

أسواق الأوراق المالية الناشئة وعلاقتها بتمويل التنمية الاقتصادية: دراسة حالة بورصة الدار البيضاء/ المغرب*

أ. د. ریحان الشریف**
أ. بومود أیمان***

* تاريخ التسليم: ٢١ / ٧ / ٢٠١٣ م، تاريخ القبول: ٢١ / ١٢ / ٢٠١٣ م.
** أستاذ التعليم العالي/ قسم العلوم المالية/ كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير/ جامعة باجي مختار/ عنابة/ الجزائر.
*** باحثة دكتوراه قسم العلوم المالية/ كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير/ جامعة باجي مختار/ عنابة/ الجزائر.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى تأثير وتأثر أسواق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية، حالة بورصة الدار البيضاء/ المغرب. ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أنّ نشاط بورصة الدار البيضاء يؤثر في بعض المؤشرات الاقتصادية لدولة المغرب كالمديونية الخارجية، ومعدل التضخم ومتوسط دخل الفرد. فاختبار Granger للسببية أظهر أنّ المديونية الخارجية ومعدل التضخم يتسببا في زيادة مؤشر بورصة الدار البيضاء، كما أنّ هذا الأخير يتسبب هو أيضا في تحقيق نمو لمتوسط دخل الفرد. أما باقي المؤشرات الاقتصادية كالناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الادخار، ومعدل الاستثمار، وسعر الصرف ومعدل البطالة فلا تتأثر ببورصة الدار البيضاء، وعليه فالبورصة المغربية تؤثر في النمو الاقتصادي من خلال متوسط دخل الفرد، ولكن لا تقوم بدفع عجلة التنمية الاقتصادية.

واختتمت الدراسة ببعض التوصيات كالععمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى المواطنين، واعتماد سياسات مالية ونقدية تضمن السيطرة على معدلات التضخم وتمنع تأثيرها على بورصة الدار البيضاء، وعلى الاقتصاد المغربي. كما يجب أن يكون هناك تنسيق بين إدارة بورصة الدار البيضاء وواضعي السياسة الاقتصادية العامة في البلاد لغرض تتبع أداء مؤشر بورصة الدار البيضاء، ومن ثم تحريك السياسات الاقتصادية العامة صوب تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنقدي كون سوق الأوراق المالية أحد المؤشرات المهمة في التمعن بمستقبل النشاط الاقتصادي.

الكلمات الدالة: سوق الأوراق المالية، التنمية الاقتصادية، بورصة الدار البيضاء، المؤشرات الاقتصادية، مؤشر البورصة.

Emerging Stock Markets and Their Relationship to the Financing of Economic Development: A case study of the Casablanca Stock Exchange in Morocco

Abstract:

This study aims to test the effect of the stock markets on economic development and vice versa in Casablanca Stock Exchange in Morocco. The most important results that have been reached is that the activity of Casablanca Stock Exchange affects some economic indicators of Morocco such as external debt, inflation rate and the average per capita income. Granger test of causality showed that external debt and inflation rate increase the Casablanca Stock Exchange index, and the latter cause a growth in per capita income. While the rest of economic indicators such as GDP, saving rate, investment rate, exchange rate and unemployment rate are not affected by the Casablanca Stock Exchange. Thus the Moroccan stock exchange affects economic growth through the average per capita income but does not play an active role in economic development.

The study concluded with some recommendations such as working to increase investment awareness among citizens and the adoption of monetary and fiscal policies to ensure control over inflation and prevent its impact on the Casablanca Stock Exchange and on the Moroccan economy. There must also be a co-ordination between the Department of the Casablanca Stock Exchange and economic policymakers in the country for the purpose of tracking the performance of the Casablanca Stock Exchange index so as to reach a general economic policy that leads to economic and monetary stability because the stock market is one of the important indicators that reflects future economic activity.

Keywords: *stock market, economic development, the Casablanca Stock Exchange, the economic indicators, stock market index.*

مقدمة:

في إطار دفع عجلة التنمية الاقتصادية واستمرارها، التمسّت معظم الدول أهمية أسواق الأوراق المالية التي تعدّ أحد الدعائم الأساسية للقطاع المالي، وهذا الأخير بمثابة المحرك للتنمية الاقتصادية. فالعلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية تبدو مزدوجة، فهي من ناحية علاقة تمويلية حيث يؤدي سوق الأوراق المالية دوراً مهماً في تعبئة المدخرات، وبالتالي توفير التمويل للقطاعات الإنتاجية. وعند التفكير بالحصول على موارد مالية لازمة لأغراض تمويل نشاط استثماري، فإنّ هناك مورداً رئيسياً لتحقيق ذلك، وهو سوق الأوراق المالية حيث يخلق هذا السوق الفرص الاستثمارية ويعمل مع بقية أدوات الاقتصاد على توفير الاستقرار اللازم لضمان النمو طويل الأجل. ومن ناحية أخرى علاقة إنتاجية حيث تعمل على زيادة فعاليّات وحجم الإنتاج وتطوير نشاط المشاريع، وبالتالي تعمل على تغطية الحاجات المحليّة من السلع والخدمات وتصدير الفائض، وما يتبعها من أثر إيجابي على الميزان التجاري للدولة، مما يؤدي إلى زيادة المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية والمحافظة على متانة الاقتصاد وقوته. من هنا أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمّة التي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. ولقد أكّدت العديد من الدراسات التطبيقية عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي، وبصفة عامة يمكن القول إنّ أسواق الأوراق المالية تقوم بدفع عجلة التنمية الاقتصادية.

تأسس أول سوق للأوراق المالية في المغرب سنة ١٩٢٩ تحت تسمية « ديوان مقاصة القيم المنقولة » باقتراح من البنوك القائمة آنذاك، ولقد شهدت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء ثلاثة إصلاحات مهمّة، إذ تم في سنة ١٩٤٨ تحول ديوان القيم المنقولة إلى: « ديوان تسعير القيم المنقولة »، وفي سنة ١٩٦٧ أعطيت الهيئة تسمية « مؤسسة القيم المنقولة » كمؤسسة عامة ذات تنظيم قانوني وتقني. وفي سنة ١٩٩٣ أنشئت « شركة بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء » والتي أصبحت تسميتها « بورصة الدار البيضاء » منذ سنة ٢٠٠٠ (عمر العسري، ٢٠٠٩، ص، ٠٢).

مشكلة الدراسة:

من الملاحظ أنّ أسواق الأوراق المالية تسهم بكيفية فعالة في استقطاب رؤوس الأموال، غير أنّ الدور الذي تؤديه هذه الأسواق يتفاوت بين الدول. ففي حين تسهم هذه الأسواق في

استقطاب الاستثمارات في الدول المتقدمة، فإن دورها ما زال يواجه عقبات كثيرة في الدول النامية. فبالرغم من كون بورصة الدار البيضاء تعدُّ أقدم البورصات المغاربية فإن الرؤية لم تكن واضحة لأثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي في المغرب. إذاً تتمثل مشكلة الدراسة في مدى تأثير وتأثر بورصة الدار البيضاء في الاقتصاد المغربي، ومدى مساهمة بورصة الدار البيضاء في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في دولة المغرب بصفة خاصة. ويمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة في السؤال الآتي: ما الدور الذي تؤديه

بورصة الدار البيضاء في الساحة الاقتصادية لدولة المغرب؟

ويمكن التعبير عن مشكلة الدراسة من خلال طرح التساؤلات الآتية:

- أ. ما مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلية على أداء بورصة الدار البيضاء؟
- ب. ما تأثير بورصة الدار البيضاء على التنمية الاقتصادية في دولة المغرب؟

أهمية الدراسة:

إن حاجة الدول العربية والنامية إلى حشد المدخرات، وزيادة الاستثمارات، وجذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل مساهمات بعيدة عن زيادة عبء المديونية الخارجية يُعدُّ أهم الدوافع لقيام هذه الدول بالعمل على إنشاء أسواق الأوراق المالية وتطويرها. من هنا تبرز أهمية دراسة أسواق الأوراق المالية كونها تيسر خلق رافد مستمر من التدفقات النقدية المطلوبة باتجاه تلبية الحاجات المالية الملحة لتنفيذ المشاريع التنموية المختلفة، وفق أشكال تعتمد في طبيعتها على مستوى تطور هذه الأسواق، وعليه تتجلى أهمية هذه الدراسة في إبراز الدور الذي من الممكن أن تؤديه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية لدول المغرب العربي من خلال تسليط الضوء على أقدم البورصات المغاربية والمتمثلة في بورصة الدار البيضاء.

أهداف الدراسة:

- تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:
- إلقاء الضوء على العلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية.
 - تحليل العلاقة إحصائياً بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية من خلال الاستعانة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.
 - معرفة مدى تأثير بورصة الدار البيضاء على التنمية الاقتصادية.

- معرفة مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية على أداء بورصة الدار البيضاء.
- تقديم بعض التوصيات التي يمكن أن تساهم في تحسين طريقة أداء بورصة المغرب وتطويرها لتحقيق الأهداف والغايات المرجوة من السوق وطموحاتها وتطلعاتها المستقبلية.

الدراسات السابقة:

أ- الدراسات العربية:

دراسة صادق اللواتي (١٩٩٦) بعنوان: «سوق مسقط للأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد العماني» هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى الدور الذي يؤديه سوق مسقط للأوراق المالية في الاقتصاد العماني، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن سوق مسقط للأوراق المالية أسهمت بشكل إيجابي من خلال إصدارات السوق الأولية في تمويل الاستثمار في السلطنة، حيث بلغت نسبة الإصدارات إلى إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت ٦,٣٤٪ في عام ١٩٨٩ وارتفعت هذه النسبة لتصل إلى ٢٨,٠٣٪ في سنة ١٩٩٤، كما بينت الدراسة بتحليل نموذج الانحدار، وجود دلالة إحصائية لرأس المال المكتتب به عند مستوى معنوية ٥٪ (مستوى ثقة ٩٥٪) حيث بلغت مرونة الناتج بالنسبة لرأس المال المكتتب به ٠,٣٤٪، وهذا يعني أن زيادة وحدات رأس المال المكتتب به بمقدار ١٠٠٪ تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بمقدار ٣٤٪.

دراسة هالة حلمي السعيد (٢٠٠٠) حيث تعرضت الدراسة إلى العلاقة بين سوق الأوراق المالية المصرية والنمو الاقتصادي بدءاً من الإشارة إلى الاتجاهين: تأثير القطاع المالي على القطاع الحقيقي والعكس. ثم حللت أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل أسعار الفائدة، ومعدل التضخم وسعر الصرف وأثرها على أسواق الأوراق المالية والعلاقات الموجودة بينهما، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن هناك علاقة قوية بين المتغيرات والسوق المالية المصرية.

دراسة سمير شرف، إسماعيل شعبان وهدى أسبر (٢٠٠٩) بعنوان: « دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية»، هدفت الدراسة إلى إظهار العلاقة التبادلية بين السوق المالية والنمو الاقتصادي والبرهنة على أن علاقة السوق المالية بالنمو الاقتصادي مرتبطة بالرقابة على الاستثمار. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة تبادلية بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي بشكل خاص والنشاط الاقتصادي بشكل عام. كما أثبتت الدراسة الإحصائية أن هناك علاقة بين حجم التداول

والصادرات والواردات، حيث دلت النماذج الإحصائية (الارتباط والانحدار المتعدد، وتحليل ANOVA) أن حجم سوق المال، معبراً عنه بحجم التداول يؤثر طردياً في حجم الادخار والاستثمار، وبالتالي على حجم الناتج المحلي الإجمالي والصادرات والواردات.

دراسة أديب قاسم شذى (٢٠١٣) بعنوان: « الأسواق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية - سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة - »، هدفت الدراسة إلى بيان أثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي، وقياس الأثر من خلال مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وربطها بالناتج المحلي الإجمالي. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن هناك علاقة بين نشاط كل من السوقيين (الأولى والثانوية) فكلاهما تؤثر في الأخرى وتتأثر بها. فالذي يتحقق في السوق الثانوية من مستويات نشاط مرتفعة تلمس أثره الإيجابي في عمليات السوق الأولية. كما بينت الدراسة انعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق، وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة: المؤشر العام للسوق، ومؤشر القيمة السوقية، ومؤشر حجم التداول وعدد الشركات باستثناء عدد الأسهم الذي يسهم بمفرده بما نسبته ٨٩,٨٣٪ من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، أما المتغير الذي نسبته ١٠,١٧٪ فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات أعلاه.

بد الدراسات الأجنبية:

دراسة (Solomon 1952) اهتمت الدراسة بتحليل العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات النمو الاقتصادي، وذلك بتقدير العلاقة بين التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة والتغيرات في مؤشر Standard & Poor's الخاص آنذاك بأسعار أسهم ٤٢٥ شركة صناعية، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة وطيدة بين تطور الناتج المحلي وتطور أسعار الأسهم.

دراسة (Gurley & Shaw 1955) اهتمت الدراسة بتحليل العلاقة بين الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي، وقد خلصت الدراسة إلى أن أحد الفروق بين الدول المتقدمة والدول النامية يتمثل في مدى التقدم الهائل الذي طرأ على الأسواق المالية في الدول المتقدمة، الذي مكن مستثمريها من الحصول على التمويل الكافي في التوقيت المناسب للتوسع وتطوير الإنتاجية، وبالتالي المساهمة بصورة فاعلة في عملية نمو اقتصاديات هذه الدول في مراحلها الأولى.

دراسة (Weston 1956) اهتمت هذه الدراسة بالموضوع نفسه الذي اهتمت به

دراسة Solomon، ولقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين الناتج المحلي الإجمالي ومبيعات الشركات، وبين هذه الأخيرة والأرباح المحققة من جهة، وبين الأرباح المحققة والتوزيعات من جهة أخرى، وكذا بين التوزيعات وأسعار الأسهم. لتتوصل في النهاية إلى العلاقة الوطيدة بين الناتج المحلي الإجمالي ومستوى أسعار الأسهم.

دراسة Hamilton & Lorie (1973) اهتمت الدراسة بتحليل العلاقة بين الاقتصاد الوطني، وسوق الأوراق المالية مركزين فيها على التأثير المتبادل، ولقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة متبادلة بينها.

دراسة Ramin Cooper & Lee How & Mohamed Hamzah (2004) اهتمت الدراسة بتحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي، ومؤشرات سوق رأس المال في سنغافورة، ومؤشر قطاع التمويل، ومؤشر قطاع العقارات، ومؤشر الفنادق، ومدى أثر علاقة هذه المتغيرات في الاستثمار في سوق الأسهم، وباقي القطاعات الاقتصادية الأخرى، استخدم الباحثون طريقة يوهانسن للتكامل المشترك، لتفسير توازن العلاقة بين المتغيرات في المدى الطويل، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة بين مؤشرات سوق الأسهم في سنغافورة، ومؤشر قطاع العقار، والرقم القياسي العام، وأسعار الفائدة طويلة الأجل والإنتاج الصناعي، وعرض النقود، وأسعار الصرف. وأن هذه العلاقة تكون أوضح في المدة الزمنية القصيرة، كما بين الباحثون أنه يجب على الدولة توخي الحذر عند محاولتها إحداث تغييرات في الاقتصاد، من شأنها أن تؤثر في متغيرات الاقتصاد الكلي مثل النقود، وأسعار الفائدة، وسعر الصرف، لغاية إجراء عمليات التصحيح الاقتصادية.

الإطار النظري:

أولاً – سوق الأوراق المالية (Stock Market) :

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها: « السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية (أسهم، وسندات وغيرها من الأدوات المالية) بيعاً وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (أفراد، مؤسسات) إلى وحدات الاستثمار: أي مشاريع الأعمال (عصام حسين، ٢٠٠٨، ص، ١٨) .

تعدُّ سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري للسوق المالي الذي يشكل جانبا مهما من جوانب نشاط الأسواق التمويلية (السوق المالي والسوق النقدي) ويتمثل دور سوق الأوراق المالية وأهميتها في تجميع المدخرات، ونقلها من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض من الأموال إلى تلك الوحدات ذات الحاجة. وبمعنى آخر نقل الأموال الفائضة من

قنوات الادخار وتوظيفها في قنوات الاستثمار في القطاعات ذات الحاجة إلى تلك الأموال. وتقوم السوق بهذا الدور من خلال ما يتم فيها من عمليات مالية تقوم على تنمية إصدار الأوراق المالية وطرحها على الجمهور للاكتتاب بها ومن تم تداولها بيعاً وشراءً.

يستدعي الفهم الجيد لدور هذه السوق التفرقة بين جزئها: السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة، وهي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو السوق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، حيث تباع الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والمؤسسات مصدرة هذه الأوراق المالية (السيد متولي عبد القادر، ٢٠١٠، ص، ١٣٠). والسوق الثانوية أو سوق التداول حيث يتم في هذا السوق التعامل مع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر (السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص، ١٣٠). وهذان السوقان لا يمكن الفصل بينهما، فهما متكاملان وفي حاجة دائمة لبعضهما بعضاً.

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً فعالاً في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية بطريقة مباشرة. ولتبيان هذا الدور يمكن الإشارة إلى العلاقة التي تربط الأوراق المالية المصدرة والاستثمارات المنجزة خلال فترة معينة. حيث يمكن حساب دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات كما يأتي (جبار محفوظ، وآخرون، ٢٠٠٨، ص، ١٢):

$$\text{دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات} = \frac{\text{مجموع الاصدارات للفترة}}{\text{مجموع الاستثمارات للفترة}}$$

وبوساطة هذه النسبة يمكن معرفة دور الإصدارات التي تقوم بها مختلف المؤسسات والحكومات في تمويل الاستثمارات والاقتصاد الوطني بصفة عامة، إذ تعبر هذه النسبة عن مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد.

من جهة أخرى هناك مؤشر سوق الأوراق المالية الذي يقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المؤسسات التي يتم تداولها في السوق الثانوية، وغالباً ما تختبر العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق الذي يستهدف المؤشر قياسه. يوجد نوعان من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حال السوق بصفة عامة، ومؤشرات قطاعية أي تقيس حال السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة (عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص، ٣٥). إن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق

ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية، وذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة زمنية. وهناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية: فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، حينئذ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقع تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فيطلق عليه السوق النزولي.

كما أنه هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر أن يراقب تغيراتها من أجل أن يتنبأ بمستقبل مؤشرات سوق الأوراق المالية (عباس كاظم الدعيمي، ٢٠١٠، ص، ٣٤٦، ٣٤٧). من بين هذه المؤشرات: الناتج المحلي الإجمالي الذي يعد من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي بلد، والناتج المحلي يمثل السلع والخدمات التي أنتجت في البلد خلال مدة زمنية غالباً ما تكون سنة. لقد أثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية، واتجاهات الناتج، بأن هناك علاقة طردية وقوية بين المتغيرين. فالمستثمر يجب أن يكون ملماً بالناتج المحلي الإجمالي، لأن البيانات التي يتكون منها الناتج المحلي تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية. وهناك تغيرات سعر صرف العملة حيث يؤثر هذا المؤشر بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. هناك مؤشرات اقتصادية أخرى تمكن المستثمر من الرجوع إليها، والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد، ولعل من أهم هذه المؤشرات نسبة البطالة، معدلات التضخم، معدل الادخار... إلخ وهي من المؤشرات الاقتصادية التي لها الدور المباشر في تحديد أسعار الأصول المالية من أسهم، سندات وغيرها من الأوراق المالية.

ثانياً - التنمية الاقتصادية (Economic Development) :

تعرف التنمية الاقتصادية على أنها عملية نقل الاقتصاد الوطني من حال التخلف إلى حال التقدم أو بمعنى أدق هي عملية الانتقال من الوضع الاجتماعي المتخلف إلى الوضع الاجتماعي المتقدم. هذا الانتقال يقتضي تغييراً في أساليب الإنتاج المستخدمة وفي البنيان الثقافي المتلائم مع هذه الأساليب الإنتاجية (عمروا محي الدين، ٢٠٠٠، ص، ٢١٠). ويمكن القول إن التنمية الاقتصادية هي تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب جديدة

أفضل ورفع مستويات الإنتاج من خلال إنماء المهارات والطاقات البشرية وخلق تنظيمات أفضل، هذا فضلاً عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن (بكري كامل، ١٩٨٦، ص، ١٩٨٦). وتعرف التنمية الاقتصادية أيضاً على أنها «عملية يزداد بواسطتها الدخل القومي الحقيقي للاقتصاد خلال فترة زمنية طويلة، وإذا كان معدل التنمية أكبر من معدل نمو السكان، فإن متوسط دخل الفرد الحقيقي سيرتفع» (عجيمية محمد عبد العزيز وآخرون، ٢٠٠١، ص، ٢٠).

تعتمد التنمية الاقتصادية بشكل واسع على إمكانية وقدرة البلد المعني على تمويل سياسة استثمارية إنتاجية وهياكل قاعدية اقتصادية متينة. لكن أدى ضعف الدخل الوطني في كثير من الأحيان، وعدم فعالية النظام البنكي، إلى مستويات ادخار منخفضة لا تسمح بتمويل النمو بالاعتماد على مصادر البلد فقط. إذ تتطلب التنمية الاقتصادية في الواقع تراكمًا دائمًا لرأس المال المادي بالإضافة إلى تقنيات إنتاج لا يمكن اكتسابها في العديد من الحالات إلا باللجوء إلى الاستيراد. ولا يتحقق النمو إلا بشراء سلع وتجهيزات حديثة من الخارج، وبعض السلع الوسيطة غير الموجودة داخل البلد. وبما أن إمكانيات الحصول على التوازن (مثل المقايضة التي تساعد على التخفيف من ثقل الواردات عن طريق سلع محلية) هي في الحقيقة محدودة، فإنه يتوجب على الدول النامية تأمين المصادر والموارد المالية اللازمة بالعملة الصعبة (جبر محفوظ، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص، ١٤) بالإضافة إلى مساعدات التنمية (المنح والهبات والتبرعات التي تقدمها المنظمات)، تتوافر أربعة مصادر أساسية للتمويل هي: تجنيد الادخار الداخلي، والاستثمار المباشر للشركات الأجنبية، والمديونية الدولية والأسواق المالية (عجيمية محمد عبد العزيز، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص، ٧٥، ٧٦، ٧٧). هناك أيضاً الادخار الداخلي الذي يصاحبه الاستثمار، سواء كان عاماً أم خاصاً، يجعل من عملية تراكم رأس المال مواكبة للتوازن في الميزان التجاري، وبالتالي فهو يؤدي إلى نوع من الاستقرار على مستوى الكلي. بالمقابل يشكل الادخار فائضاً في ميزان المدفوعات الجاري، الشيء الذي يسمح بدوره بتمويل الاستثمارات في الخارج (حالة اليابان)، تبجيل خدمة الديون (حالة كوريا الجنوبية) أو حتى زيادة الاحتياطي (حالة تايوان). ففي بداية الأمر، كانت بعض دول أمريكا وإفريقيا ذات الادخار الضعيف، أكثر من الدول الآسيوية التي أثارت هذا الشكل من التمويل. أما الاستثمار الأجنبي المباشر فيتعلق الأمر بالاستثمارات المنتجة المحققة من طرف الشركات الأجنبية، والتي تسمح في العديد من الحالات لهذه الأخيرة بالتأثير أو السيطرة على المؤسسات المحلية. لذلك نجد أن سياسات التأميم التي قامت بها دول العالم الثالث، قد وقفت في طريق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، إذ تؤكد النظرية الاقتصادية أن رؤوس

الأموال تمر من الدول التي تكون فيها وفرة إلى تلك التي تفتقر إليها، انطلاقاً من أن مردود فرص الاستثمار الجديدة أكثر أهمية عندما تكون رؤوس الأموال محدودة. فالاستثمارات الجديدة هي أكثر إنتاجية في الدول التي تمتلك أيدي عاملة مؤهلة وهياكل قاعدية متطورة بالقدر الكافي، وهذا ما يفسر عدم توجه رؤوس الأموال إلى الدول الفقيرة. وتمثل المديونية الدولية لدى البنوك الخاصة، الحكومات والمؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك العالمي، البنوك الدولية للتنمية) ثالث وسيلة للتمويل، ففي سنوات السبعينيات، رأت الحكومات، خاصة في أمريكا اللاتينية، أنها سوف تكون أقل تبعية للمؤسسات المقرضة منها للشركات متعددة الجنسيات، لكن التاريخ أثبت عكس ذلك، حيث فرض عليها خلال الثمانينيات من القرن الماضي برامج تعديل هيكلية مجحفة أدت في أغلب الأحيان إلى تراجع وانتكاسات اقتصادية. ولتسديد الديون الخارجية، يستوجب القيام باستثمارات تعمل على تحفيز النمو وتسمح بإنتاج فائض للتصدير يضمن تسديداً للدين، وآخر مصدر هو الأسواق المالية. فلقد عملت الليبرالية المالية التي انتشرت وتدعمت شيئاً فشيئاً في أنحاء العالم، على الحد من سيطرة النظام البنكي على النظام المالي، وذلك بالانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية. هذه النقلة النوعية في الحياة المالية لا تُعدُّ ظاهرة معزولة، ولكنها إحدى مكونات ظاهرة أخرى أكبر بكثير هي العولمة المالية. حيث لقيت هذه الظاهرة انتشاراً هائلاً في السنوات الأخيرة واهتماماً متزايداً، وتوسع معناها الحقيقي على المستوى الدولي باحتوائها لثلاثة مفاهيم جديدة هي: إلغاء الرقابة، والاندماج وإزالة الحواجز.

فبتطبيق هذه المفاهيم الجديدة على أسواق الإصدارات، التي أصبحت بمرور الوقت المصدر البديل للتمويل لكثير من المؤسسات والحكومات، ظهرت ومنذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي أسواق مالية ذات حجم صغير نسبة إلى أسواق الدول المتقدمة في ما يقارب عشرين دولة نامية، وعرفت هذه الأسواق نمواً قوياً في حجم معاملاتها، والذي صاحبه تغيرات شديدة وقوية في الأسعار. ويعد تباطؤ النمو داخل دول منظمة التعاون والتنمية لأوروبا نظراً لضعف أسعار الفائدة على العملات القوية، من العوامل التي ساعدت على أن تهتم الصناديق والمحافظ الدولية بهذه الأسواق التي تسمح بتنويع المخاطر مع تحسين عوائد التوظيفات.

أكدت العديد من الدراسات على العلاقة الوطيدة التي تربط سوق الأوراق المالية بعملية التنمية الاقتصادية، ولقد سلكت الدراسات ثلاثة طرق، حيث يوجد ثلاثة مناهج تناولت العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية (الفقهي فخر الدين، وآخرون، ٢٠٠٨، ص، ٠٣، ٠٤):

- الأول: أن سوق الأوراق المالية هو المؤدي إلى التنمية الاقتصادية (finance- led Economic Development).
- الثاني: أن التنمية الاقتصادية هي المؤدية إلى تنمية سوق الأوراق المالية (Eco- led Development Finance).
- الثالث: يسمى بمنهج التغذية العكسية أو التبادلية (Feedback- Approach)، أي أن سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية يؤثران ويتأثران ببعضهما بعضاً.
- يمكن القول إن علاقة التأثير والتأثر التي تربط سوق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية تتجلى في مجموعة من المعايير والوسائل التي يضطر جميع المهتمين من مستثمرين ومتخصصين لقياسها من أجل الوصول إلى اتخاذ القرار المناسب، وتحسين وضعية الاقتصاد الوطني والتنبؤ بها. حيث تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية حيث تنتقل الأرصدة القابلة للإقراض من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني عجزاً. ومن ثم تسهم سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية المحلية من خلال (جبار محفوظ، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ١٨):
- زيادة الادخار، حيث تشجع الوحدات ذات الفائض على التقليل من الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.
- خلق السيولة، فهي تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية وبيعها بسرعة ويسر متى أرادوا ذلك.
- تخصيص الموارد، فالبورصة التي تمارس وظيفتها على نحو جيد لا بد أن تقوم بحشد الموارد وتعبئتها وتخصيصها بصورة أفضل من حيث القدرة على زيادة الاستثمار، وارتفاع معدلات النمو والأرباح.
- علاج المديونية الخارجية، حيث تقوم أسواق الأوراق المالية الناشئة يجذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محلياً، الأمر الذي يترتب عليه تلافي المشكلات التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية.
- استعادة رأس المال الهارب، فوجود أسواق أوراق مالية ناشئة يقلل من فرصة هروب الأموال للخارج، وخاصة تلك التي تخرج نظراً لعدم وجود أسواق مالية محلية واسعة تعطي بدائل استثمارية متعددة، كما تسهم في تقليل فرصة هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج.

- لتلطيف التقلبات الاقتصادية، ويرجع ذلك إلى أن المستثمر يحجم عن البيع في أوقات الانخفاض أو الشراء في أثناء الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم، الشيء الذي يجنبه الخسائر الرأسالية، كل ذلك يؤدي إلى آلية داخلية تطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

ثالثاً - بورصة الدار البيضاء:

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة ١٩٢٩. وكانت تحمل آنذاك اسم «مكتب مقاصة القيم المنقولة». وفي سنة ١٩٤٨، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماماً متزايداً. وقد وُضعت مبادرة إصلاحية سنة ١٩٦٧ لتدارك هذا العجز، وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة ١٩٨٦، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة ١٩٩٣، شهدت سوق البورصة إصلاحاً جذرياً لاستكمال المكتسبات السابقة وتعزيزها، فتم إصدار والمصادقة على ثلاثة نصوص مؤسّسة وهي:

- قانون رقم ٢١١-٩٣-١ متعلق ببورصة القيم.
- قانون رقم ٢١٢-٩٣-١ متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازمة تقديمها من قِبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم.
- قانون رقم ٢١٣-٩٣-١ متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.

ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثاً ملموساً من خلال:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة.
- الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة، والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.

- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم «SBVC»، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.

ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجبارياً على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة ١٩٩٣. وقد سُطبت ١٠ شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

وفي سنة ١٩٩٧، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم ٣٤ / ٩٦ الذي قام بتعديل قانون رقم ٩٣ - ٢١١ - ١ واستكمالته والمتعلق ببورصة القيم حيث قضى القانون بإحداث هيئة إيداع مركزية «ماروكليز» في أكتوبر من سنة ١٩٩٨. ومنذ ذلك التاريخ، شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشاً ملحوظاً.

وفي سنة ٢٠٠٠، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.

وفي سنة ٢٠٠٧، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها مواكبةً للتحويلات المهمة التي تشهدها.

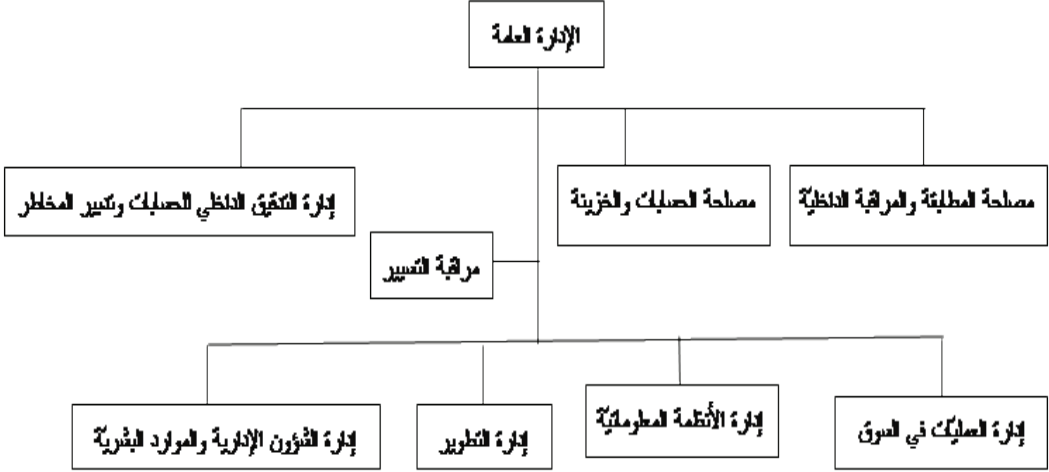
في سنة ٢٠٠٨، أعتمدت النسخة ٩٠٠ لنظام التسعير الإلكتروني، كما قامت بورصة الدار البيضاء بإنشاء «لجنة متابعة» من أجل تعدي النظام الإداري لها، واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض إدارة جماعية ومجلس الرقابة.

ولقد شهدت سنة ٢٠٠٩ تغييراً جذرياً في نظام الحكامة المعتمد من طرف بورصة الدار البيضاء، حيث استبدل مجلس المراقبة والقيادة المعمول به منذ سنة ٢٠٠٠ بإدارة عامة ومجلس للإدارة. ويشكل إعداد إستراتيجية ٢٠٠٩ - ٢٠١٥ حدثاً بارزاً بالنسبة لبورصة الدار البيضاء سنة ٢٠٠٩ إذ صُممت مجموعة من المشاريع وبدئ في تنفيذها قصد تشجيع سوق البورصة الوطني وتطويره.

بلغ رأس مال بورصة الدار البيضاء خلال سنة ٢٠١٠ ما قيمته ١٩,٠٢٠,٨٠٠ درهم تملكه ١٧ شركة للبورصة تعمل ضمن السوق بأنصبة متساوية، ولقد تجاوزت البورصة المغربية نظيرتها المصرية لتصبح بذلك أهم بورصة في القارة بعد بورصة جوهانسبورغ بجنوب إفريقيا. وفيما يأتي شكل مبسط للهيكل التنظيمي لبورصة المغرب:

الشكل (١)

الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب



المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء.

لقد وضعت بورصة المغرب في إطار مزاولة نشاطها وتطبيقاً للمهمّات التي أسندت إليها رؤية واضحة وطموحة لأهدافها:

- المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة.
- منح المستثمرين والفاعلين سوقاً عصريّة وسائلة وشفافة.
- إقتراح خدمات ذات جودة عالية لمختلف العملاء: فاعلون ماليون وجهات مصدرة ومستثمرون.
- تعزيز وتسريع تطور سوق البورصة.
- تسعى بورصة المغرب إلى احتلال الصدارة في إفريقيا.
- الاعتماد على أفضل الممارسات الدوليّة على مستوى التنظيم والسوق.

فرضيات الدراسة:

1. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء والنتائج المحلي الإجمالي.

٢. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل الادخار.
٣. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل الاستثمار.
٤. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء وسعر الصرف.
٥. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل التضخم.
٦. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومتوسط دخل الفرد.
٧. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل البطالة.
٨. هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء والمديونية الخارجية.

منهجية الدراسة: الطريقة والإجراءات

رغبة في الاطلاع على الدور الذي يمكن أن تؤديه البورصة في عملية التنمية الاقتصادية لبلاد ذات اقتصاد نام ركزت في هذه الدراسة على بورصة المغرب لاعتبارات عدة:

- بورصة الدار البيضاء من أقدم البورصات في منطقة دول المغرب العربي، كما أنّ هدف البحث المتمثل في إبراز الدور الفعّال في عملية تمويل التنمية الاقتصادية يتوافق مع تجربة المغرب في هذا المجال.
- توافر الإحصاءات الرقمية الخاصة ببورصة الدار البيضاء والاقتصاد المغربي ساعد على بناء النموذج الإحصائي الذي سيتم من خلاله قياس الدور الذي تؤديه البورصة في الاقتصاد الوطني وتقديره.
- نجاح العملية الاقتصادية في المغرب وذلك بشهادة كثير من المتخصصين في المجال الاقتصادي، حيث أكدّ آرنو لويس، المدير المساعد بوكالة فيتش راتينغ (الوكالة الدولية للتصنيف الائتماني) أنّ المغرب نجح في القيام بإصلاحات اقتصادية جريئة.

منهج الدراسة:

استعمل الباحثان المنهج الإيجابي بشكل كثيف لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع. كما استخدمت الطرق الإحصائية والقياسية الضرورية لتقويم أداء بورصة الدار البيضاء (البورصة المغربية) وإنجازاتها. ولدراسة العلاقة بين مستوى النشاط في السوق، وبين مستوى أداء الاقتصاد بغرض الوصول إلى نتائج محددة وفق معايير علمية، لذلك تم اللجوء إلى المنهج الإحصائي القياسي الكمي لقياس الأثر المتبادل، وعلاقة كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية في مؤشر بورصة الدار البيضاء.

سوف تتم الاستعانة بالبرمجة الإحصائية **EViews 7.0** لإجراء التحليل القياسي من خلال الاختبارات الآتية:

- إختبار استقرارية المتغيرات (Stationarity Test).
- إختبار السببية (Granger Causality Test).

متغيرات الدراسة:

- أولاً- المتغير المستقل: سيتم استعمال مؤشر بورصة الدار البيضاء كمتغير مستقل، والمعروف برمز MASI المستعمل منذ سنة ٢٠٠٠.
- ثانياً- المتغيرات التابعة: تتمثل هذه المتغيرات في المؤشرات الاقتصادية الآتية والمبينة في الجدول (١) أدناه:

الجدول (١)

متغيرات الدراسة

الرمز	المتغيرات
MASI	مؤشر بورصة الدار البيضاء
PIB	الناتج المحلي الإجمالي
TE	معدل الادخار
IN	معدل الاستثمار
CH	سعر الصرف
TI	معدل التضخم
IMP	متوسط دخل الفرد

الرمز	المتغيرات
Tch	معدل البطالة
DE	الديونية الخارجية

المصدر: من إعداد الباحثان.

أساليب جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة على المعلومات والبيانات المتحصل عليها من العديد من التقارير السنوية التي استخرجت من مواقع الانترنت لكل من بورصة الدار البيضاء، وصندوق النقد العربي، والتقارير العربي الموحد، والبنك الدولي، ومناخ الاستثمار في الدول العربية، والبنك المغربي، ومعطيات الدراسة ملخصة في الملحق (١).

٤. دراسة سببية العلاقة بين مؤشر بورصة الدار البيضاء وبين المؤشرات الاقتصادية لدولة المغرب:

تقوم هذه الدراسة على استخدام نموذج العلاقة السببية المقترح من (Granger 1969) والمطور من (Simz 1972)، فبافتراض وجود متغيرين X و Y فإن نموذج السببية يستخدم في تحديد ما إذا كانت التغيرات السابقة في المتغير X تساعد في تفسير التغيرات الحالية في المتغير Y (حيث إن X المتغير المستقل و Y المتغير التابع)، آخذين في الاعتبار التفسير المقدم من التغيرات السابقة في المتغير Y نفسه، وحال وجود هذه العلاقة يمكن القول بوجود علاقة سببية تتجه من المتغير X إلى المتغير Y ، ولمعرفة ما إذا كانت التغيرات في المتغير X تسببه التغيرات في المتغير Y ، يعاد استخدام الاختبار مع جعل المتغير X تابعاً (محمد محمود داغر وآخرون ٢٠١٠). وعليه وفي إطار تحليل العلاقة بين مؤشر بورصة

الدار البيضاء وبين المؤشرات الاقتصادية لدولة المغرب يتم تناول الثنائيات الآتية:

- INDEX و Tch
- INDEX و PIB
- INDEX و TE
- INDEX و CH
- INDEX و TI
- INDEX و DE
- INDEX و DE
- INDEX و IMP

وتتطلب دراسة السببية في العلاقات السابقة تتبع المنهجية المعتمدة في المرحلة الأولى على تحليل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة، وفي المرحلة الثانية، تُختبر السببية لـ Granger.

اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ADF:

غالبا ما تتسم السلاسل الزمنية التي تصف المتغيرات الاقتصادية الكلية بعدم الاستقرار، وذلك لأن معظمها يتغير وينمو مع الزمن، مما يجعل متوسطها وتباينها غير مستقرين ومرتبطين بالزمن. وتفترض كل الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلسلة زمنية أن هذه السلسلة مستقرة، وحال غياب صفة الإستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين المتغيرات غالبا ما يكون زائفاً بالرغم من كون معامل التحديد R^2 عاليا (عبد القادر محمد عطية ٢٠٠٥).

يقوم هذا الاختبار على فحص استقرارية المتغيرات مع مرور الزمن، حيث يتعين في البداية التأكد من استقرار متغيرات الدراسة. حيث يتم الاعتماد على اختبار Decky – Full – er Augmented ADF وهذا لجودة نتائجه وكثرة استخدامه. ويتطلب هذا الاختبار تحديد قيم ρ ، التي تمثل درجات التأخر من خلال معياري Akaike و Schwarz بتطبيق اختبار ديكي – فولر الموسع (ADF) وباستخدام البرامج المتخصصة مثل برنامج Eviews يتم اختيار درجة التأخر المثلى بطريقة آلية والنتائج مدرجة في الملحق (٢).

أشارت نتائج اختبار ADF أن السلسلة الأصلية للمتغيرات الآتية IMP و Tch و TE و TI مستقرة، وبالنتيجة هي متكاملة من الدرجة ٠. أما باقي السلاسل الأصلية للمتغيرات الأخرى، فغير مستقرة عند مستوى معنوية ٥٪ حيث إن جميع قيم T المحسوبة أكبر من T الجدولية، أما بالنسبة لسلسلة الفروق الأولى نجد أن المتغيرات CH و TN و PIB فمستقرة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن قيم T المحسوبة أقل من قيم T الجدولية، وبالنتيجة نجد أن سلاسل هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة ١. أما بالنسبة لسلسلة الفروق الثانية نجد أن المتغيرات DE و INDEX مستقرة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث إن قيم T المحسوبة أقل من قيم T الجدولية، وبالنتيجة نجد أن سلاسل هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة ٢.

اختبار العلاقة السببية:

يستخدم هذا الاختبار من أجل تحديد اتجاه السببية بين متغيرات الدراسة، حيث يظهر اتجاه السببية هل كان أحادياً، أم تبادلياً؟ أي إن كلا من المتغيرين يسبب الآخر، وقد لا تكون هناك علاقة سببية بينهما، ويبين هذا الاختبار أن (X) يسبب (Y) إذا كان التباطؤ الزمني لمتغير (X) له طاقة تنبؤية إضافية أكبر من الطاقة التنبؤية الإضافية للتباطؤ الزمني للمتغير (Y) نفسه. ويتم تحديد وجود علاقة من عدمها بالنظر إلى مستوى المعنوية المعطاة في نتائج Granger للسببية، من خلال مقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة (٠,٠٥) وترفض فرضية العدم إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من (٠,٠٥).

و منه يقوم تحليل العلاقة السببية بين مؤشر بورصة الدار البيضاء والمؤشرات الاقتصادية لدولة المغرب على استخدام اختبار Granger. ويتم هذا التحليل من خلال اختبار فرضيتي العدم: المتغير الأول يسبب المتغير الثاني، وأن المتغير الثاني يسبب المتغير الأول بدرجة معنوية معينة، في مقابل الفرضيتين البديلتين: المتغير الأول لا يسبب المتغير الثاني والمتغير الثاني لا يسبب المتغير الأول. والمرحلة الأولى في هذا الاختبار هي تحديد درجات التأخر. حيث أعتد على اختبار أكايك (AIC) وسشوارتز (SC) لإيجاد العدد الأمثل لدرجات التأخر وتظهر نتائج اختبار هاتين الطريقتين أو المعيارين كما في الجدول (٢).

الجدول (٢)

درجات التأخر للعلاقات المدروسة

العلاقة	درجة التأخر	العلاقة	درجة التأخر
D (CH) D (D (INDEX))	٢	Tch D D (INDEX)	٢
D (D (DE)) D (D (INDEX))	٢	TE D (D (INDEX))	٢
IMP D (D (INDEX))	٢	TI D (D (INDEX))	٢
D (D (PIB)) D (D (INDEX))	٢	D (IN) D (D (INDEX))	٢

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على برنامج EViews 7.0

و بتطبيق اختبار Granger عند مستوى معنوية ٥٪ (٠,٠٥)، وذلك بالنسبة للعلاقات السابقة حصلنا على النتائج المبينة في الجدول (٣) أدناه.

الجدول (٣)

نتائج اختبار Granger

العلاقة	اتجاه العلاقة	إحصائية الاحتمال
D (CH) D (D (INDEX))	سعر الصرف يسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	٠,٠٨
	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب سعر الصرف	٠,٩١
D (D (DE)) D (D (INDEX))	المدىونية الخارجية تسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	* ٠,٠٣
	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب المدىونية الخارجية	٠,٨٨

إحصائية الاحتمال	اتجاه العلاقة	العلاقة
٠,٢٩	متوسط دخل الفرد يسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	IMP D (D (INDEX))
*٠,٠٤	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب متوسط دخل الفرد	
٠,٧٠	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب الناتج المحلي الإجمالي	D (D (PIB)) D (D (INDEX))
٠,٢٠	الناتج المحلي الإجمالي يسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	
٠,١٧	معدل البطالة يسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	Tch D (D (INDEX))
٠,٥٤	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب معدل البطالة	
٠,٣٦٦	معدل الادخار يسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	TE D (D (INDEX))
٠,٠٦٧	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب معدل الادخار	
× ٠,٠١	معدل التضخم يسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	TI D (D (INDEX))
٠,٥٨	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب معدل التضخم	
٠,٩١	معدل الاستثمار يسبب مؤشر بورصة الدار البيضاء	D (IN) D (D (INDEX))
٠,١٠	مؤشر بورصة الدار البيضاء يسبب معدل الاستثمار	

المصدر: من إعداد الباحثين باستخدام Eviews 7.0

* الإحصائية معنوية عند مستوى ٥٪

ملاحظة: الأرقام الواردة في الجدول توضح شكل علاقة المتغيرات وطبيعتها مع بعضها في أثناء تكوين النموذج الرياضي وتحسب من قبل برنامج Eviews إلكترونياً.

نتائج الدراسة:

بقراءة نتائج اختبار Granger للسببية الموضح في الجدول (٣) نجد أن:

♦ وجود علاقات سببية أحادية موجبة بين المتغير (INDEX) وكل من المتغيرات (DE، IMP، TI) فضلاً عن مجموعة من العلاقات غير السببية، تبادلية الاتجاه بين (IN-DEX) وكل من (PIB، TE، IN، CH، Tch) .

♦ ارتفاع المديونية الخارجية (DE) تسبب زيادة في مؤشر بورصة الدار البيضاء المتضمن لمؤسسات ذات علاقات خارجية مع الدول الأخرى كبنك المغرب للتجارة الخارجية الذي يشكل ما وزنه ١٠ ٪ من مؤشر بورصة الدار البيضاء (٠,٠٣ > ٠,٠٥) ، أي أنه على المدى القصير هناك أثر للمديونية الخارجية الناشئة من قبل بعض المؤسسات

المدرجة في مؤشر بورصة الدار البيضاء أدى ذلك إلى زيادة قيمة المؤشر. ومنه هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء والمديونية الخارجية.

◆ مؤشر بورصة الدار البيضاء (INDEX) قد تسبب في تحقيق نمو متوسط دخل الفرد (٠,٠٤ > ٠,٠٥) ، وهذا مفاده أن بورصة الدار البيضاء تؤثر في النمو الاقتصادي لدولة المغرب. ومنه هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومتوسط دخل الفرد.

◆ معدل التضخم (TI) قد تسبب في زيادة مؤشر بورصة الدار البيضاء (٠,٠١ > ٠,٠٥) ، أي أنه عند اتخاذ المستثمر لقراراته الاستثمارية لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد مبنية على أساس الأرقام الحقيقية وليس الاسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية لا تعدّ البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمارات مؤشر جيد للحكم على أداء هذه الاستثمارات. ذلك لأنه هذا العائد يفقد جزءاً من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعاً لمعدل التضخم السائد خلال تلك الفترة. لذلك يمكن القول إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة الدار البيضاء. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنه أن يترك أثراً على تلك الأسعار. ومنه هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل التضخم.

◆ الناتج المحلي الإجمالي لم يتسبب في زيادة مؤشر بورصة الدار البيضاء، وهذا يعني أن نمو الناتج المحلي الإجمالي لا يعمل على زيادة حركة التعامل على الأسهم في بورصة الدار البيضاء الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. ومنه ليس هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء والناتج المحلي الإجمالي.

◆ معدل الادخار لم يتسبب في زيادة مؤشر بورصة الدار البيضاء، وهذا يعني عدم تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. حيث لم تشجع بورصة الدار البيضاء على تنمية الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات) وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار. ومنه ليس هناك

علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل الادخار.

♦ زيادة مؤشر بورصة الدار البيضاء لم يتسبب في ارتفاع معدل الاستثمار، وهذا يعني أن بورصة الدار البيضاء لا تعمل على رفع معدل إنتاجية الاستثمار وزيادة حجم الاستثمارات كما هو معروف على أسواق الأوراق المالية أنها قناة لتمويل الاستثمار وعالم جديد من الفرص الاستثمارية. ومنه ليس هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل الاستثمار.

♦ سعر الصرف لم يتسبب في زيادة مؤشر بورصة الدار البيضاء، وهذا يعني أن الاستقرار النسبي في عملة الدولة ليس له تأثير مباشر على نشاط بورصة الدار البيضاء. ومنه ليس هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء وسعر الصرف.

♦ معدل البطالة لم يتسبب في زيادة مؤشر بورصة الدار البيضاء، وهذا يعني أن انخفاض معدلات البطالة ليس له علاقة بنشاط بورصة الدار البيضاء. ومنه ليس هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب ممثلاً بمؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل البطالة.

♦ يمكن القول إن هناك علاقة بين بورصة الدار البيضاء والنمو الاقتصادي لدولة المغرب يتجلى في أن بورصة الدار البيضاء تؤثر في النمو الاقتصادي من خلال متوسط دخل الفرد، ولكن بورصة الدار البيضاء لا تقوم بدفع عجلة التنمية الاقتصادية لدولة المغرب لانعدام العلاقة بين البورصة والمؤشرات الاقتصادية الأخرى.

التوصيات:

في ضوء النتائج التي تمخض عنها البحث، فإننا نوصي بما يأتي:

١. العمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى المواطنين من خلال عمل خطة إعلامية للتعرف إلى فرص الاستثمار المالي ومزاياه، بهدف رفع مستوى وعيهم الادخاري والاستثماري؛ لأن نقص الوعي بالاستثمار سيؤثر سلباً على أداء بورصة الدار البيضاء.

٢. توفير البيانات بشفافية لتمكين الباحثين والمحليلين والمستثمرين من اتخاذ القرارات الصحيحة والمناسبة ودراسة البورصة بشكل جيد.

٣. اعتماد سياسات مالية ونقدية تضمن السيطرة على معدلات التضخم وتمنع تأثيرها على بورصة الدار البيضاء، وعلى الاقتصاد المغربي.
 ٤. الاستعانة بالموشرات الأخرى لبورصة الدار البيضاء (مؤشر القيمة السوقية، مؤشر معدل دوران السهم، مؤشر حجم التداول) والتي تتحكم بمستوى النشاط الاقتصادي لقياس مدى تأثير وتأثر بورصة الدار البيضاء بالتنمية الاقتصادية لدولة المغرب.
 ٥. التنسيق بين إدارة بورصة الدار البيضاء وواضعي السياسة الاقتصادية العامة في البلاد لغرض تتبع أداء مؤشر بورصة الدار البيضاء، ومن ثم تحريك السياسات الاقتصادية العامة صوب تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنقدي كون سوق الأوراق المالية أحد المؤشرات المهمة في التمتع بمستقبل النشاط الاقتصادي.
- على الرغم من أنّ بورصة الدار البيضاء تتمتع بالضعف اتجاه اقتصاد دولة المغرب، فإنّ أسواق الأوراق المالية تبقى قناة ناجعة لتوجه الادخار وتحسين كفاءة التخصيص وتمويل الاقتصاد، كما تظل العلاقة التي تربط عملية التنمية الاقتصادية بأسواق الأوراق المالية علاقة قوية ووطيدة، وذلك للدلالة على دورها الفعال في الاقتصاد كأداة للتمويل بالمساهمة، والتخلص ولو جزئياً من أعباء التمويل بالاستدانة.

المصادر والمراجع:

أولاً- المراجع العربية:

١. عصام حسين-«أسواق الأوراق المالية»- الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان ٢٠٠٨.
٢. السيد متولي عبد القادر-«الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير»-، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان ٢٠١٠.
٣. جبار محفوظ، عديلة مريم- « دور السوق المالية في التنمية الاقتصادية»- الملتقى الدولي بين النظري والتطبيقي في إطار تجارب الدول العربية، جامعة باجي مختار/ عنابة، نوفمبر ٢٠٠٨.
٤. عباس كاظم الداعي -«السياسات النقدية والمالية»-، الطبعة الأولى، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان ٢٠١٠.
٥. عمروا محي الدين -«التخلف والتنمية»- الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت ٢٠٠٠.
٦. عمر العسري- «البورصات المغاربية بين تأثير الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي»- جامعة محمد الخامس السويسي الرباط- المملكة المغربية ٢٠٠٩.
٧. كامل بكري- « التنمية الاقتصادية»- ، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت ١٩٨٦.
٨. محمد عبد العزيز عجيمية وآخرون- «التنمية الاقتصادية مفهومها ونظرياتها سياساتها»- الطبعة الأولى، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع الاسكندرية ٢٠٠١.
٩. الفقهي فخر الدين، وآخرون -« أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والانمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي»- سوق الأوراق المالي الليبي، ليبيا ٢٠٠٨.
١٠. محمود محمد داغر، علي محمد علي، « الإنفاق العام على مشروعات البنية التحتية وأثره في النمو الإقتصادي في ليبيا (منهج السببية) »، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد ٥١، السنة ٢٠١٠.

ثانيًا - المرجع الأجنبية:

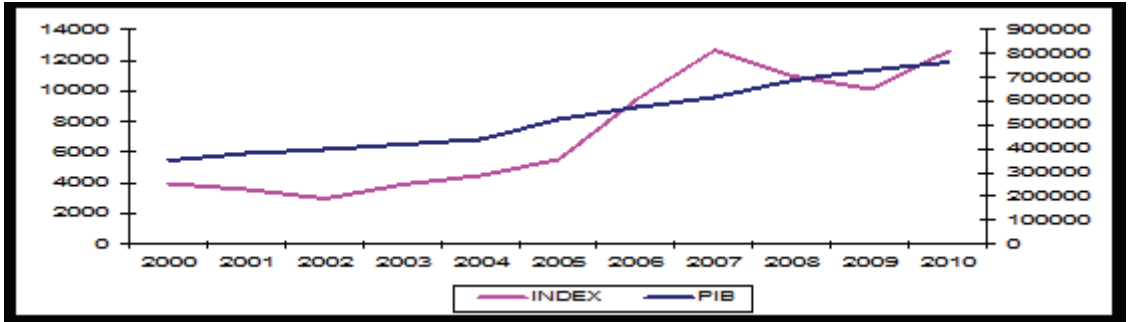
1. C.W.J.Granger (Aug 1969) « Investigating Causal relation by econometric models and cross- spectral methods », *Econometrica*, Vol 37 No 3.
2. Christopher.A.Sims. « Money, income and causality (Sep1972) » *The amercaian economic review* », Vol 62, No 4.
3. Rogis Bourbonnais (2002) « *Econométrie* », 4ème Edition, Dunod, Paris, France.
4. Hamzah, Mohamad, How Lee, Cooper Ramin (2004) , « *Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Co-integration Evidence from Stock* ».

٥. موقع بورصة الدار البيضاء / المغرب:

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/ar/index.aspx>

الشكل (٢)

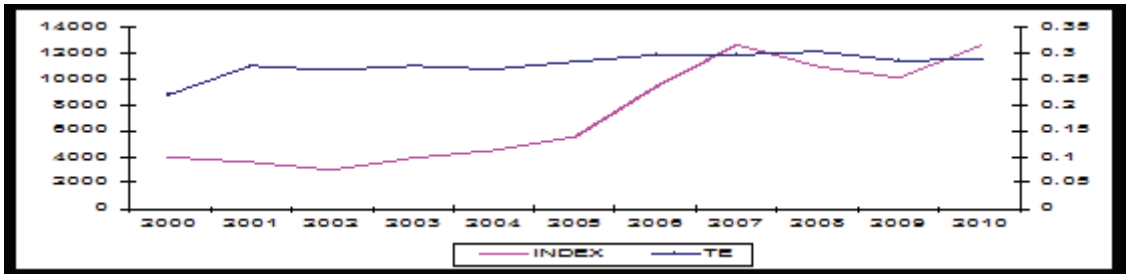
تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء والناتج المحلي الاجمالي



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١) .

الشكل (٣)

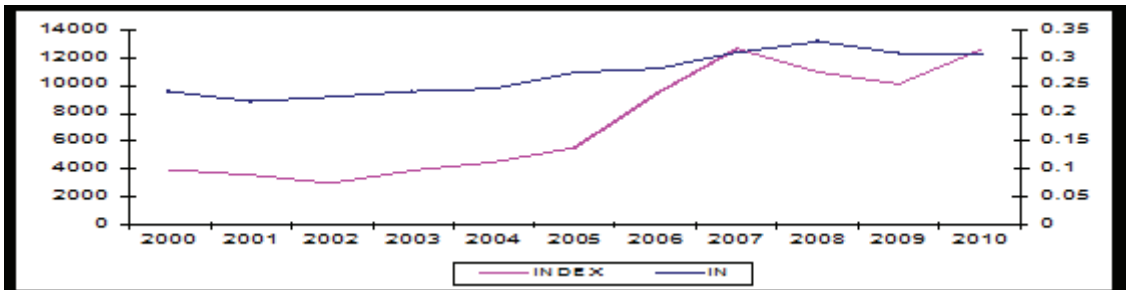
تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل الادخار



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١) .

الشكل (٤)

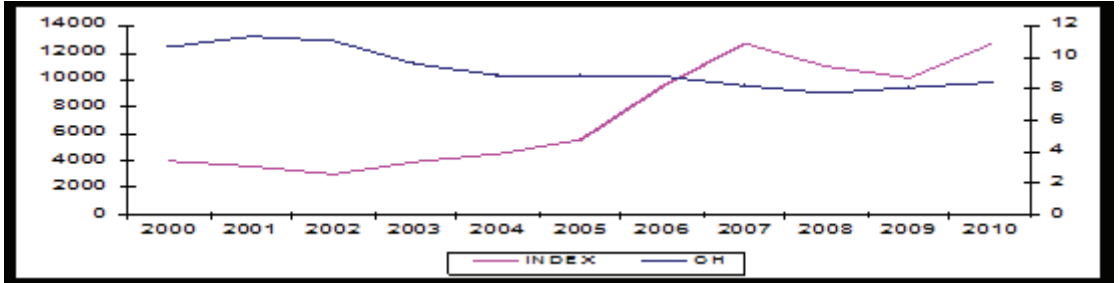
تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل الاستثمار



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١) .

الشكل (٥)

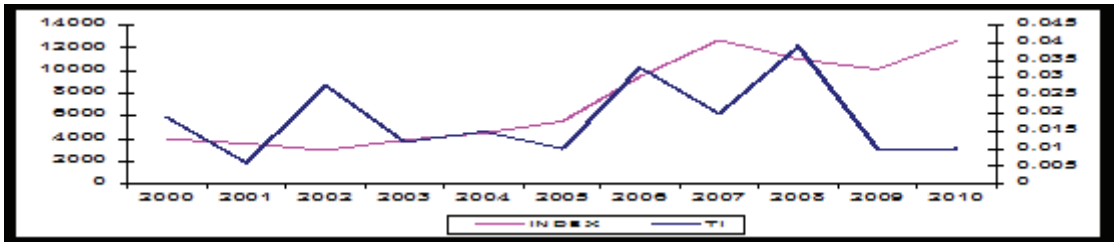
تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء وسعر الصرف



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١) .

الشكل (٦)

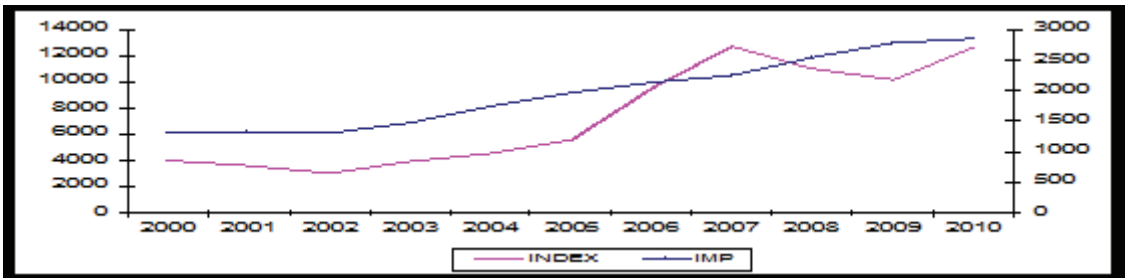
تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل التضخم



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١) .

الشكل (٧)

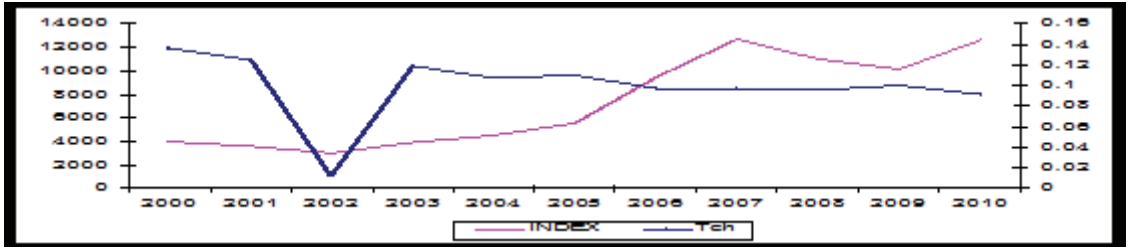
تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء ومتوسط دخل الفرد



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١) .

الشكل (٨)

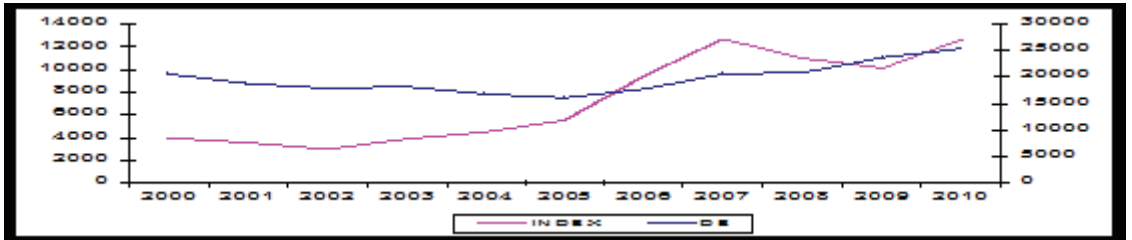
تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء ومعدل البطالة



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١).

الشكل (٩)

تغيرات مؤشر بورصة الدار البيضاء والمديونية الخارجية



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الملحق (١).

الملحق (١)
معطيات الدراسة

السنوات المتغيرات	INDEX	PIB	TE	TN	CH	TI	IMP	Tch	DE
٢٠٠٠	٨١,٥٦٦٦	١٧٣٣٥٣	٥١,٠	٣٨,٠	٨٤٤٤,٠١	٦١,٠	٠,١٨١	٤٣١,٠	٤٨٤,٠٢
٢٠٠١	٧٤,٧٤٥٣	٥٧٤٨٧٨	٤٨,٠	٥٢,٠	٠,٣٠٣,١١	٤٠,٠	٠,٣٨١	٥٢١,٠	٠,٦٨٧١
٢٠٠٢	٣٣,٧٧٦٥	١٧٨٨٦٥	٧٤,٠	٤٨,٠	٠,١٢٠,١١	٧٨,٠	٠,٠٨١	٤١١,٠	٤٧٦٨١
٢٠٠٣	١٥,٤٣٦٥	٥٧٣٦١٣	٨٨,٠	٣٨,٠	٠,٣٨٥,٦	٨١,٠	٠,٨٣١	٦١١,٠	٤٠,٢٧١
٢٠٠٤	٧٦,١٨٥٣	٤٨٤٣٣٣	٨٨,٠	٤٣,٢,٠	٠,٧٤٧,٧	٥١,٠	٠,٣٨١	٧٠١,٠	٤٧٧٤١
٢٠٠٥	٨١,٦٨٥٥	٦٨٤٨٨٥	٣٧,٠	٥٨,٠	٠,٥٤٧,٧	١٠,٠	٠,٤٦١	١١,٠	٣٨١٤١
٢٠٠٦	٥٣,٦٨٣٦	٣٣,٨٨٨٥	٨٦,٠	١٧,٠	٠,٤٦٨,٧	٤٨,٠	٠,٤١١	٨٦,٠	٥١٧٨١
٢٠٠٧	٨٦,٣٦٤٨	٣٥٤٤١٤	٨٦,٠	١٨,٠	٠,٥٦١,٧	٤٠,٠	٠,٣٤١	٨٦,٠	٤٣٥٠,٢
٢٠٠٨	٦٢,٣٧٦٠	٤٣٧٧٧٤	٣٠,٠	٤٨,٠	٠,٠٥٨,٨	٦٧,٣,٠	٠,٣٥١	٤٦,٠	٣٤٧٠,٢
٢٠٠٩	٤٣,٣٨١٠	٦٣٣٤٤٨	٤٧,٠	٦٠,٠	٠,٨٥٠,٧	١٠,٠	٠,٨٨١	٠,١	٠,٥٨٨١
٢٠١٠	٠,٢٠٥٤٤٨	٤٠,٤٣٤٨	٠,٦١,٠	٨٠,٠	٤٨٤٣,٧	١٠,٠	٠,٥٧١	٠,١٦,٠	٤٠,٣٥١

المصدر: من إعداد الباحثان

(٢) الملحق

نتائج اختبار الإستقرارية ADF

الدرجة القيم	سلسلة الفروق الثانية	درجة التأخر	القيم الدرجة	سلسلة الفروق الأولى	درجة التأخر	القيم الدرجة	السلسلة الأصلية	درجة التأخر		
-	-	-	-	-	-	٤,١٠٧٨ -	٣,٤٨٤١ -	١	III	INDEX
-	-	-	-	-	-	٣,٢١٢٦ -	٠,٢٨٠٧ -	٠	II	
٢,٠٠٦٢ -	٤,٣٧٢٩ -	١	١,٩٨٨١ -	١,٧٧٧٧ -	٠	١,٩٨٢٣ -	١,١٣٠٦	٠	I	
-	-	-	-	-	-	٤,٠٠٨١ -	٢,٥٥٣٠ -	٠	III	CH
-	-	-	-	-	-	٣,٢١٢٦ -	٢,٥٢٣٧ -	٠	II	
-	-	-	١,٩٨٨١ -	٤,٧٠٣٦ -	٠	١,٩٨٢٣ -	٠,٨٣٠٥ -	٠	I	
-	-	-	-	-	-	٤,٠٠٨١ -	١,٠٩٢٥ -	٠	III	DE
-	-	-	-	-	-	٣,٢١٢٦ -	٠,٣٥٦٩ -	٠	II	
١,٩٩٥٨ -	٤,٠١٠٥ -	٠	١,٩٨٨١ -	١,٧٤٧١ -	٠	١,٩٨٢٣ -	٠,٩٢٣٩ -	٠	I	
-	-	-	-	-	-	٤,١٠٧٨ -	٥,١٨٠٧ -	٠	III	IMP
-	-	-	-	-	-	٣,٢١٢٦ -	٠,٧٩٦٧	٠	II	
-	-	-	-	-	-	١,٩٨٢٣ -	٤,٧٢٢١	٠	I	
-	-	-	-	-	-	٤,٠٠٨١ -	١,٩٨٩٢ -	٠	III	PIB
-	-	-	-	-	-	٣,٢١٢٦ -	٠,٨٥٨٦	٠	II	
-	-	-	١,٩٩٥٨ -	٣,٩١٤٣ -	٠	١,٩٨٢٣ -	٥,٩٧٩٤	٠	I	
-	-	-	-	-	-	٤,١٠٧٨ -	٤,٩٣٥٨ -	١	I	Tch
-	-	-	-	-	-	٣,٢٥٩٨ -	٤,٦٤٦٤ -	١	II	
-	-	-	-	-	-	١,٩٨٨١ -	٠,٨١٥٨ -	١	III	

القيمة الدرجة	سلسلة الفروق الثانية	درجة التأخر	القيمة الدرجة	سلسلة الفروقات الأولى	درجة التأخر	القيمة الدرجة	السلسلة الأصلية	درجة التأخر		
-	-	-	-	-	-	٤,٠٠٨١ -	٤,٨٥١٩ -	٠	III	TE
-	-	-	-	-	-	٣,٢٥٩٨ -	١,٤٣٧٩ -	١	II	
-	-	-	-	-	-	١,٩٨٢٣ -	٠,٨٧٦٩	٠	I	
-	-	-	-	-	-	٤,٠٠٨١ -	٣,٥٤٤٠ -	٠	III	TI
-	-	-	-	-	-	٣,٢١٢٦ -	٣,٦٥٢٦ -	٠	II	
-	-	-	-	-	-	١,٩٨٨١ -	٠,٥١٠٦ -	١	I	
-	-	-	-	-	-	٤,٠٠٨١ -	٢,٢٠٧٩ -	٠	III	TN
-	-	-	-	-	-	٣,٢١٢٦ -	٠,٥٨٦٨ -	٠	II	
-	-	-	١,٩٨٨١ -	٢,٣٦٣٠ -	٠	١,٩٨٢٣ -	١,١٣١٠	٠	I	

المصدر: من إعداد الباحثان باستخدام برنامج Eviews 7.0

