفها عقد السبعينيات في جو يتسم بسيولة دولية مفرطة ومالية خارجية رخيصة. وقد أهملت استراتيجية السبعينيات تعبئة الادخار والسياسات المالية والنقدية بينما تهتم الاستراتيجية الجديدة بهذه السياسات وبتعبئة الادخار (Labidi, 1996).

يعتبر التحرير المالي رد فعل للعوامل التي أدت إلى تفاقم المديونية الخارجية، ذلك أن قمع القطاع المالي Financial repression (Shaw, 1973; Mckinnon, 1973)، يعتبر المسؤول الأول عن الاعتماد على رؤوس الأموال الأجنبية. كما أن التحرير المالي يعتبر رد فعل للالتزامات الخارجية المرتبطة بتسديد الديون الخارجية ولاستمرار تمويل

* أستاذ (Professor) قسم الاقتصاد، جامعة القاضي عياض، مراكش، المغرب.

التنمية لأن تبني سياسة التحرير المالي يمكن أن يضمن صيرورة تدفق رأس المال الأجنبي. ولذلك فإنه، وتحت ضغط مشكل المديونية، ترتبط نهضة أسواق الأوراق المالية، كما في حالة المغرب، باستراتيجية التحرير المالي كما تكون عاملا مهما لاندماج الاقتصاديات النامية في مالية عامة أكثر فأكثر عولمة (النجار، 1993).

تتميز أسواق الأوراق المالية ومنذ بداية العقد الأخير بنموها الانفجاري، فقد عرفت قيمة رأس مال أسواق الأوراق المالية على الصعيد العالمي ارتفاعا مهولا من 4.7 تريليون إلى 15.2 تريليون دولاراً أمريكياً بين سنتي 1985 و1995، كما ارتفع نصيب رأس مال أسواق الأوراق المالية الناهضة خلال هذه الفترة من 4 إلى 13٪ من القيمة الإجمالية لرأس مال أسواق الأوراق المالية على الصعيد العالمي، كما عرف حجم التداول في الأسواق المالية الناهضة تطوراً مهماً بحيث قفزت قيمة الأوراق المالية المتداولة فيها من أقل من 3٪ إلى 17٪ خلال الفترة الممتدة من 1985 إلى 1994 (Demirguç-Kunt & Levine, 1996 b, 233)[1] . لكن أسواق الأوراق المالية الناهضة في العديد من البلدان النامية لا تكون في الحقيقة نماذج جديدة لأسواق ترتبط نهضتها بجيل جديد من الإبداعات المالية Financial innovations. فهي، ببساطة، مجموعة من الأسواق المالية التقليدية التي أهملت في أغلب الأحيان ولكنها بدأت مؤخرا تتطور باستمرار (Lelart) كما يتضح من تطور رأس مالها وحجم التداول فيها.

بيد أن تنمية أسواق الأوراق المالية الناهضة لا يمكن قياسها استناداً إلى معيار واحد أو عدد محدود من معايير تنمية أسواق أوراق المالية. وتبين النماذج المتوفرة أن مفهوم تنمية أسواق الأوراق المالية مفهوم متعدد الأوجه. ولهذا فإنه من الضروري تبني مقاربة متعددة المعايير multicriteria approach (De Boissieu, 1994). وتهدف هذه المقاربة إلى الإحاطة بجميع مظاهر تنمية أسواق الأوراق المالية وتسهيل المقارنات الدولية. إلا أن تلك المقاربة لا ترمي فقط إلى تسهيل المقارنات الدولية لأن بناء أرقام استدلالية متعلقة بتنمية أسواق الأوراق المالية يهدف أيضاً إلى فهم أحسن للعلاقات بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، مما يفضي إلى رؤية ما إذا كانت التنمية المالية ضرورية للتنمية الاقتصادية.

تحاول هذه الدراسة الإجابة عن الأسئلة التالية: ما التعريف الذي يمكن إعطاؤه لمفهوم تنمية أسواق الأوراق المالية؟ هل يمكن قياس هذا المفهوم إمبريقيا؟ هل من الممكن بناء مؤشرات وأرقام استدلالية لتنمية الأسواق المالية تدمج أقصى ما يمكن من المعلومات حول نشاط أسواق الأوراق المالية الناهضة ونموها؟ ما المنهجية التي يجب اتباعها لبناء تلك المؤشرات والأرقام الاستدلالية؟ كيف يمكن استعمالها للقيام

بمقارنات دولية؟ ما أهميتها لغرض فهم أحسن للعلاقات بين تنمية الأسواق البورصية والنمو الاقتصادي؟ وفي محاولتنا للإجابة عن هذه الأسئلة، تبقى لهذه المقالة في أساسها أهمية منهجية كما تستند، كلما كان ذلك ممكنا، إلى الحالة الخاصة لبورصة القيم بالدار البيضاء.

وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم تنمية أسواق الأوراق المالية، مثل مفهوم التنمية الاقتصادية، يتسم بالتعقيد وبتعدد الأوجه، ولهذا فإن أي معيار مفرد لا يمكنه الإحاطة بكل مظاهر تنمية أسواق الأوراق المالية، والمقاربة الأكثر واقعية يجب أن تستعمل مؤشرات عدة لتنمية أسواق الأوراق المالية، وألا تقتصر على نسبتي رأس مال السوق وحجم التداول بالقياس إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما في عدد من الصحف والمجلات. بيد أن المؤشرات، على تعددها، تنتج ترتيباً مختلفا للبلدان عند القيام بالمقارنات الدولية، ولهذا فمن أجل تقييم واقعي للمستوى العام الذي وصلته تنمية أسواق الأوراق المالية في مجموعة معينة من الدول، يكون من الأهمية بناء أرقام استدلالية مركبة لتنمية الأسواق تمكن من إدماج كل المعلومات التي تحويها تلك المؤشرات.

يقدم القسم الأول من هذا البحث تحليلا ومقارنة للمؤشرات البسيطة المتعلقة بتنمية أسواق الأوراق المالية، في حين يعرض القسم الثاني منه الأرقام الاستدلالية المركبة ومنهجية بنائها.

المؤشرات البسيطة لتنمية الأسواق المالية:

المؤشرات البسيطة التي ستكون موضوعا للتحليل والبحث في هذا الفصل هي: (1) مؤشرات حجم السوق (نسبة رأس مال السوق وعدد الشركات المدرجة). (2) مؤشرات السيولة(نسبة حجم التداول، نسبة رقم المعاملات). (3) مؤشر التمركز. (4) مؤشر التنمية المؤسساتية. (5) مؤشر عدم الاستقرار في الأسعار والمردودية. (6) مؤشر الاندماج الدولي للسوق.

1- حجم وسيولة السوق المالية: يمكن قياس حجم سوق الأوراق المالية بنسبة رأس مال السوق وعدد الشركات المدرجة كمعيار إضافي. أما في ما يتعلق بسيولة السوق فيمكن قياسها بنسبتي حجم التداول ورقم الأعمال.

أ – حجم السوق: نسبة رأس مال السوق: تساوي هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المدرجة مقسومة على قيمة الناتج المحلي الإجمالي. وبالمعنى الاقتصادي، هناك فرض يتضمنه مصطلح رأس مال السوق وهي أن حجم سوق الأوراق المالية مرتبط إيجابا بالقدرة على تعبئة الرأسمال وتنويع المخاطرة. ومن أجل الحصول على فكرة عامة عن نسبة رأس المال خلال فترة معينة، فإننا نحسب المتوسط السنوي لهذه النسبة لعينة

من البلدان المتقدمة والسائرة في طريق النمو. ففي المغرب مثلا وصل هذا المتوسط السنوي إلى 5 في المائة خلال الفترة الممتدة من 1986 إلى 1993. ويعود انخفاض هذا الرقم إلى أن رأس مال سوق الأوراق المالية في المغرب لم تعرف تطوراً مهماً إلا بعد سنة 1993، وذلك بفضل الإصلاحات التي تم تبنيها وموجة الخصخصة التي عرفها المغرب منذ ذلك الوقت. ويعطي حساب هذا المتوسط السنوي لعينة من البلدان مقارنات دولية متناقضة. كما يتضح من جدول (1): يفوق المتوسط السنوي لنسبة رأس المال 100 في المائة في بلدان مثل جنوب افريقيا وهونغ كونغ واليابان وسنغافورة خلال الفترة 1986-1993 بينما يكون هذا المتوسط أقل من 10٪ في بلدان أخرى كنيجيريا والمغرب والأرجنتين وأندونيسيا وكولومبيا وتركيا خلال الفترة نفسها. وتفوق نسبة رأس المال في عدد من البلدان النامية مثيلتها في بعض البلدان المتقدمة. على سبيل المثال، يفوق المتوسط السنوي لنسبة رأس مال السوق المالية الماليزية المتوسط السنوي في دول متقدمة كفرنسا واستراليا والدانمرك وإيطاليا.

– عدد الشركات المدرجة: يعتبر عدد الشركات المدرجة مقياسا إضافيا لحجم أسواق الأوراق المالية، في حين لا يمكن القياس على الاختلافات الهامشية في عدد الشركات المدرجة، حيث تكون القيم القصوى مفيدة. على سبيل المثال، ليس مهما أن يكون المتوسط السنوي لعدد الشركات المدرجة في أستراليا هو 1184 في حين يكون العدد في كندا هو 1118 شركة مدرجة خلال الفترة 1985-1993، في حين هناك إدراج أقل من 70 شركة في المغرب وتونس والبحرين (صندوق النقد العربي، على أساس إحصائيات البورصات العربية، 1993) وزيمبابوي (Demirgüç-Kunt & Levine, 1996a) دليلا على محدودية أسواق الأوراق المالية في هذه الدول (لمقارنات دولية أخرى، انظر جدول 1).

ب – سيولة السوق: يستعمل المحللون الماليون – بوجه عام – مصطلح السيولة للدلالة على القدرة على شراء وبيع الأصول المالية بسهولة في أسواق الأوراق المالية. إذا كانت السيولة تمكن المستثمرين من التخلص من محافظهم بسرعة وبكلفة أقل، فإنها تجعل الاستثمار أقل مخاطرة وتسهل القيام باستثمارات إضافية ذات مردودية عالية وعلى المدى الطويل (Demirgüç-Kunt & Levine, 1996; Bencivenga et al., 1996; Bencivenga, 1992). ويعتبر المحللون السيولة مؤشرا مهماً لتنمية أسواق الأوراق المالية لأنها من الناحية النظرية تسهم في تحسين توزيع الموارد ودفع عجلة النمو الاقتصادي على المدى الطويل (Demirgüç-Kunt & Levine 1996a, 295; Duke 1993, 19; هوفاجيميان 1993، 49-83، Levine1996,323-340.

إن القياس الأكثر واقعية لسيولة سوق أوراق مالية يجب أن يأخذ بعين الاعتبار كل التكاليف المتعلقة بالمعاملات داخل السوق، بما فيها التكاليف الزمنية time costs وتلك المتعلقة بعدم التأكد من الحصول على مقابل ومن تصفية المعاملات (Bencivenga et al., 1996). غير أن القياس المستخدم على العموم هو نسبة حجم تداول الأوراق المالية إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي. بيد أنه من المفيد إدخال نسبة رقم الأعمال (القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة مقسومة على رأس مال السوق) بوصفها مقياساً إضافياً لسيولة السوق. في حين تقيس نسبة حجم التداول أهمية قيمة الأوراق المتداولة في علاقتها بالاقتصاد الوطني ككل، تمكننا نسبة رقم الأعمال من قياس أهمية التداول في علاقته بحجم السوق.

من المهم حساب هاتين النسبتين في المغرب وتونس في الفترة الممتدة من 1990 إلى 1995، وذلك من أجل مقارنة سيولة هذين السوقين الماليين المغاربيين. فالمتوسط السنوي لنسبة حجم التداول في المغرب خلال هذه الفترة لا يتعدى 2.65 في المائة في حين يصل في تونس إلى ما يقارب 6.9٪. أما المتوسط السنوي لنسبة رقم الأعمال خلال الفترة نفسها فقد بلغ حوالي 21.86 في المائة في المغرب في حين لا يتعدى 17.85 في تونس. وهذا يعني أنه وبالقياس إلى الإقتصاد الوطني ككل، يمكن اعتبار السوق التونسي أكثر سيولة في حين يكون السوق المالي المغربي أكثر نشاطا وسيولة بالقياس إلى حجم السوق (رأس المال).

إلا أن المقارنات الدولية يجب ألا تنحصر في بلدين ناميين، فمن أجل مقارنات دولية أكثر واقعية، لا بد من استخدام عينة عريضة من البلدان المتقدمة والسائرة في طريق النمو. غير أن المعطيات الإحصائية المتوفرة حول مثل هذه العينة تخص الفترة الممتدة من 1985 إلى 1993 فقط. إلا أن التطور الأهم الذي عرفته رؤوس الأموال البورصية وقيمة التداول بالمغرب قد حصل ابتداء من أواخر عام 1992 إلى اليوم.

من أجل تكوين فكرة عامة عن سيولة أسواق الأوراق المالية في عينة من 42 بلدا متقدما وسائرا في طريق النمو خلال الفترة 1985-1993 (المتوسط السنوي)، حسبت نسبتا التداول ورقم الأعمال ووضعت في جدول (2).

تمركز السوق وعدم الاستقرار في الأسعار والمردودية:

أ – تمركز السوق Market Concentration: يعتبر تمركز سوق الأوراق المالية غير مرغوب فيه نظرا لأثره السلبي على السيولة. ويمكن قياس تمركز السوق بواسطة نسبة رأس مال عدد معين من أكبر الشركات المدرجة (مثلا الشركات العشر الأوائل) إلى إجمالي رأس مال السوق. وفي المغرب مثلا يعتبر تمركز بورصة الدار البيضاء مرتفعاً

كما تبينه نسبة رأس مال الشركات العشر الأوائل إلى إجمالي رأس مال السوق، والتي قمنا بحسابها اعتماداً على الأرقام التي أوردتها مؤسسة Upline Research بالدار البيضاء وتبلغ هذه النسبة حوالي 67٪ في 31 ديسمبر 1996. وفي هذا الإطار تحتل البنوك المدرجة ضمن الشركات العشر الأوائل نصيب الأسد بنسبة تصل إلى حوالي 28٪ من مجموع رأس مال السوق المقدرة بـ 75382 مليون درهم متبوعة بالمجموعات وشركات الاستثمار (19%) والصناعات الغذائية (14%) وقطاع البترول (6%). واستناداً إلى تقرير شركة البورصة أبلاين سيكيورتيز Upline Securities في الدار البيضاء في سنة 1995 (L'Economiste، 28 ديسمبر 1995)، فإنه من بين النتائج القطاعية لبورصة القيم في الدار البيضاء في سنة 1995، حصلت البنوك على نصيب الأسد من إجمالي رأس مال السوق. وفي أواخر مارس 1996، أصبحت تمثل حوالي 39 في المائة من القيمة الإجمالية لرأس مال السوق (Oudghiri, 1996, 37). وفي أواخر ديسمبر 1996، أصبحت تمثل أقل من 36 في المائة متبوعة بالمجموعات holdings وشركات الاستثمار (أقل من 19 في المائة) وقطاع الصناعات الغذائية (أقل من 16 في المائة).

ب – عدم الاستقرار في الأسعار والمردودية: استأثر مؤشر عدم الاستقرار في الأسعار والمردودية باهتمام خاص في الكتابات التي تعنى بأسواق الأوراق المالية (Bekaert & Harvey, 1995; Schwert, 1989)، وقد تطلب هذا المؤشر حسابات اعتمدت على تقدير Estimation الانحراف المعياري للمردوديات الشهرية في أسواق الأوراق المالية (Demirgüç-Kunt & Levine 1996a) وحسابات أكثر تعقيدا للارتباطات الذاتية autocorrelations المتعلقة بالمردوديات البورصية السنوية بالاعتماد على سلاسل متوسط المردوديات الشهرية (Schwert, 1989). ونقترح بالنسبة للمغرب حسابات أكثر بساطة لرؤية ما إذا كانت مردوديات بورصة الدار البيضاء أكثر أو أقل استقراراً. وتتمثل المنهجية في حساب الانحراف المعياري لمتوسط المردوديات السنوية. وقد بلغ المتوسط السنوي للمردود العام (م.س.م.ع)[2] خلال الفترة 1985-1995، حوالي 5.82 في المائة في حين قدرت قيمة الانحراف المعياري بحوالي 2.64 في المائة. ويمكن اعتبار هذا الرقم الأخير مؤشرا لدرجة استقرار أو عدم استقرار المردود ولا سيما أن الانحراف المعياري يشير في المتوسط إلى درجة تغير المردود السنوي في علاقته بالمتوسط السنوي، أما معامل التغير فيصل إلى حوالي 45.36 في المائة مما يبين تذبذبا Volatility أقل ارتفاعا، واستناداً إلى بحث قام به (Demirgüç-Kunt & Levine, 1996a, 297)، فقد بلغ مؤشر تذبذب المردود في بورصة الأرجنتين والتي اعتبرت الأقل استقراراً، حوالي 34 في المائة، في حين وصل المؤشر نفسه ببورصة الباكستان (الأكثر استقرارا) أقل من 3 في المائة.

السؤال الأهم يتعلق، في الواقع، بما إذا كان عدم استقرار أسواق الأوراق المالية مؤشرا، بالضرورة، لتنمية أو تخلف الأسواق المالية. ومن المرجح أن يكون عدم الاستقرار إشارة إلى تنمية سوق الأوراق المالية ما دام التداول الفعال للمعلومات يؤدي حتماً إلى نوع من عدم الاستقرار في أسواق الأوراق المالية (Bekaert & Harvey, 1995). وفضلاً عن هذا، يمكن اعتبار تذبذب الأسعار والمردود عاملاً مهما لسيولة السوق، وبخاصة في أسواق الأوراق المالية الناهضة. فكما أوضح دوك (Duke, 1993, 22)، من المهم جلب المضاربين إلى أسواق الأوراق المالية الناهضة وذلك لغرض تزويدها بالسيولة المطلوبة على المدى القصير. فالمضاربون يتخذون قراراتهم في أجل أقصر مما يفعله المستثمرون المؤسساتيون، إنهم يفضلون الأسواق المتذبذبة التي تتميز باطرادها وسيولتها الدائمة.

التنمية المؤسساتية والاندماج الدولي للأسواق المالية:

أ – التنمية المؤسساتية: حسب بغانو (Pagano, 1993)، يمكن للعوامل التنظيمية والمؤسساتية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية، ولكن كيف يمكن قياس التنمية المؤسساتية التي تتسم بطابعها الكيفي؟ حاول (Demirgüç-Kunt & Levine, 1996a) و (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1996) الإجابة عن هذا السؤال فجمعوا معلومات من مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation, IFC, 1993) تتعلق بأسواق الأوراق المالية الناهضة، فبنوا سبعة مؤشرات مؤسساتية: (أ) يبين المؤشر الأول ما إذا كانت الشركات المدرجة في البورصة تنشر المعلومات المتعلقة بتكاليفها وأرباحها(تعطى قيمة صفر أو واحد، حيث قيمة واحد تشير إلى أن المعلومات دقيقة ومنشورة دولياً). (ب) يقيس المؤشر الثاني قواعد المحاسبة المعمول بها (تعطى قيمة صفر، واحد أو اثنين للبلدان التي تتبنى على التوالي قواعد محاسبية ضعيفة أو كافية أو حسنة). (ج) يقيس المؤشر الثالث نوعية القوانين المتعلقة بحماية المستثمر كما تبث فيها مؤسسة التمويل الدولية (تعطى قيمة صفر أو واحد أو اثنين للإشارة إلى أن القوانين المعمول بها ضعيفة أو كافية أو حسنة على التوالي). (د) يبين المؤشر الرابع ما إذا كان البلد يتوفر على مجلس للصرف وتصفية الأصول المالية. (هـ) أما المؤشرات الخامس والسادس والسابع فتقيس الحواجز المفروضة على إعادة توطين الأرباح ورأس المال من طرف المستثمرين الأجانب والاستثمارات الداخلية من طرف الأجانب (على سبيل المثال، من أجل قياس الحواجز المفروضة على إعادة توطين الأرباح، تعطى قيمة صفر أو واحد أو اثنين للإشارة إلى أن الحواجز صارمة أو أقل صرامة أو لا وجود لها على التوالي).

إذا كانت $S_1,..., S_n$ هي مؤشرات التنمية المؤسساتية كما بينت طريقة قياسها، فإن متوسط الرقم الاستدلالي للتنمية المؤسساتية يمكن كتابته هكذا:

$$S = \sum_{i=1}^{i=n} Si/n$$

يكون من المفيد حساب هذا الرقم الاستدلالي بالنسبة للمغرب، وفي هذا الإطار لم يتوان المغرب في إصدار قوانين متعددة لغرض إصلاح سوق رأس المال وتطويره (Kably, 1997; 1995 العياشي والبختي، ؛ El Abdaimi, 1994).

نعتقد أن النصوص المنظمة لسير سوق رؤوس الأموال في المغرب ليست إلا نوايا، ذلك أن الأهم هو سلوك الفاعلين الاقتصاديين، أسراً وشركات وإدارات، ورد فعلهم للقوانين التي تم إصدارها. على سبيل المثال لا الحصر، ليس أكيداً أن تكون للشركات رغبة في نشر معلومات دقيقة حول سيرها وأدائها الاقتصادي والمالي، كما أن رفع الحوافز عن تدفقات رأس المال الأجنبي لا يعني بالضرورة أن الاستثمارات في المحفظة ستأتي إلى البلد (للتعرف أكثر على محددات الاستثمار في المحفظة، انظر: World Bank, 1993; Duke, 1993; Claessens, 1993).

تلك بعض العوامل التي تفرغ الرقم الاستدلالي للتنمية المؤسساتية من محتواه بالنسبة للسوق المالي المغربي، مع أن هذا الرقم يفيد في تجميع كل المعلومات المتعلقة بالتنمية التنظيمية للسوق المالي.

ب – تقييم الأصول والاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية: تشير النظرية المالية إلى أن القدرة على تنويع المخاطرة عن طريق الاستثمار في محفظة تتسم بالتنوع دوليا، يمكنها أن تؤثر على قرارات الاستثمار وبالتالي على نسب النمو الطويل الأمد (Levine Akdogan, 1997; Obstfeld, 1994). ويعتقد عدد من الباحثين أن الحواجز أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحول دون تنويع المخاطرة وتنقص من اندماج أسواق رؤوس الأموال، كما أنها تحرم المتعاملين من معادلة ثمن المخاطرة على الصعيد الدولي (Errunza et al., 1992; Dasgupta & Glen, 1995; Claessens, 1993).

من أجل قياس قدرة المتعاملين على تنويع المخاطرة على الصعيد الدولي، يكون من المفيد استغلال تقديرات (Korajczyk, 1994,1996) لدرجة الاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية. ويعتقد Korajczyk أن نموذج تقييم الأصول المالية الدولية يبين أن

فائض المردود المرتقب لكل أصل مالي على المردود الناجم عن أصل مالي معفى من المخاطرة risk-free asset يكون مرتبطاً خطياً بمحفظة تمثيلية يمكن قياسها بتقدير العوامل المشتركة اعتمادا على محفظة دولية من الأوراق المالية، وباستعمال مناهج المكونات الرئيسة المائلة التي تبناها Connor and Korajczyk (1986). ولمعلومات إضافية عن نماذج تقييم الأصول، (انظر Akdogan, 1997).

إذا كان n هو عدد الأصول المالية في سوق أوراق مالية معينة، وكانت T هي عدد السنوات، وكان R_{it} هو فائض المردود المرتقب للأصل المالي i في السنة t على المردود الناجم عن أصل مالي معفي من المخاطرة (zero-beta asset)، وكانت P_t هي المحفظة التمثيلية في السنة t، فإن نموذج تقييم الأصول المالية الدولية يقودنا إلى الانحدار التالي:

$$(1) \quad R_{it} = a_i + b_i P_t + \varepsilon_{it}$$

حيث إن ε_{it} هو متغير الخطأ.

وتعني معادلة الانحدار (1) أن:

$$(2) \quad \begin{cases} R_{1t} = a_1 + b_1 P_t + \varepsilon_{1t} \\ R_{2t} = a_2 + b_2 P_t + \varepsilon_{2t} \\ \vdots \quad \vdots \quad \vdots \quad \vdots \\ R_{nt} = a_n + b_n P_t + \varepsilon_{nt} \end{cases}$$

لكل انحدار في النظمة (2)، نقدر إل a_i وال b_i. بالنسبة للانحدار ($R_{1t} = a_1 + b_1 P_1 + E_{1t}$) مثلا، يمكن التقدير باستعمال طريقة المربعات الصغرى والتي تعطي:

$$\hat{a} = \bar{R}_1 - \hat{b}\bar{P}$$

$$\hat{b} = \left(\sum_{t=1}^{t=T} (R_{1t} - \bar{R}_1)(P_t - \bar{P}) \right) \Big/ \sum_{t=1}^{t=T} (P_t - \bar{P})^2$$

$$\bar{R}_1 = \sum_{t=1}^{T} R_{1t} \Big/ T \; ; \quad \bar{P} = \sum_{t=1}^{T} P_t \Big/ T$$

ومن السهل فهم أن الاندماج الدولي الكامل لسوق أوراق مالية معينة يعني أن:

$$a_1 = a_2 = ... = a_n = O$$

بالنسبة لمجموع أصول السوق المالية، يمكن قياس مؤشر الاندماج الدولي للسوق ودرجة تنويع المخاطرة فيها باحتساب متوسط القيم المطلقة لمقدرات الثوابت a_i.

إذا كان âi هو مقدر الثابت ai، فإن المؤشر يمكن كتابته هكذا:

$$INT = \sum_{i=1}^{i=n} |\hat{a}_i| / n$$

فكلما كانت قيمة INT ضعيفة كانت درجة الاندماج مرتفعة، وكلما كانت هذه القيمة مرتفعة تزيد درجة انعزال سوق الأوراق المالية. ومن الجدير بالذكر أن نموذج تقييم الأصول المالية الدولية ينحو إلى إفراز نتائج متناقضة، ذلك أن بعض أسواق الأوراق المالية التي تعتبر أقل تنمية تكون، بالاعتماد على النموذج، أكثر اندماجا على الصعيد الدولي وأكثر قدرة على تقييم المخاطرة، في حين الأسواق الأخرى التي تعتبر أكثر تنمية تكون، حسب النموذج، أقل اندماجا وأقل قدرة على تقييم المخاطرة بفعالية (Korajczyk, 1996; Demirgüç-Kunt & Levine, 1996 a). حسب (Korajczyk, 1996, 267)، «في الأسواق التي تتميز باندماجها المالي على الصعيد الدولي، يضطر رأس المال إلى التدفق عبر الحدود حتى يضمن لثمن المخاطرة – أي المقاصة التي يستفيد منها المستثمرون نظرا لتحملهم المخاطرة – أن يتعادل بالنسبة لجميع الأصول المالية». لكن يبدو أن الاندماج الدولي لا يكفي لاعتبار سوق الأوراق المالية ناميا ومتقدماً.

الأرقام الاستدلالية المركبة لتنمية أسواق الأوراق المالية:

بما أن كل مؤشر بمفرده له مساوىء إحصائية ومتعلقة بالمفاهيم فقد يكون من المهم تجميع المعلومات التي تحويها مختلف المؤشرات من أجل بناء أرقام استدلالية مركبة تتعلق بدرجة تنمية أسواق الأوراق المالية.

1 – المنهجية العامة:

أ – طريقة حساب الأرقام المركبة: تتبع طريقة حساب الأرقام الاستدلالية المركبة المراحل العامة التالية: أولاً: لكل مؤشر ولكل بلد، نحسب المتوسط السنوي في فترة معينة. ثانياً: لكل مؤشر، نحسب المتوسط العام لعينة من الدول المتقدمة والسائرة في طريق النمو. ثالثاً: لكل مؤشر ولكل بلد، نحسب الفرق بين المتوسط السنوي للمؤشر ومتوسطه العام المتعلق بالعينة. رابعاً: نقسم هذا الفرق كما هو محسوب على المتوسط العام للعينة. خامساً: لعدد معين من المؤشرات ولكل بلد، نحسب المتوسط

الحسابي البسيط للنسب (المتوسط السنوي – المتوسط العام) المتوسط العام.

إذا كانت $a_1, a_2, ..., a_n$ هي المؤشرات البسيطة لتنمية سوق الأوراق المالية لبلد معين، فإننا نحسب المتوسط السنوي لكل مؤشر خلال فترة مختارة.

إذا كانت $\bar{a}_1, \bar{a}_2, ..., \bar{a}_n$ هي هذه المتوسطات السنوية، فيمكن كتابتها هكذا:

$$\bar{\alpha}_1 = \sum_{i=1}^{i=T} \alpha_{1i} \Big/ T \quad ; \bar{\alpha}_2 = \sum_{i=1}^{i=T} \alpha_{2i} \Big/ T \quad ; \cdots ; \bar{\alpha}_n = \sum_{i=1}^{i=T} \alpha_{ni} \Big/ T$$

إذا كانت $\bar{a}_{11}, \bar{a}_{12}, ..., \bar{a}_1 k$ هي المتوسطات العامة للمؤشر (a_1) لعينة من البلدان حجمها k، فإن المتوسط العام لهذه العينة سوف يكون:

$$\bar{\alpha}_{1m} = \sum_{j=1}^{j=k} \bar{\alpha}_{1j} \Big/ k \quad \text{عدد البلدان} = k$$

وبالطريقة نفسها تحتسب المتوسطات العامة للمتوسطات السنوية المتعلقة بالمؤشرات الأخرى ونحصل على:

$$\bar{\alpha}_{2m} = \sum_{j=1}^{j=k} \bar{\alpha}_{2j} \Big/ k \quad ; \bar{\alpha}_{3m} = \sum_{j=1}^{j=k} \alpha_{3j} \Big/ k \quad ; \cdots ; \bar{\alpha}_{nm} = \sum_{j=1}^{j=k} \alpha_{nj} \Big/ k$$

لكل بلد من العينة ولكل مؤشر، نحتسب بعدئذ الفرق بين المتوسط السنوي والمتوسط العام ثم نقسم هذا الفرق على المتوسط العام للعينة. وبهذا تكون هذه النسبة (r_{e1}) المتعلقة بالمؤشر (a_1) هكذا:

$$r_{e1} = \frac{\bar{\alpha}_1 - \bar{\alpha}_{1m}}{\bar{\alpha}_{1m}}$$

وتؤدي الطريقة نفسها إلى احتساب هذه النسبة للمؤشرات الأخرى، أي أن:

$$r_{e2} = \frac{\alpha_2 - \bar{\alpha}_{2m}}{\bar{\alpha}_{2m}} ; \; r_{e3} = \frac{\bar{\alpha}_3 - \bar{\alpha}_{3m}}{\bar{\alpha}_{3m}} \; ; \cdots ; r_m = \frac{\bar{\alpha}_n - \bar{\alpha}_{nm}}{\bar{\alpha}_{nm}}$$

ويكون الرقم الاستدلالي المركب لتنمية سوق الأوراق المالية لبلد معين، والذي يمكن من تجميع المعلومات التي توفرها مؤشرات عددها p، كما يلي:

$$I_p = \frac{r_{e1} + r_{e2} + \cdots + r_{ep}}{p}$$

مع العلم أن $P \leqslant n$

ويتبين أن الرقم الاستدلالي المركب يقوم على فكرة المتوسطات البسيطة.

ب – أية مؤشرات بسيطة لأية أرقام استدلالية مركبة؟ يكون من الممكن تجميع المعلومات التي توفرها المؤشرات التالية من أجل بناء أرقام استدلالية مركبة لتنمية أسواق الأوراق المالية:

– مؤشرات الحجم (نسبة رأس مال السوق = a_1) والسيولة (نسبة التداول = a_2؛ نسبة رقم الأعمال = a_3)؛

– مؤشرات الحجم والسيولة والتمركز (نسبة التمركز = a_4)؛

– مؤشرات الحجم والسيولة والاندماج الدولي ($INT + a_5$)؛

– مؤشرات الحجم والسيولة والتمركز والاندماج الدولي.

وبذلك يمكن حساب الأرقام الإستدلالية المركبة التالية:

$$\text{الرقم الاستدلالي } 1 = \left(\frac{\overline{\alpha}_1 - \overline{\alpha}_{1m}}{\overline{\alpha}_{1m}} + \frac{\overline{\alpha}_2 - \overline{\alpha}_{2m}}{\overline{\alpha}'_{2m}} + \frac{\overline{\alpha}_3 - \overline{\alpha}_{3m}}{\overline{\alpha}_{3m}} \right) \Big/ 3$$

$$= \left(\frac{\overline{\alpha}_1}{\overline{\alpha}_{1m}} + \frac{\overline{\alpha}_2}{\overline{\alpha}_{2m}} + \frac{\overline{\alpha}_3}{\overline{\alpha}_{3m}} \right) \Big/ 3 - 1$$

– ويمكن هذا الرقم الاستدلالي من تجميع المعلومات المتعلقة بحجم وسيولة سوق الأوراق المالية.

$$\text{الرقم الاستدلالي } 2 = \left(\frac{\overline{\alpha}_1 - \overline{\alpha}_{1m}}{\overline{\alpha}_{1m}} + \frac{\overline{\alpha}_2 - \overline{\alpha}_{2m}}{\overline{\alpha}_{2m}} + \frac{\overline{\alpha}_3 - \overline{\alpha}_{3m}}{\overline{\alpha}_{3m}} + \frac{\overline{\alpha}_4 - \overline{\alpha}_{4m}}{\overline{\alpha}_{4m}} \right) \Big/ 4$$

$$= \left(\frac{\overline{\alpha}_1}{\overline{\alpha}_{1m}} + \frac{\overline{\alpha}_2}{\overline{\alpha}_{2m}} + \frac{\overline{\alpha}_3}{\overline{\alpha}_{3m}} + \frac{\overline{\alpha}_4}{\overline{\alpha}_{4m}} \right) \Big/ 4 - 1$$

ويسعى هذا الرقم الاستدلالي إلى تجميع المعطيات المرتبطة بالحجم والسيولة والتمركز.

$$\text{الرقم الاستدلالي } 3 = \left(\frac{\overline{\alpha}_1 - \overline{\alpha}_{1m}}{\overline{\alpha}_{1m}} + \frac{\overline{\alpha}_2 - \overline{\alpha}_{2m}}{\overline{\alpha}_{2m}} + \frac{\overline{\alpha}_3 - \overline{\alpha}_{3m}}{\overline{\alpha}_{3m}} + \frac{\overline{\alpha}_5 - \overline{\alpha}_{5m}}{\overline{\alpha}_{5m}} \right) \Big/ 4$$

$$= \left(\frac{\overline{\alpha}_1}{\overline{\alpha}_{1m}} + \frac{\overline{\alpha}_2}{\overline{\alpha}_{2m}} + \frac{\overline{\alpha}_3}{\overline{\alpha}_{3m}} + \frac{\overline{\alpha}_5}{\overline{\alpha}_{5m}} \right) \Big/ 4 - 1$$

ويمكن هذا الرقم الاستدلالي من تجميع المعطيات المتعلقة بالحجم والسيولة والاندماج الدولي لسوق الأوراق المالية.

الرقم الاستدلالي 4 =

$$\left(\frac{\bar{\alpha}_1-\bar{\alpha}_{1m}}{\bar{\alpha}_{1m}}+\frac{\bar{\alpha}_2-\bar{\alpha}_{2m}}{\bar{\alpha}_{2m}}+\frac{\bar{\alpha}_3-\bar{\alpha}_{3m}}{\bar{\alpha}_{3m}}+\frac{\bar{\alpha}_4-\bar{\alpha}_{4m}}{\bar{\alpha}_{4m}}+\frac{\bar{\alpha}_5-\bar{\alpha}_{5m}}{\bar{\alpha}_{5m}}\right)\Big/5 =$$

$$\left(\frac{\bar{\alpha}_1}{\bar{\alpha}_{1m}}+\frac{\bar{\alpha}_2}{\bar{\alpha}_{2m}}+\frac{\bar{\alpha}_3}{\bar{\alpha}_{3m}}+\frac{\bar{\alpha}_4}{\bar{\alpha}_{4m}}+\frac{\bar{\alpha}_5}{\bar{\alpha}_{5m}}\right)\Big/5 - 1 =$$

ويرمي هذا الرقم الاستدلالي إلى تجميع المعطيات المرتبطة بالحجم والسيولة والتمركز والاندماج الدولي لسوق الأوراق المالية.

حيث إن α_i = بالنسبة لكل بلد.

α_{im} = المتوسط العام للمتوسط السنوي للمؤشر البسيط ai بالنسبة لعينة من البلدان.

$$i \in \{1, 2, ..., 5\}$$

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الأرقام الاستدلالية يمكن أن تكون موجبة أو سالبة. فإذا كان الرقم الاستدلالي موجباً فإنه يدل على أن تجميع المعطيات المتوفرة عن مجموعة من المؤشرات البسيطة يبين أن درجة تنمية سوق الأوراق المالية المعنية تفوق المتوسط العام للعينة. أما في حالة ما إذا كان الرقم الاستدلالي سالبا، فإنه يدل على أن درجة تنمية السوق تقل عن المعدل العام للعينة.

حساب الأرقام الاستدلالية المركبة والمقارنات الدولية:

أ – حساب الأرقام الاستدلالية المركبة: نكتفي في هذا البحث بحساب الرقمين الاستدلالين 1 و2 وذلك لأنه لا تتوافر لدينا المعطيات الإحصائية المتعلقة بالاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية.

حسب قاعدة المعلومات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية الناهضة والتي تتوافر لدى مؤسسة التمويل الدولية (IFC, 1996) واستناداً إلى إحصائيات مورغان ستانلي كابيتال إنترنشيونال (Morgan Stanley Capital International)، وحسابات (Demirgüç-Kunt & Levine 1996a)، تكون المتوسطات العامة ($\bar{a}_{1m}, \bar{a}_{2m}, \bar{a}_{3m}$) لعينة من 41 بلدا في الفترة من 1986-1993، هي:

$$\bar{a}_{1m} = 0.41; \bar{a}_{2m} = 0.15; \bar{a}_{3m} = 0.36$$

إلا أن المغرب لم يؤخذ بعين الاعتبار في هذه العينة، ويستدعي إدخال المغرب في العينة حساب متوسط عام جديد.

عندنا:

$$\overline{\alpha}_{1m} = \sum_{j=1}^{j=41} \alpha_{1j} \Big/ 41 = 0,41$$

يبين الجدول 1 أن المتوسط السنوي لنسبة رأس المال في المغرب خلال الفترة من 1986-1993 هو 5٪. ولذلك يصبح المتوسط العام للعينة بعد إدخال المغرب:

$$\overline{\alpha}_{1m} = \left(\sum_{j=1}^{j=41} \alpha_{1j} + 0,05 \right) \Big/ 42$$

$$= \frac{1}{41 / \sum \overline{\alpha}_{1j} + 1 / \sum \overline{\alpha}_{0}} + \frac{0,05}{42} = \frac{0,41 \times 41 + 0,05}{42} \approx 0,40$$

وتقود هذه الطريقة إلى حساب المتوسطات العامة الأخرى:

$$\overline{a}_{2m} = 0.1466; \ \overline{a}_{3m} \approx 0,355$$

وتمكننا المتوسطات السنوية للمغرب والمتوسطات العامة للعينة من حساب الرقم الاستدلالي بالنسبة للمغرب حيث سنجد أن:

$$\text{الرقم الاستدلي } 1 = \left(\frac{0,05 - 0,4}{0,4} + \frac{0,0061 - 0,1466}{0,1466} + \frac{0,14 - 0,355}{0,355} \right) \Big/ 3$$

$$\approx -0,813$$

ويعني هذا الرقم أن تجميع المعلومات المتوفرة عن حجم وسيولة بورصة القيم في الدار البيضاء في الفترة 1986-1993، يبين أن المغرب بلغ فقط 18.7 في المائة من المتوسط العام لعينة من 42 بلداً متقدماً وسائراً في طريق النمو (انظر الجدول 4). ويعكس هذا الرقم الاستدلالي ضعف المؤشرات البسيطة المتعلقة بالمغرب في الفترة الممتدة من 1986 إلى 1993، وبخاصة نسبة رأس مال السوق ونسبة التداول فيها، حيث لم يتعد المتوسط السنوي للنسبتين 5٪ و0.61٪ على التوالي. وهذا ما يوضح النمو البطيء لحجم بورصة الدار البيضاء خلال تلك الفترة وسيولتها، مع أن المتوسط السنوي لنسبة رقم الأعمال كان مهماً نسبياً حيث بلغ حوالي 14٪.

إن أهم تطور عرفته نسب رأس المال والتداول في بورصة القيم في الدار البيضاء كان قد حصل بين 1992 و1997. ولهذا نحسب المتوسط السنوي لهذه النسب خلال

الفترة 1986-1996 (للتعرف على الإحصائيات المتعلقة بالبورصة، انظر منشورات البورصة؛ (Amar, 1997; Oudghiri, 1996)، فتحصل على:

$$\bar{a}_1 = 0.0843;\ \bar{a}_2 = 0{,}0264;\ \bar{a}_3 = 0{,}2126$$

لنفرض أن المتوسط العام للعينة لم يتغير في الفترة من 1986-1996 للنسب الثلاث... في هذه الحالة، يكون الرقم الاستدلالي 1 بالنسبة للمغرب هو:

الرقم الاستدلالي 1 =

$$\left(\frac{0{,}0843-0{,}4}{0{,}4}+\frac{0{,}0264-0{,}1466}{0{,}1466}+\frac{0{,}2126-0{,}355}{0{,}355}\right)\Big/3$$

$$-0{,}67\approx$$

ويعني هذا الرقم أن تجميع المعلومات المتوفرة عن حجم وسيولة بورصة القيم في الدار البيضاء في الفترة من 1986-1996، يبين أن المغرب بلغ 33 في المائة من المتوسط العام لعينة من 42 بلداً متقدما وسائراً في طريق النمو (انظر الجدول 4).

ويعكس هذا الرقم الاستدلالي التطور النسبي الذي عرفته بورصة الدار البيضاء على مستوى الحجم والسيولة، إذ بلغ المتوسط السنوي خلال الفترة من 1986-1996، لنسبة رأس المال والتداول ورقم الأعمال 8.43٪ و2.64٪ و21.26٪ على التوالي.

إذا اعتبرنا النسب (a_1, a_2, a_3) لسنة 1996 فقط، عندها يكون الرقم الاستدلالي 1 بالنسبة للمغرب هو:

الرقم الاستدلالي = 1

$$\left(\frac{0{,}24-0{,}4}{0{,}4}+\frac{0{,}12-0{,}1466}{0{,}1466}+\frac{0{,}50-0{,}355}{0{,}355}\right)\Big/3 =$$

$$-0{,}058\ \approx$$

ويعني هذا الرقم الجديد أنه وبالإستناد إلى حجم سوق الأوراق المالية في الدار البيضاء وسيولتها، يكون المغرب قد وصل سنة 1996 إلى 94.2 في المائة من المتوسط العام لعينة من 42 بلدا متقدما وسائرا في طريق النمو. ويوضح هذا الرقم الاستدلالي مدى القفزة الكمية التي عرفتها بورصة الدار البيضاء سنة 1996، إذ بلغت نسب رأس المال والتداول ورقم الأعمال 24٪ و12٪ و50٪ على التوالي.

وتقود هذه الطريقة إلى حساب الرقم الاستدلالي 2 الذي يمكن من تجميع المعلومات عن حجم وسيولة وتمركز سوق الأوراق المالية[3].

يكون المتوسط العام لنسبة تمركز السوق لعينة من 26 بلداً حوالي 0.40 (انظر IFC, 1996; Demirgüç-Kunt & Levine, 1996a; Morgan Stanley Capital International, 1993). وبإدماج المغرب في هذه العينة، نحصل على متوسط عام جديد وهو حوالي 0.41، عندئذ يكون الرقم الاستدلالي 2 بالنسبة للمغرب عام 1996، هو:

الرقم الإستدلالي 2 =

$$\left(\frac{0,24-0,4}{0,4}+\frac{0,12-0,1466}{0,1466}+\frac{0,50-0,355}{0,355}+\frac{-0,67^{(1)}+0,41}{0,41}\right)\Big/4-2$$

$$\approx -0,20$$

ويعني هذا الرقم أن تجميع المعلومات عن حجم وسيولة وتمركز سوق الأوراق المالية في الدار البيضاء يبين أن المغرب قد وصل إلى حوالي 80 في المائة من المتوسط العام لعينة من 27 بلداً متقدماً وسائرا في طريق النمو[4] (انظر الجدول 4).

وتجدر الإشارة إلى أننا أجرينا التعديل نفسه على البلدان الأخرى، بحيث قمنا بحساب الرقمين الاستدلاليين 1 و2 لجميع البلدان المكونة للعينة اعتمادا على المتوسطات العامة الجديدة للعينة (انظر الجدول 4).

ب – مقارنات دولية: يقدم الجدول 4 الرقمين الاستدلاليين 1 و4 المحسوبين على التوالي لعينة من 42 بلداً و27 بلداً من بينها المغرب، كما أرفقنا هذين الرقمين الاستدلالين بترتيب البلدان المكونة للعينتين.

حساب نسب نمو الأرقام الاستدلالية والمقارنات الدولية:

أ – حساب نسب نمو الأرقام الاستدلالية المركبة: يمكننا حساب نسب نمو الأرقام الاستدلالية المركبة لتنمية أسواق الأوراق المالية من تكوين فكرة دقيقة عن سرعة التنمية التي تشهدها كل سوق أوراق مالية، ولهذا فإننا نحسب نسب نمو المتوسط السنوي لعدد من مؤشرات تنمية السوق المالي (نسبة رأس مال السوق، ونسبة التداول، ونسبة رقم الأعمال، ونسبة التمركز، الخ) خلال فترة مختارة، ثم نحسب المتوسط الحسابي لنسب النمو تلك.

باستعمال الرموز السابقة وإذا كانت $t(a_1), t(a_2),..., t(a_n)$ هي المتوسطات السنوية لمعدل نمو المؤشرات $a_1, a_2,..., a_n$، وكانت $t(I_1), t(I_2), t(I_3), t(I_4)$ هي نسب نمو الأرقام الاستدلالية المركبة I_1, I_2, I_3, I_4 فإننا سنحصل على:

$$t(1_1)=\left(t(\alpha_1)+t(\alpha_2)+t(\alpha_3)\right)/3$$
$$t(1_2)=\left(t(\alpha_1)+t(\alpha_2)+t(\alpha_3)+t(\alpha_4)\right)/4$$
$$t(1_3)=\left(t(\alpha_1)+t(\alpha_2)+t(\alpha_3)+t(\alpha_5)\right)/4$$
$$t(1_4)=\left(t(\alpha_1)+t(\alpha_2)+t(\alpha_3)+t(\alpha_4)+t(\alpha_5)\right)/5$$

أما المتوسطات السنوية لمعدلات النمو $t(a_1), t(a_2),..., t(a_j)$ فإننا نحسبها باتباع طريقة المتوسط الهندسي. خلال الفترة من 1986-1993 مثلا، وإذا كانت $\psi_0,\psi_1,\ldots,\psi_6$. هي معدلات نمو نسب رأس مال السوق من سنة إلى أخرى، فإننا سنحصل على:

$$\alpha_1(87)=\alpha_1(86)(1+\psi_0)$$
$$\alpha_1(88)=\alpha_1(87)(1+\psi_1)=\alpha_1(86)(1+\psi_0)(1+\psi_1)$$
$$\vdots \qquad \vdots \qquad \vdots$$
$$\alpha_1(93)=\alpha_1(86)(1+\psi_0)(1+\psi_1)x\ldots x(1+\psi_6)$$

وهذا ما يعطي:

$$\alpha_1(86)(1+\psi_0)(1+\psi_1)x\ldots x(1+\psi_6)=\alpha_1(86)\left(1+t(\alpha_1)\right)^7$$

أي أن:

$$\prod_{i=0}^{6}(1+\psi_i)=\left(1+t(\alpha_1)\right)^7$$

ما يعطي:

$$t(\alpha_1)=\sqrt[7]{\prod_{i=0}^{6}(1+\psi_i)}-1$$

ويمكن نهج هذه الطريقة لاحتساب متوسط معدلات النمو السنوية للمؤشرات البسيطة الأخرى.(انظر: إحصائيات بورصة الدار البيضاء، 1996).

ب – مقارنات دولية: يقدم (جدول 5) معدلات نمو الأرقام الاستدلالية المركبة لعينة من 42 بلداً متقدماً وسائر في طريق النمو، خلال الفترة 1982-1993. كما أرفقنا معدلات النمو بترتيب البلدان حسب سرعة تنمية أسواق أوراقها المالية.

حاولنا طيلة هذا البحث أن نحلل ونقيس ونقارن مجموعة من المؤشرات البسيطة لتنمية أسواق الأوراق المالية. وقد حاولنا تفحص المنهجية التي تبنيناها لتقييم هذه

المؤشرات كما طبقناها، كلما كان ذلك ممكناً، على الحالة الخاصة لبورصة القيم في الدار البيضاء، بالاعتماد على المعطيات الإحصائية المتعلقة بعينة من البلدان المتقدمة والسائرة في طريق النمو ومن بينها المغرب، تبين المقالة أن المؤشرات البسيطة (الحجم والسيولة والتنمية المؤسساتية والتذبذب والاندماج والتمركز، إلخ) تنتج ترتيباً متبايناً للدول عند القيام بالمقارنات الدولية. ولهذا فإن المقالة حاولت بناء أرقام استدلالية مركبة لتنمية الأسواق المالية وذلك بتجميع المعلومات التي توفرها مجموعة من المؤشرات البسيطة، لغرض تسهيل المقارنات الدولية.

في إطار عينة من البلدان المتقدمة والسائرة في طريق النمو، وخلال الفترة من 1986-1993، يبدو سوق الأوراق المالية المغربي أقل حجماً وسيولة وأكثر تمركزاً، وخلال الفترة نفسها، يبين تقييم الأرقام الاستدلالية المركبة أن بورصة الدار البيضاء أقل تنمية. إلا أنه يلاحظ تطور مهم للبورصة خلال السنوات القليلة الماضية كما تبينه المؤشرات البسيطة والأرقام الاستدلالية المجمعة، ومن المرجح أن المنهجية التي تفحصناها وحاولنا تطبيقها سوف تمكن من القيام بأبحاث ودراسات جديدة لبناء أرقام استدلالية مركبة أخرى. ولغرض رؤية ما إذا كانت وتيرة تنمية سوق الأوراق المالية المغربي أكثر أو أقل سرعة بالمقارنة مع بلدان أخرى، فإننا حاولنا حساب معدل نمو الرقم الاستدلالي 1 الذي يمكن من تجميع المعلومات عن حجم السوق وسيولته، وتبين الأرقام أن معدل نمو هذا الرقم الاستدلالي في حالة المغرب مهم نسبياً وبخاصة خلال الفترة من 1986-1996. إلا أن تحليل وقياس المؤشرات البسيطة والأرقام الاستدلالية المركبة لتنمية أسواق الأوراق المالية لا يهدفان، فقط، إلى تسهيل المقارنات الدولية، بل إنهما يسعيان أيضاً إلى فهم أحسن للعلاقات بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، ونحاول في إطار الجزء الثاني من هذا البحث أن ندرس العلاقات التي يمكن أن تربط بين المؤشرات البسيطة والأرقام الاستدلالية المركبة لتنمية أسواق الأوراق المالية من جهة، والنمو الاقتصادي من جهة أخرى، وذلك حتى نحاول فهم ما إذا كانت التنمية المالية ضرورية للتنمية الاقتصادية.

الهوامش

(1) ارتفع حجم التداول في أسواق الأوراق المالية على الصعيد العالمي بين سنتي 1985 و1994 من 1.6 تريليون إلى 9.6 تريليون دولار أمريكي.

(2) م.س.م.ع = (إجمالي الأرباح الموزعة/إجمالي رأس مال السوق) 100x.

(3) نضرب مؤشر التمركز على ناقص واحد (1−) لنأخذ بعين الاعتبار الأثر السلبي لتمركز مرتفع على تنمية الأسواق المالية.

(4) يكون الرقم الاستدلالي 2 بالنسبة للمغرب لفترتي 1986-1993 و1986-1996 هو 0.77 − (23 في المائة من المتوسط العام) و0.66−(34 في المائة من العدل العام للعينة) على التوالي.

المصادر

إحصائيات بورصة الدار البيضاء (1996). الدار البيضاء.

أندري هوفاجيميان (1993). السياسات المالية وأسواق المال العربية. دبي: صندوق النقد العربي.

سعيد النجار (1993). «تقديم»، السياسات المالية وأسواق المال العربية. دبي: صندوق النقد العربي.

صندوق النقد العربي (1993). إحصائيات البورصات العربية.

يوسف علال البختي وعلا العياشي (1995). «تنشيط البورصة وتنمية سوق رؤوس الأموال بالمغرب»، مجلة الحوليات المغربية للاقتصاد، رقم 13.

Akdogan, H. (1997). The Integration of International Capital Markets: Theory and Empirical Evidence. Cheltenham, England: Edward Elgar Publishing Limited.

Amar, A. (1997). Un Bon Millesime pour la Bourse de Casablanca. La View Economique Vendredi 3, Janvier.

Bekaert, G. & Cambell, H. (1995). Time-varying World Market Integration. Journal of Finance 50:2.

Bencivenga, V. (1992). Financial Intermediation and Endogenous Growth. Review of Economic, 58 (2) April.

Bencivenga, V., Smith, B. & Starr, R. (1996). Equity Markets, Transaction Costs and Capital Accumulation: An Illustration. The World Bank Economic Review, 10 (2) May.

Claessens, S. (1993). Alternative Froms of External Finance: A Survey. The World Bank Research Observer, January.

Connor, G. & Korajczyk, R. (1986). Performance Measurement with the Arbitrage Pricing Theory: A New Framework for Analysis. Journal of Financial Economics, 15.

Dasgupta, S. & Glen, J. (1995). Return Behavior in Emerging Stock Markets. The World Bank Economic Review, (1).

De Boissieu, C. (1994). Problematique des Marches de Capitaux Emergents. Revue d'Economic Financiene (29) été.

Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. (1996a). Stock Market Development and Financial Intermediation: Stylized Facts. The World Bank Economic Review, 10, May.

Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. (1996b). Stock Market, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview. The World Bank Economic Review, 10 (2) May.

Duke, L. (1993). Accessing Emerging Stock Markets: Prerequistes for International Investors. The Journal of Investing. Summer.

El Abdaimi, M. (1994). Maroc: Pays Emergent? Bilan et Perspectives d'une Transition Financiere. Berepie. Marrakech.

Erunza, V., Losq, E. and Padmanabhan, P. (1992) Tests of Integration, Mild Segmentation and Segmentation Hypotheses. Journal of Banking and Finance, 16 (5).

International Finance Corporation (IFC) (1996). IFC Index Methodology. Washington, D.C.

Kably, M. (1997). Le Maroc dans L'investable. Index avant Fin 1997. L'Economiste, 20 Fevrier.

Korajczyk, R. (1994). Measuring Integration of Developed and Emerging Stock Markets. Northwestern University, Evanston.

Korajczyk, R. (1996). A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets. The World Bank Economic Review, 10 (2) May.

Labidi, M. (1996). Les Nouveaux Marches Financiers Emergents du Maghreb: La Bourse de Tunis Annales Marocaines d'Economie 17, Automne.

Lelart, M. (1996). les pays Emergents et La Finance International- Annales Marocaines d'Economic, 17, Automne.

Levine, R. & Zervos, S. (1996). Stock Market Development Long-run Growth. The World Bank Economic Review, 10 (2) May.

McKinnon, R. (1973). Money and Capital in Economic Development. Brookings Institution, Washington, D.C.

Morgan Stanley Capital International (1993).

Obstfeld. M. (1994). Risk-taking, Global Diversifcation and Growth. American Economic Review, 84 (5) December.

Oudghiri, M. (1996). B.V.C.: Le Chiffre d'affaires Multiplie par 12 en 6 ans. L'Economiste 4 Juillet.

Pagano, M. (1993). The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model. European Economic Review 37.

Schwert, G. (1989). Why Does Stock Market Volatility Change over Time? Journal of Finance, 44 (5).

Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Developemnt. New York: Oxford University Press.

World Bank (1993). Rising portfolio Flows: Short Lived or Sustainable? World Bank Policy Research, 4 (2) March-April.

جدول (1)
نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي (٪)
وعدد الشركات المدرجة (المعدل السنوي 1986-1993)

البلد	نسبة رأس مال السوق	الترتيب	عدد الشركات المدرجة	الترتيب
جنوب أفريقيا	154	1	700	7
هونغ كونغ	136	2	318	14
ماليزيا	128	3	291	16
اليابان	108	4	2027	03
سنغافورة	104	5	147	31
المملكة المتحدة	92	6	1932	04
لكسمبورغ	-	-	205	23
سويسرا	77	7	176	28
الولايات المتحدة الأميركية	64	8	7087	01
تايوان	-	-	197	24
الأردن	57	9	103	36
أستراليا	54	10	1184	05
شيلي	52	11	25	21
هولنده	49	12	239	18
كندا	48	13	1118	6
السويد	46	14	133	32
كوريا الجنوبية	40	15	576	10
نيوزيلندا	39	16	226	20
تيلندا	36	17	210	22
بلجيكا	36	18	182	27
الدانمارك	28	19	267	17
فرنسا	27	20	641	08
أسبانيا	25	21	383	13

تابع جدول (1)

البلد	نسبة رأس مال السوق	الترتيب	عدد الشركات المدرجة	الترتيب
ألمانيا	24	22	551	11
الفلبين	24	23	152	30
المكسيك	22	24	193	25
إسرائيل	21	25	312	15
فنلندا	19	26	62	43
النرويج	19	27	126	35
زيمبابوي	18	28	57	44
إيطاليا	16	29	227	19
البرتغال	16	30	162	29
الهند	16	31	4614	02
اليونان	12	32	126	34
الباكستان	11	33	487	12
البرازيل	11	34	579	09
النمسا	10	35	90	39
فينزويلا	10	36	82	41
تركيا	08	37	91	37
كولومبيا	07	38	87	40
أندونيسيا	06	39	91	38
الأرجنتين		40	187	26
المغرب	05	41	71	42
نيجيريا	04	42	127	33
المعدل العام	%40	-	614	-
عدد البلدان	-	42	-	44

المصدر: قاعدة المعلومات عن أسواق الأوراق المالية الناهضة (مؤسسة التمويل الدولية)، Morgan Stanley Capital Demirgüç-Kunt & Levine, 1996a; Korajczyk, 1994; Intertional: حساباتنا في شأن المغرب اعتماداً على احصائيات بورصة الدار البيضاء 1996.

جدول (2)
نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة رقم الأعمال(٪)
(المعدل السنوي خلال فترة 1986-1993)

البلد	نسبة التداول	الترتيب	نسبة رقم الأعمال	الترتيب
اليابان	62	01	54	08
هونغ كونغ	59	02	44	12
ماليزيا	46	03	24	26
الولايات المتحدة	41	04	65	06
المملكة المتحدة	41	05	44	13
كوريا الجنوبية	37	06	93	02
سنغافورة	35	07	34	18
ألمانيا	35	08	147	01
سويسرا	31	09	39	15
تيلاندا	22	10	70	04
هولنده	21	11	41	14
أستراليا	17	12	31	21
كندا	15	13	31	20
الأردن	13	14	22	29
إسرائيل	11	15	72	03
السويد	10	16	24	25
النرويج	09	17	48	10
فرنسا	09	18	35	16
المكسيك	09	19	56	07
أسبانيا	08	20	35	17
جنوب أفريقيا	08	21	05	40
النمسا	07	22	69	05

تابع جدول (2)

البلد	نسبة التداول	الترتيب	نسبة رقم الأعمال	الترتيب
الدانمارك	07	23	24	23
نيوزيلندا	06	24	17	32
الهند	06	25	50	09
البرازيل	05	26	48	11
فنلندا	04	27	21	30
بلجيكا	04	28	12	36
إيطاليا	04	29	24	24
شيلي	04	30	08	38
الفلبين	04	31	23	28
البرتغال	03	32	20	31
تركيا	03	33	28	22
الأرجنتين	02	34	34	19
فنزويلا	02	35	15	33
أندونيسيا	02	36	23	27
اليونان	02	37	13	35
الباكستان	01	38	08	37
زيمبابوي	01	39	03	41
كولومبيا	01	40	07	39
المغرب	0.61	41	14	34
نيجيريا	0.10	42	01	42
عدد البلدان	-	42	-	42
المعدل العام	14.66	-	35.5	-

المصدر: قاعدة المعلومات لأسواق الأوراق المالية الناهضة(مؤسسة التمويل الدولية Morgan Stanley Capital International; Demirgüç-Kunt & Levine 1996a) حساباتنا في شأن المغرب بالاعتماد على إحصائيات بورصة الدار البيضاء 1996.

جدول (3)
رأس مال الشركات العشر الأوائل المدرجة
في بورصة الدار البيضاء (1996-12-27) بملايين الدراهم

الشركة	طبيعتها	رسملتها البورصية
البنك التجاري المغربي	بنك	9142.50
أومنيوم شمال افريقيا	مجموعة	8772.00
البنك المغربي للتجارة الخارجية	بنك	5772.78
الشركة الوطنية للاستثمار	شركة استثمار	5445.00
لاسامير	شركة بترولية	5036.53
مشروبات المغرب	شركة صناعة غذائية	3750.43
لوسيور	شركة صناعة غذائية	3727.43
مصبرات المغرب	شركة صناعة غذائية	3164.25
بنك الوفاء	بنك	3069.98
مصرف المغرب	بنك	2876.67
المجموع (1)		50.757.57
مجموع رأس مال السوق (2)		75.382.00
مؤشر تمركز السوق (1/2)		%67

المصدر: (Upline Research, Casablanca)

Economics

Stock Market Development: Concept and Measurement in the Case of Morocco

Ibrahim Mansouri[*]

The relationship between economic development and stock market development is complex. This study attempts to define and measure the concept through analysis, quantification, and comparison through a variety of simple indicators of stock market development, as well as by construction of aggregate stock market indexes for a sample of developed and developing countries, including Morocco. The basic aim is to facilitate international comparisons and to better understand the relationships between stock market development and economic growth.

* Professor, Dept. of Economics, Al-Kadi Eiad University, Morocco.

Journal of the Social Sciences
Vol. 27 - No. 2 - Summer 1999 - P.P. 87 - 111.