جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي–
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد المعرفة

دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي

إعداد الطالبة:
نسرين بن زواي

إشراف:
الأستاذ الدكتور مبارك بوعشة

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. أحمد بوراس	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	رئيسا
أ.د مبارك بوعشة	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة 2	مقررا
أ.د. سعدي رجال	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مناقشا
أ.د. محمود جمام	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مناقشا
أ.د. بلقاسم ماضي	أستاذ التعليم العالي	جامعة عنابة	مناقشا
د. عمر جنينة	أستاذ محاضر "أ"	جامعة تبسة	مناقشا

2015/2014

بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بفضله تم انجاز هذا العمل

شكر كبير أقدمه للأستاذ الدكتور المشرف "مبارك بوعشة" على تعاونه

كما أوجه شكرا خاصا للأستاذ "محمد الشريف بن زواي"

أقدر صبرك وتعاونك والتزامك طوال الفترة السابقة

كما أقدم الامتنان العميق إلى من قدم الإلهام والدليل القاطع الذي يثبت أن من يقفز قفزة الثقة يمكنه أن يجسد في الواقع ما يرغبه حقا

الدكتور "عبد الكريم قندوز"

ولقد أسعدني الحظ بالعديد من الأساتذة والموجهين الرائعين

وهم أكثر من أن أذكرهم هنا

إلا أن هناك كلمة امتنان خاصة

للأستاذة "هاجر سلاطني"، الأستاذ "إبراهيم عدلي" والأستاذ "حمزة بوسنة"

وكلمة ثناء خاصة للأستاذ "عيشوش رياض" والأستاذ "سليم العمراوي"

إلى والديّ الرائعين

اللذين آمنا بي دائما

أشكركما لمنحي أجنحة أطير بها

إلى إخوتي أنتم كنز حياتي

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

شكر وتقدير

الإهداء

فهرس المحتويات I

فهرس الجداول XVI

فهرس الأشكال والرسومات البيانية XVIII

قائمة الملاحق XX

المقدمة العامة أ

الفصل الأول: اقتصاد المعرفة، بيئة جديدة 01

تمهيد 01

المبحث الأول: مفاهيم حول المعرفة 02

المطلب الأول: فهم المعرفة 02

أولا:التمييز بين البيانات، المعلومات والمعرفة 02

1- تعريف البيانات 01

2- تعريف المعلومات 04

3- تعريف المعرفة 04

ثانيا:التمييز بين المعرفة، التعلم والذكاء 06

1- تعريف التعلم 07

2- تعريف الذكاء 07

ثالثا: أنماط المعرفة 07

1- تصنيف ميشال بولاني (Michael Polanyi) 07

2- تصنيف ميشال زاك (Michael Zack) 09

3- تصنيف آخر 10

المطلب الثاني: تعريف، خصائص المعرفة المالية وأهميتها 11

أولا: تعريف المعرفة المالية 11

ثانيا: خصائص المعرفة المالية 12

ثالثا: أهمية المعرفة المالية 14

المبحث الثاني: أساسيات اقتصاد المعرفة 15

المطلب الأول: مفهوم اقتصاد المعرفة وأهميته 15

أولا: مفهوم اقتصاد المعرفة 15

1- نشأة اقتصاد المعرفة 15

2- تعريف اقتصاد المعرفة 16

3- سمات اقتصاد المعرفة 17

ثانيا: أهمية اقتصاد المعرفة 19

المطلب الثاني: أسس اقتصاد المعرفة 19

أولا: تكنولوجيا المعلومات والاتصالات 19

1- تعريف تكنولوجيا المعلومات والاتصالات 20

2- أهمية تكنولوجيا المعلومات والاتصالات 22
3- البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات 22
ثانيا: رأس المال الفكري 27
1- تعريف رأس المال الفكري 27
2- أهمية رأس المال الفكري 29
3- مكونات رأس المال الفكري 29
المبحث الثالث: متطلبات اقتصاد المعرفة ومؤشراته 34
المطلب الأول: متطلبات التحول إلى اقتصاد المعرفة 34
المطلب الثاني: مؤشرات اقتصاد المعرفة 35
أولا: مؤشرات العلم والتكنولوجيا 35
1- الأبحاث والتطوير 35
2- إحصائيات براءات الاختراع 36
3- المنشورات العلمية 37
4- ميزان المدفوعات التكنولوجي 37
ثانيا: المؤشرات المتعلقة بالموارد البشرية 38
1- التعليم والتدريب 38
2- مخزون رأس المال البشري 39
3- الاستثمار في رأس المال البشري 39

ثالثا: مؤشرات نشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات 42
المطلب الثالث: تحليل جاهزية الدول العربية للاندماج في اقتصاد المعرفة 43
أولا: البنية التحتية للمعلومات والاتصال والجاهزية الرقمية 43
1- الاتصالات الهاتفية 44
2- تكنولوجيا الاتصال والجاهزية الرقمية 49
3- استخدام الانترنت 50
ثانيا: توظيف المعلوماتية والفجوة الرقمية في الوطن العربي 52
1- قطاع الأعمال العربي وتوظيف المعلوماتية 52
2- الحكومة الالكترونية في الوطن العربي 52
3- الفجوة الرقمية في الوطن العربي 53
ثالثا: البحث والتطوير في البلدان العربية 54
1- مؤسسات البحث والتطوير 54
2- الإنفاق على البحث والتطوير 55
رابعا: التعليم في البلدان العربية 56
خلاصة الفصل الأول **57**
الفصل الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال 58
تمهيد **58**
المبحث الأول: مدخل مفاهيمي لسوق رأس المال 59
المطلب الأول: تعريف سوق رأس المال ومستلزمات إنشاءها 59

أولا: تعريف سوق رأس المال 59

ثانيا: مستلزمات إنشاء سوق رأس المال 60

المطلب الثاني: وظائف سوق رأس المال وأقسامها 62

أولا: وظائف سوق رأس المال 62

1- جمع وتعبئة الادخار 62

2- نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات 63

3- توفير السيولة 63

4-رفع معدلات النمو الاقتصادي 63

5- تحريك وتطوير الهياكل الصناعية 63

6- توفير البيانات والمعلومات حول الشركات وتحسين إدارتها 64

7- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق 64

8- التوجيه السليم للموارد الاقتصادية بالبلد 64

9-مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ 65

10- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر 65

ثانيا: أقسام سوق رأس المال 65

1- سوق أولية 65

2- سوق ثانوية 66

المطلب الثالث: أطراف سوق رأس المال والأدوات المتداولة فيها 69

أولا: أطراف سوق رأس المال 70
1- عارضي رؤوس الأموال 70
2- طالبي رؤوس الأموال 71
3- الوسطاء الماليون 71
ثانيا: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال 72
1- المنتجات التي تمثل ملكية الشركة 72
2- المنتجات التي تمثل مديونية الشركة 77
3- المنتجات التي تجمع بين الملكية والدين 79
المبحث الثاني: كفاءة سوق رأس المال 80
المطلب الأول: مفهوم السوق الكفأة والفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية 80
أولا: مفهوم السوق الكفأة 80
ثانيا: كفاءة السوق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية 81
1- الكفاءة الكاملة 81
2- الكفاءة الاقتصادية 83
المطلب الثاني: المرتكزات الأساسية لكفاءة سوق رأس المال ومؤشرات قياس كفاءتها 84
أولا: المرتكزات الأساسية لكفاءة سوق رأس المال 84
1- كفاءة تنظيم سوق رأس المال 84
2- الكفاءة التقنية لسوق رأس المال 85

3- الكفاءة الإعلامية لسوق رأس المال 86
4- التشريعات الحكومية 89
ثانيا: مؤشرات قياس كفاءة سوق رأس المال 90
المطلب الثالث: صيغ كفاءة سوق رأس المال 92
أولا: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق 92
ثانيا: الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق 92
ثالثا: الصيغة القوية لكفاءة السوق 93
المبحث الثالث: دور الوسطاء في تحقيق كفاءة سوق رأس المال 94
المطلب الأول: دور الوسطاء في التخفيض من تكاليف التبادل 94
أولا: وساطة السوق 95
1- اقتصاديات السلم 95
2- اقتصاديات التنوع ووفرات الحجم 96
ثانيا: وساطة الميزانية 96
1- أسباب التحويل المالي للأصول 96
2- أشكال التحويل المالي للأصول 97
المطلب الثاني: دور الوسطاء في تخفيض المخاطرة 97
أولا:الوسطاء، المستثمرون والمخاطرة 98
ثانيا: تحمل المخاطرة من طرف الوسيط المالي 98

المطلب الثالث: دور الوسطاء في تخفيض عدم تماثل المعلومات 98

أولا: دور الوسطاء الماليون في التقليل من مخاطر الاختيار المعاكس 99

ثانيا: دور الوسطاء الماليون في التقليل من المخاطر المعنوية 99

المطلب الرابع: قدرة الوسطاء الماليون على خلق الثقة 100

أولا: تعريف الثقة وخصائصها 100

ثانيا: الثقة آلية تكميلية لتنسيق الأنشطة الاقتصادية 101

ثالثا: دور الوساطة المالية في خلق الثقة بين المتعاملين 101

خلاصة الفصل الثاني 103

الفصل الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال في ظل اقتصاد المعرفة 105

تمهيد 105

المبحث الأول:اقتصاد المعرفة والأزمات المالية في سوق رأس المال 106

المطلب الأول: جوهر وطبيعة الأزمة المالية 106

1- تعريف الأزمة المالية 106

2- أعراض الأزمة المالية 107

3- عناصر الأزمة المالية 108

4- أسباب الأزمة المالية 108

المطلب الثاني: أزمة "فقاعات شركات الانترنت" 2000 كأهم انهيار مالي في ظل اقتصاد المعرفة وآثارها 109

1- جوهر أزمة "فقاعات شركات الانترنت" 2000 109

2- العوامل التي ساهمت في نفخ فقاعة "دوت كوم" قبل انفجارها 111

3-آثار أزمة "فقاعات شركات الانترنت" 2000 113

المبحث الثاني: دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال 114

المطلب الأول: علاقة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بكفاءة سوق رأس المال 114

أولا: التداول الالكتروني 114

1- تعريف التداول الالكتروني 115

2- فوائد التداول الالكتروني 116

3- مخاطر التداول الالكتروني 117

ثانيا: علاقة التكنولوجيا بتحقق كفاءة سوق رأس المال 118

المطلب الثاني: علاقة رأس المال الفكري بكفاءة سوق رأس المال 120

أولا: دور هيئة سوق رأس المال في تحقيق كفاءة سوق رأس المال 120

ثانيا: الوعي الاستثماري 122

1- الجوانب المختلفة للوعي الاستثماري 122

2- مقومات الوعي الاستثماري الجيد 124

3- أثر ضعف الوعي الاستثماري على كفاءة سوق رأس المال 125

ثالثا: دور المنتجات المالية في تحقيق كفاءة سوق رأس المال 126

رابعا: الوسطاء الماليون 127

1- أهمية الوعي والمعرفة الاستثمارية للوسطاء الماليين 127

2- دور معرفة الوسطاء الماليون في الرفع من كفاءة سوق رأس المال 128

المبحث الثالث: آلية تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال 131

المطلب الأول: الحوكمة في سوق رأس المال 131

أولا: طبيعة الحوكمة في سوق رأس المال 131

1- نشأة الحوكمة 132

2- تعريف الحوكمة 134

ثانيا: حوكمة هيئة الأسواق المالية لأعمالها وأداء مهامها 134

المطلب الثاني: حوكمة تكنولوجيا المعلومات كآلية لتفعيل دور اقتصاد المعرفة 136

أولا: تعريف حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وأهميتها لسوق رأس المال 136

1- تعريف حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات 136

2- أهمية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بالنسبة لسوق رأس المال 137

ثانيا: الهيكل والإطار الأساسي لعملية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في سوق رأس المال 139

ثالثا: إنشاء وحدة متخصصة لحماية وامن نظم المعلومات بسوق رأس المال 140

المطلب الثالث: إعادة هندسة مالية لسوق رأس المال لتحقيق كفاءته في ظل اقتصاد المعرفة 143

أولا: مفاهيم حول الهندسة المالية في سوق رأس المال 143

1- مفهوم الهندسة المالية وأنشطتها 143

2- الهندسة المالية والمحيط السوقي 153

ثانيا: إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال كآلية لتفعيل دور اقتصاد المعرفة 155

1- تعريف إعادة الهندسة المالية 156

2- آلية إعادة هندسة مالية لسوق رأس المال في ظل تداعيات اقتصاد المعرفة 157

3- عملية إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال 160

خلاصة الفصل الثالث **162**

الفصل الرابع: دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي **164**

تمهيد **164**

المبحث الأول: استعراض تجارب دول مجلس التعاون الخليجي في بناء اقتصاد المعرفة وأسواق رأس المال 165

المطلب الأول: المركز التنافسي لدول مجلس التعاون الخليجي على خريطة الاقتصاد المعرفي 165

أولا: مؤشرات اقتصاد المعرفة وفق منهجية البنك الدولي 165

ثانيا: مكانة دول مجلس التعاون الخليجي بالمقارنة مع باقي الدول العربية 166

ثالثا: مؤشرات المعرفة واقتصاد المعرفة لدول مجلس التعاون الخليجي في إطار مقارن (1995، 2000 و2012) 168

المطلب الثاني: واقع، نظم إدارة وتطور التشريعات الخاصة بأسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي171

المطلب الثالث: تقييم كفاءة أداء أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي 177

أولا: كفاءة أداء سوقي السعودية والبحرين خلال الفترة 2004-2014 177

1- تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014 177

2- تطور مؤشرات أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014 179

ثانيا: كفاءة أداء سوقي الكويت وقطر خلال الفترة 2004-2014 181

1- تطور مؤشرات أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014 181

2- تطور مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014 183

ثالثا: كفاءة أداء سوقي الإمارات وعمان خلال الفترة 2004-2014 185

1- تطور مؤشرات أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014 185

2- تطور مؤشرات أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014 187

المبحث الثاني: إجراءات ومنهجية الدراسة 190

المطلب الأول: منهجية الدراسة والنماذج المستخدمة 190

أولا: نموذج الانحدار التجميعي 191

ثانيا: نموذج التأثيرات الثابتة 191

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية 192

المطلب الثاني:أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية 193

المطلب الثالث: تعريف المتغيرات ومصادر البيانات 194

أولا: العينة وفترة الدراسة 194

ثانيا: تعريف المتغيرات 195

ثالثا: مصادر البيانات 195

المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية لعلاقة مؤشرات اقتصاد المعرفة بكفاءة سوق رأس المال 197

المطلب الأول: تحليل نتائج السلاسل الزمنية المقطعية 197

أولا: اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة 197

ثانيا: اختيار نموذج السلاسل الزمنية المقطعية المناسب للدراسة 199

المطلب الثاني:اختبارات صلاحية النموذج 203

أولا: اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (Normality Test) 203

ثانيا: اختبار الارتباط الذاتي للبواقي (Autocorrelation Test) 205

1-اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاص بنموذج التأثيرات الثابتة (2) 206

2-اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاص بنموذج التأثيرات العشوائية (6) 206

3-اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9) 210

المطلب الثالث:تفسير نتائج النموذج الا ٔكثر ملائمة 214

أولا: تفسير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (2) 214

ثانيا: تفسير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (5) 216

ثالثا: تفسير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (8) 217

خلاصة الفصل الرابع 220

الخاتمة العامة 222

قائمة المراجع 228

الملاحق (1-19)

الملخص

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
(1-1)	بعض تعاريف المعلومات والمعرفة	05
(1-2)	ملخص عن الشبكات الثلاث (الانترنت، الانترانت والاكسترانت)	27
(1-3)	مكونات رأس المال الفكري وكيفية الإنفاق عليها	33
(1-4)	مؤشرات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات حسب تصنيف الأونكتاد	43
(1-5)	ترتيب بعض البلدان العربية وفق نجاحها في تطبيق خدمات الحكومة الإلكترونية	53
(1-6)	قيم بعض المؤشرات للدول العربية مقارنة بدول العالم والدول ذات الدخل المرتفع	55
(2-1)	مستلزمات إنشاء سوق رأس المال ودورها	61
(2-2)	مؤشرات قياس كفاءة سوق رأس المال	90
(3-1)	إجراءات مراجعة أمان النظام وعمليات إنشائه وتعديله	141
(4-1)	ترتيب الدول العربية وفق مؤشر الاقتصاد المعرفي	167
(4-2)	تطور مؤشرات دليل المعرفة واقتصاد المعرفة لدول مجلس التعاون الخليجي خلال 1995، 2000 و2012	169
(4-3)	ترتيب دول مجلس التعاون الخليجي وفق مؤشرات عالمية مرتبطة باقتصاد المعرفة	170
(4-4)	واقع وتطور أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي	172
(4-5)	تطور أهم مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014	178
(4-6)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014	180
(4-7)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014	182
(4-8)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014	184
(4-9)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014	186
(4-10)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014	188

(4-11)	تعريف متغيرات الدراسة	195
(4-12)	مصادر جمع البيانات	196
(4-13)	اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لمتغيرات الدراسة	198
(4-14)	اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لمتغيرات الدراسة بعد إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري	199
(4-15)	مختلف النماذج المقترحة في الدراسة وفق تحليل معطيات البانل للعينة المدروسة	200
(4-16)	نموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح	208
(4-17)	نموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح	211
(4-18)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (2)	214
(4-19)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (5)	216
(4-20)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (8)	218

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
(1-1)	بعض تعاريف المعلومات والمعرفة	05
(1-2)	ملخص عن الشبكات الثلاث (الانترنت، الانترانت والاكسترانت)	27
(1-3)	مكونات رأس المال الفكري وكيفية الإنفاق عليها	33
(1-4)	مؤشرات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات حسب تصنيف الأونكتاد	43
(1-5)	ترتيب بعض البلدان العربية وفق نجاحها في تطبيق خدمات الحكومة الإلكترونية	53
(1-6)	قيم بعض المؤشرات للدول العربية مقارنة بدول العالم والدول ذات الدخل المرتفع	55
(2-1)	مستلزمات إنشاء سوق رأس المال ودورها	61
(2-2)	مؤشرات قياس كفاءة سوق رأس المال	90
(3-1)	إجراءات مراجعة أمان النظام وعمليات إنشائه وتعديله	141
(4-1)	ترتيب الدول العربية وفق مؤشر الاقتصاد المعرفي	167
(4-2)	تطور مؤشرات دليل المعرفة واقتصاد المعرفة لدول مجلس التعاون الخليجي خلال 1995، 2000 و2012	169
(4-3)	ترتيب دول مجلس التعاون الخليجي وفق مؤشرات عالمية مرتبطة باقتصاد المعرفة	170
(4-4)	واقع وتطور أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي	172
(4-5)	تطور أهم مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014	178
(4-6)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014	180
(4-7)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014	182
(4-8)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014	184
(4-9)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014	186
(4-10)	تطور أهم مؤشرات أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014	188

(4-11)	تعريف متغيرات الدراسة	195
(4-12)	مصادر جمع البيانات	196
(4-13)	اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لمتغيرات الدراسة	198
(4-14)	اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لمتغيرات الدراسة بعد إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري	199
(4-15)	مختلف النماذج المقترحة في الدراسة وفق تحليل معطيات البانل للعينة المدروسة	200
(4-16)	نموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح	208
(4-17)	نموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح	211
(4-18)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (2)	214
(4-19)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (5)	216
(4-20)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (8)	218

فهرس الأشكال والرسومات البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل والرسم البياني	رقم الصفحة
(1-1)	العلاقة بين البيانات والمعلومات	03
(1-2)	البيانات، المعلومات والمعرفة	06
(1-3)	سلم البيانات، المعلومات والمعرفة حسب DIK	09
(1-4)	مكونات رأس المال الفكري	31
(1-5)	متطلبات النظام الإنتاجي الجديد	41
(1-6)	نسبة النمو السنوي في اشتراكات الهاتف الثابت للفترة 2002-2011 لكل مئة نسمة من السكان	45
(1-7)	نسبة النمو السنوي في اشتراكات الهاتف النقال للفترة 2001-2011 لكل مئة نسمة من السكان	46
(1-8)	لنمو المتوقع لاشتراكات النطاق العريض النقال والثابت للفترة 2010-2016	47
(1-9)	مقارنة لعدد اشتراكات النطاق العريض النقال لكل 100 نسمة من السكان للفترة 2007-2010	48
(1-10)	مقارنة لعدد اشتراكات النطاق العريض الثابت لكل 100 نسمة من السكان للفترة 2001-2010	49
(1-11)	نسبة النمو السنوي في الاستخدام العالمي للانترنت للفترة 2001-2010	50
(1-12)	نمو نسبة المساكن المتصلة بالانترنت للفترة 2002-2010	51
(2-1)	المعلومات المنشورة والمتعلقة بالمؤسسة	89
(3-1)	تطور مؤشر نازداك 1994-2008	111
(3-2)	نظام الهندسة المالية لسوق رأس المال	160
(3-3)	إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال	161
(4-1)	تطور أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014	179
(4-2)	تطور أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014	181
(4-3)	تطور أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014	183

(4-4)	تطور أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014	185
(4-5)	تطور أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014	187
(4-6)	تطور أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014	189
(4-7)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (2)	204
(4-8)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)	204
(4-9)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)	205
(4-10)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (2)	206
(4-11)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)	207
(4-12)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي لخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح	208
(4-13)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (5)	209
(4-14)	ختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (5)	210
(4-15)	ختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)	211
(4-16)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي لخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح	212
(4-17)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (8)	213
(4-18)	ختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (8)	213

فهرس الأشكال والرسومات البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل والرسم البياني	رقم الصفحة
(1-1)	العلاقة بين البيانات والمعلومات	03
(1-2)	البيانات، المعلومات والمعرفة	06
(1-3)	سلم البيانات، المعلومات والمعرفة حسب DIK	09
(1-4)	مكونات رأس المال الفكري	31
(1-5)	متطلبات النظام الإنتاجي الجديد	41
(1-6)	نسبة النمو السنوي في اشتراكات الهاتف الثابت للفترة 2002-2011 لكل مئة نسمة من السكان	45
(1-7)	نسبة النمو السنوي في اشتراكات الهاتف النقال للفترة 2001-2011 لكل مئة نسمة من السكان	46
(1-8)	لنمو المتوقع لاشتراكات النطاق العريض النقال والثابت للفترة 2010-2016	47
(1-9)	مقارنة لعدد اشتراكات النطاق العريض النقال لكل 100 نسمة من السكان للفترة 2007-2010	48
(1-10)	مقارنة لعدد اشتراكات النطاق العريض الثابت لكل 100 نسمة من السكان للفترة 2001-2010	49
(1-11)	نسبة النمو السنوي في الاستخدام العالمي للانترنت للفترة 2001-2010	50
(1-12)	نمو نسبة المساكن المتصلة بالانترنت للفترة 2002-2010	51
(2-1)	المعلومات المنشورة والمتعلقة بالمؤسسة	89
(3-1)	تطور مؤشر نازداك 1994-2008	111
(3-2)	نظام الهندسة المالية لسوق رأس المال	160
(3-3)	إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال	161
(4-1)	تطور أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014	179
(4-2)	تطور أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014	181
(4-3)	تطور أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014	183

(4-4)	تطور أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014	185
(4-5)	تطور أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014	187
(4-6)	تطور أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014	189
(4-7)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (2)	204
(4-8)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)	204
(4-9)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)	205
(4-10)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (2)	206
(4-11)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)	207
(4-12)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي لخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح	208
(4-13)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (5)	209
(4-14)	ختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (5)	210
(4-15)	ختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)	211
(4-16)	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي لخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح	212
(4-17)	ختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (8)	213
(4-18)	ختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (8)	213

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
(1)	بيانات الدراسة القياسية	8-1
(2)	مخرجات برنامج افيوز (EViews7)	19-9

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
(1)	بيانات الدراسة القياسية	8-1
(2)	مخرجات برنامج افيوز (EViews7)	19-9

المقدمة العامة

شهد الاقتصاد العالمي خلال السنوات الأخيرة تغيرات جذرية ارتبطت في مجملها بظاهرة العولمة والتي أفرزت كما هائلا من التطبيقات شملت جميع القطاعات الاقتصادية ويمكن اعتبار القطاع المالي أكثر القطاعات الاقتصادية استفادة من هذه التغيرات الهائلة والمتسارعة.

في خضم هذه التغيرات برزت أسواق رأس المال كمراكز حيوية في النظم الاقتصادية المعاصرة نظرا لما تقوم به من وظائف، فهي تمثل حلقة من حلقات تطور النظام المالي في أي دولة، وانعكاسا لنظمه الاقتصادية والمالية. فالسوق المالية هي بمثابة وسيط بين الأفراد والبنوك والمؤسسات الادخارية المختلفة التي يتجمع لديها الادخار، وبين المشروعات والاستثمارات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويل أنشطتها.

أصبح للمعرفة في العصر الحالي الدور الجوهري في حركة المجتمعات بكل أبعادها الثقافية، الاجتماعية، الاقتصادية والسياسية. وهذا ما اصطلح على تسميته "مجتمع المعرفة"، وهو مجتمع ينظر إلى المعرفة على أنها ثروة وأساس للقوة والسلطة. وعليه فإن مجتمع المعرفة يجعل الإنسان محورا رئيسيا وجوهريا لحركته، لأنه العنصر الرئيسي الفاعل في الإبداع والإنتاج المعرفي.

هكذا فقد تميز القرن الواحد والعشرين بقوى اقتصادية جديدة محركة للاقتصاد ولم تعد عوامل الإنتاج التقليدية، هي العناصر الأساسية وإنما أصبح المورد المعرفي هو المحرك الأساسي للاقتصاد المعرفي (knowledge economy)، وهو المفهوم الجديد للاقتصاد المبني على المعرفة كأساس لخلق القيمة، لذلك فهو يرتكز أساسا على رأس المال الفكري كمصدر لتوليد المعرفة، وعلى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات التي تمثل أحدث ما توصل إليه الإنسان من إبداع لتساهم بشكل فعال في نشر المعرفة.

إذن ستتيح الهيكلة الجديدة للاقتصاد بروز كيانات ومؤسسات جديدة تقوم بإنتاج معارف وتكنولوجيات وسلع جديدة، لذلك يجب تحقيق كفاءة أكبر لعمل أسواق رأس المال تتلاءم وخصوصيات هذا الاقتصاد الجديد. ذلك أن كفاءة سوق رأس المال تقوم أساسا على المعلومة وكذلك اقتصاد المعرفة، حيث تتباين كفاءة سوق رأس المال بين ثلاث مستويات وفقا لنوعية المعلومات التي يحصل عليها المستثمر في السوق.

فالمستوى الضعيف يعني أن سعر تداول الأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، في حين المستوى شبه القوي يعكس المعلومات العامة المتاحة للجميع بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، أما المستوى القوي فيعكس جميع المعلومات المتاحة للعامة وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوافر لمجموعات معينة.

اقتصرت التأثيرات الايجابية لاقتصاد المعرفة بدرجة كبيرة على الدول المتقدمة وبدرجة أقل على بعض الدول النامية في الآونة الأخيرة، أما بقية الدول النامية ومنها الدول العربية فهي تعتبر كدول هامشية ما زالت في منأى عن كل التطورات الحاصلة في هذا المجال.

دأبت الدول العربية على إنشاء وتطوير البورصات نظرا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل الاقتصاد الحر الذي تبنته معظمها منذ منتصف السبعينات من القرن العشرين، ورغم هذا التعدد والانتشار إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة فالأسواق المالية العربية تتميز بضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء. وتزداد خطورة السمات السابقة إذا اقترنت بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

1- إشكالية الدراسة

أحدث التحول إلى اقتصاد المعرفة تغيرات جوهرية في محيط الاقتصاد، حيث حلت عناصر جديدة خلاصتها المعرفة تساهم في الحصول على القيمة المضافة، وهذه التغيرات الناجمة عن مظاهر اقتصاد المعرفة تؤثر على أسواق رأس المال وكفاءتها، لذا أصبح من الواجب إيجاد آليات تعمل على تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.

في هذا الإطار يمكن عرض إشكالية الدراسة من خلال السؤال الموالي: "**ما هو دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال؟**"

للإجابة عن السؤال الرئيسي تم وضع جملة من الأسئلة الفرعية كما يلي:

- كيف يمكن تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال؟
- هل هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي؟
- هل هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي؟

- هل هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي؟

2- فرضيات الدراسة

كمنطلق للدراسة تم وضع أربع فرضيات أساسية، تنقسم الفرضية الثانية، الثالثة والرابعة إلى فرضيات فرعية، والتي سوف يفحصها هذا البحث، وتتمثل في:

الفرضية الأساسية الأولى: إن إدخال أساليب وطرق كل من الحوكمة والهندسة المالية الحديثة في إدارة أسواق رأس المال سيمكن من تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال.

الفرضية الأساسية الثانية: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

تنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

الفرضية الأساسية الثالثة: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

تنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

الفرضية الأساسية الرابعة: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

تنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

3– منهج الدراسة

نظرا لطبيعة موضوع هذا البحث وبغية الوصول إلى كافة تطلعاته، تم الاعتماد على عدد من المناهج المستعملة في الدراسات الاقتصادية، حيث يتم توظيف كل منها كلما دعت الحاجة البحثية لذلك.

يتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي من خلال الأسلوب الوصفي والتحليلي وذلك في الفصل الأول والثاني والثالث، أين تم عرض مختلف المفاهيم المرتبطة بكل من اقتصاد المعرفة وأسواق رأس المال ومن ثم تحليل العلاقة بينهما وإبراز آلية تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال. أما في الجانب التطبيقي للدراسة المتمثل في الفصل الرابع فقد تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي من خلال أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) إلى جانب المنهج الاستنباطي.

4– إطار الدراسة

في محاولة لإيجاد إجابة على الإشكالية المطروحة تم اختيار 6 دول عربية تتمثل في دول مجلس التعاون الخليجي: السعودية، البحرين، الكويت، قطر، الإمارات وعمان لبلوغها مستويات مقبولة ضمن مؤشر الاقتصاد المعرفي مما يسمح بدراسة العلاقة بين اقتصاد المعرفة وكفاءة سوق رأس المال مقارنة بباقي الدول العربية التي تحتل مراتب متأخرة.

لقد اعتمدت الدراسة والتي جرى تطبيقها على 6 دول عربية منهجية أو إطار البنك الدولي في قياس مؤشرات اقتصاد المعرفة لشموله على عدد كبير من المتغيرات ضمن الأعمدة الأربعة لاقتصاد المعرفة

والتي تتضمن (83) متغيرا. علما أن مؤشر اقتصاد المعرفة الذي اعتمده البنك الدولي، تتراوح قيمته بين (0) و(10)، وكلما كانت الدولة متقدمة في مجال اقتصاد المعرفة ستكون قيمة المؤشر قريبة من (10)، وكلما كانت الدولة متأخرة في مجال اقتصاد المعرفة ستكون قريبة من (0).

هذه الدراسة تهدف إلى إبراز العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال ومؤشرات اقتصاد المعرفة، وباعتبار أن اختبار كفاءة سوق رأس المال يقدم حكم مجمل عن مستوى كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، ولا يظهر التفاوت في مستويات الكفاءة بينها، لذلك تم الاعتماد على المؤشرات الكمية المتمثلة في حجم السوق والسيولة فيها فقط، وهذا كونها تخدم الجانب القياسي للدراسة.

وقد تم الاعتماد على بيانات مؤشرات اقتصاد المعرفة التي يصرح بها البنك الدولي للفترة 2004-2012 تبعا لمعيار توفر المعطيات بالقدر الكافي. وتجدر الإشارة إلى أن مؤشرات الاقتصاد المعرفي الخاصة بكل من سنتي 2004 و2010 تم الحصول عليها عن طريق الحساب (الوسط المرجح) لعدم توفرها.

5- أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى:

- صياغة تصور مقترح لإعادة هندسة سوق رأس المال في ظل اقتصاد المعرفة.
- وضع آليات لتفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.
- قياس أثر مؤشرات اقتصاد المعرفة على كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

6- أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في أهمية دراسة اقتصاد المعرفة كآلية تستهدف تحقيق كفاءة سوق رأس المال، وذلك على المستوى العالمي بصفة عامة وعلى مستوى واقع أسواق رأس المال العربية بصفة خاصة.

7- أسباب اختيار الموضوع

الاهتمام الكبير الذي أعطي لموضوع اقتصاد المعرفة وكفاءة أسواق رأس المال من قبل الدراسات الحديثة، وخاصة بالنسبة للدول العربية إذ لا بد لها من التفكير في هيكلة هذه الأسواق ووضع آليات أكثر نجاعة لتحقيق كفاءتها.

8- الدراسات السابقة

حسب اطلاع الباحثة وفي حدود ما توفر لديها من معلومات ومراجع حول البحث هناك العديد من الدراسات التي تناولت سواء موضوع اقتصاد المعرفة أو موضوع كفاءة أسواق رأس المال أما الدراسات التي تناولت علاقة اقتصاد المعرفة بكفاءة سوق رأس المال فهي قليلة جدا كانت كلها دراسات نظرية، ويتم ذكر أهم الدراسات السابقة فيما يلي:

- دراسة محمد براق، "**بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر**"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 1999. خلصت الدراسة إلى تشخيص عام لوضعية الاقتصاد الجزائري وتحديد مدى إمكانية اتصاف بورصة القيم المتداولة الجزائرية بالكفاءة انطلاقا من معرفة الشروط اللازمة لنجاح هذا المشروع باعتباره يساهم في تحسين الوضع الاقتصادي والمالي للجزائر.

- دراسة دعاء نعمان الحسيني وعدنان سالم قاسم، "**أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002-2003**"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، 2011. اهتمت هذه الدراسة بعملية التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية، وأهمية النظام ومميزاته في التعامل مع الأسواق المالية لبيع وشراء الأوراق المالية، ودراسة مدى تأثير التحول من نظام التداول التقليدي إلى النظام الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم العادية وعدد الصفقات وقيمها بعد تطبيق نظام التداول الالكتروني، وتم اختبار أسهم 30 شركة للدراسة مبنية على أساس أفضل الأسعار واستمرار تداول السهم خلال ديسمبر سنة 2002 ومقارنة نتائج تحليل الانحدار لعوائد الأسهم مع نتائج التحليل للأسهم خلال ديسمبر سنة 2003 بعد تطبيق النظام الجديد، وخلص البحث إلى ارتفاع عائد السوق لسنة 2003 وانخفاض المخاطر النظامية بنسبة 11% مع زيادة عدد الصفقات وقيمها.

- دراسة وليد زكريا صيام، "**أثر تحديث الأسواق المالية وإدخال نظام التداول الالكتروني على تنشيط الاستثمارات (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية –المملكة الأردنية الهاشمية-)**"، المؤتمر الدولي العلمي الثاني "سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية إشارة خاصة لحالة الجزائر"، أجري بجامعة سكيكدة. هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر تحديث الأسواق المالية وإدخال نظام التداول الالكتروني على تنشيط الاستثمارات وذلك من خلال قياس معدلات النمو في مؤشرات الأداء في بورصة عمان بعد تحديثها بإدخال نظام التداول الالكتروني عوضا عن نظام التداول اليدوي التقليدي. ولتحقيق أهداف الدراسة

تم جمع البيانات اللازمة عن مؤشرات الأداء للأعوام 1999–2002 كون سنة 1999 العام السابق والعامين 2001 و2002 العامين اللاحقين لإحلال نظام التداول الالكتروني محل النظام اليدوي. وبتحليل مؤشرات الأداء وإجراء مقارنة بينهما وإيجاد معدلات النمو تبين أن هناك نموا واضحا، مما يؤكد استجابة مؤشرات أداء بورصة عمان للتحسن بعد تطبيق نظام التداول الالكتروني سنة 2000.

– دراسة عبد الله فاضل الحيالي، "**محددات اقتصاد المعرفة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية**"، مركز الدراسات الإقليمية. هدفت الدراسة إلى تشخيص محددات اقتصاد المعرفة في دول مجلس التعاون الخليجي وقياسها كميا وبيان مدى إسهام هذه المحددات في تحويل هذه الاقتصاديات إلى اقتصاد المعرفة. وأسفرت نتائج التحليل القياسي الاقتصادي أن نظام الحوافز الاقتصادية وتقنية المعلومات والاتصالات يحددان وبمعنوية عالية نحو 99% من التغيرات الحاصلة في مؤشر اقتصاد المعرفة للدول الخليجية العربية لسنة 2009.

– دراسة دريد كامل آل شبيب، "**تأثير عناصر اقتصاد المعرفة على كفاءة الأسواق المالية**". تمثلت أهداف البحث بعرض أهم مظاهر اقتصاد المعرفة واثر هذه المظاهر على الأسواق المالية وتداول الأوراق المالية وطبيعة المخالفات التي يمكن أن تحدث في السوق بسبب تلك المظاهر، وتوصل الباحث إلى أهمية تطوير عمليات التحليل وعناصر الرقابة على الأسواق المالية للإيفاء بمتطلبات التغير في البيئة الجديدة التي أنتجتها عناصر اقتصاد المعرفة.

– دراسة نور الدين بومدين واحمد مداني، "**دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة**"، الملتقى الدولي الخامس "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف. تعرض الباحث إلى المشتقات المالية كمنتج مالي مبتكر وعدد أنواعها ثم تناول مساهمة رأس المال الفكري في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية باستخدام المشتقات المالية.

– دراسة شهاب الدين حمد النعيمي، "**إدارة المعرفة المالية (تطور وسائل بناء وإدارة المحفظة المالية**"، 2004. سعى الباحث إلى التعرف على أهمية إدارة المعرفة المالية في تطوير واختيار نماذج كمية تسهم في بناء محافظ استثمارية كفأة تحقق أهداف المستثمرين باختلاف سلوكياتهم.

وعليه تأتي هذه الدراسة استكمالا للدراسات السابقة، حيث يلاحظ:

– تركيز غالبية الدراسات على أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تطوير أداء أسواق رأس المال وإهمال باقي مؤشرات الاقتصاد المعرفي.

– على الرغم من وجود دراسات تناولت موضوع الدراسة إلا أنها كانت وصفية.

– تقدم هذه الدراسة آليات لزيادة فعالية اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال، إضافة إلى تطبيق أساليب قياسية لدراسة هذه العلاقة بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي تمثلت في استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) من خلال تقدير النماذج التجميعية، الثابتة والعشوائية.

9- هيكل الدراسة

من أجل الوصول إلى الإجابة على الأسئلة المطروحة والتأكد من الفرضيات الموضوعة، تم تقسيم الموضوع إلى أربعة فصول:

الفصل الأول: ويضم مختلف جوانب اقتصاد المعرفة من مفاهيم حول المعرفة، أساسيات اقتصاد المعرفة ومتطلبات التحول إليه ومؤشراته.

الفصل الثاني: تم التعرض فيه لمختلف الأجزاء النظرية لسوق رأس المال وذلك من خلال: مدخل مفاهيمي لسوق رأس المال، كفاءة سوق رأس المال ودور الوسطاء في تحقيق هذه الكفاءة.

الفصل الثالث: تم التطرق فيه إلى اقتصاد المعرفة والأزمات المالية في سوق رأس المال، دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال وآلية تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق هذه الكفاءة.

الفصل الرابع: وهو الجزء التطبيقي ويستعرض كل من الاقتصاد المعرفي وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، إجراءات ومنهجية الدراسة والدراسة التطبيقية لعلاقة اقتصاد المعرفة بكفاءة سوق رأس المال.

في الأخير تم تخصيص خاتمة عامة لهذه الدراسة يتم إدراج فيها أهم النتائج التي سيتوصل إليها مع تقديم جملة من الاقتراحات، إضافة إلى آفاق البحث المستقبلية.

المقدمة العامة

شهد الاقتصاد العالمي خلال السنوات الأخيرة تغيرات جذرية ارتبطت في مجملها بظاهرة العولمة والتي أفرزت كما هائلا من التطبيقات شملت جميع القطاعات الاقتصادية ويمكن اعتبار القطاع المالي أكثر القطاعات الاقتصادية استفادة من هذه التغيرات الهائلة والمتسارعة.

في خضم هذه التغيرات برزت أسواق رأس المال كمراكز حيوية في النظم الاقتصادية المعاصرة نظرا لما تقوم به من وظائف، فهي تمثل حلقة من حلقات تطور النظام المالي في أي دولة، وانعكاسا لنظمه الاقتصادية والمالية. فالسوق المالية هي بمثابة وسيط بين الأفراد والبنوك والمؤسسات الادخارية المختلفة التي يتجمع لديها الادخار، وبين المشروعات والاستثمارات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويل أنشطتها.

أصبح للمعرفة في العصر الحالي الدور الجوهري في حركة المجتمعات بكل أبعادها الثقافية، الاجتماعية، الاقتصادية والسياسية. وهذا ما اصطلح على تسميته "مجتمع المعرفة"، وهو مجتمع ينظر إلى المعرفة على أنها ثروة وأساس للقوة والسلطة. وعليه فإن مجتمع المعرفة يجعل الإنسان محورا رئيسيا وجوهريا لحركته، لأنه العنصر الرئيسي الفاعل في الإبداع والإنتاج المعرفي.

هكذا فقد تميز القرن الواحد والعشرين بقوى اقتصادية جديدة محركة للاقتصاد ولم تعد عوامل الإنتاج التقليدية، هي العناصر الأساسية وإنما أصبح المورد المعرفي هو المحرك الأساسي للاقتصاد المعرفي (knowledge economy)، وهو المفهوم الجديد للاقتصاد المبني على المعرفة كأساس لخلق القيمة، لذلك فهو يرتكز أساسا على رأس المال الفكري كمصدر لتوليد المعرفة، وعلى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات التي تمثل أحدث ما توصل إليه الإنسان من إبداع لتساهم بشكل فعال في نشر المعرفة.

إذن ستتيح الهيكلة الجديدة للاقتصاد بروز كيانات ومؤسسات جديدة تقوم بإنتاج معارف وتكنولوجيات وسلع جديدة، لذلك يجب تحقيق كفاءة أكبر لعمل أسواق رأس المال تتلاءم وخصوصيات هذا الاقتصاد الجديد. ذلك أن كفاءة سوق رأس المال تقوم أساسا على المعلومة وكذلك اقتصاد المعرفة، حيث تتباين كفاءة سوق رأس المال بين ثلاث مستويات وفقا لنوعية المعلومات التي يحصل عليها المستثمر في السوق.

فالمستوى الضعيف يعني أن سعر تداول الأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، في حين المستوى شبه القوي يعكس المعلومات العامة المتاحة للجميع بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، أما المستوى القوي فيعكس جميع المعلومات المتاحة للعامة وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوافر لمجموعات معينة.

اقتصرت التأثيرات الايجابية لاقتصاد المعرفة بدرجة كبيرة على الدول المتقدمة وبدرجة أقل على بعض الدول النامية في الآونة الأخيرة، أما بقية الدول النامية ومنها الدول العربية فهي تعتبر كدول هامشية ما زالت في منأى عن كل التطورات الحاصلة في هذا المجال.

دأبت الدول العربية على إنشاء وتطوير البورصات نظرا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل الاقتصاد الحر الذي تبنته معظمها منذ منتصف السبعينات من القرن العشرين، ورغم هذا التعدد والانتشار إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة فالأسواق المالية العربية تتميز بضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء. وتزداد خطورة السمات السابقة إذا اقترنت بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

1- إشكالية الدراسة

أحدث التحول إلى اقتصاد المعرفة تغيرات جوهرية في محيط الاقتصاد، حيث حلت عناصر جديدة خلاصتها المعرفة تساهم في الحصول على القيمة المضافة، وهذه التغيرات الناجمة عن مظاهر اقتصاد المعرفة تؤثر على أسواق رأس المال وكفاءتها، لذا أصبح من الواجب إيجاد آليات تعمل على تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.

في هذا الإطار يمكن عرض إشكالية الدراسة من خلال السؤال الموالي: "**ما هو دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال؟**"

للإجابة عن السؤال الرئيسي تم وضع جملة من الأسئلة الفرعية كما يلي:

- كيف يمكن تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال؟
- هل هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي؟
- هل هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي؟

- هل هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي؟

2- فرضيات الدراسة

كمنطلق للدراسة تم وضع أربع فرضيات أساسية، تنقسم الفرضية الثانية، الثالثة والرابعة إلى فرضيات فرعية، والتي سوف يفحصها هذا البحث، وتتمثل في:

الفرضية الأساسية الأولى: إن إدخال أساليب وطرق كل من الحوكمة والهندسة المالية الحديثة في إدارة أسواق رأس المال سيمكن من تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال.

الفرضية الأساسية الثانية: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

تنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

الفرضية الأساسية الثالثة: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

تنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

الفرضية الأساسية الرابعة: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

تنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

3– منهج الدراسة

نظرا لطبيعة موضوع هذا البحث وبغية الوصول إلى كافة تطلعاته، تم الاعتماد على عدد من المناهج المستعملة في الدراسات الاقتصادية، حيث يتم توظيف كل منها كلما دعت الحاجة البحثية لذلك.

يتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي من خلال الأسلوب الوصفي والتحليلي وذلك في الفصل الأول والثاني والثالث، أين تم عرض مختلف المفاهيم المرتبطة بكل من اقتصاد المعرفة وأسواق رأس المال ومن ثم تحليل العلاقة بينهما وإبراز آلية تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال. أما في الجانب التطبيقي للدراسة المتمثل في الفصل الرابع فقد تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي من خلال أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) إلى جانب المنهج الاستنباطي.

4– إطار الدراسة

في محاولة لإيجاد إجابة على الإشكالية المطروحة تم اختيار 6 دول عربية تتمثل في دول مجلس التعاون الخليجي: السعودية، البحرين، الكويت، قطر، الإمارات وعمان لبلوغها مستويات مقبولة ضمن مؤشر الاقتصاد المعرفي مما يسمح بدراسة العلاقة بين اقتصاد المعرفة وكفاءة سوق رأس المال مقارنة بباقي الدول العربية التي تحتل مراتب متأخرة.

لقد اعتمدت الدراسة والتي جرى تطبيقها على 6 دول عربية منهجية أو إطار البنك الدولي في قياس مؤشرات اقتصاد المعرفة لشموله على عدد كبير من المتغيرات ضمن الأعمدة الأربعة لاقتصاد المعرفة

والتي تتضمن (83) متغيرا. علما أن مؤشر اقتصاد المعرفة الذي اعتمده البنك الدولي، تتراوح قيمته بين (0) و(10)، وكلما كانت الدولة متقدمة في مجال اقتصاد المعرفة ستكون قيمة المؤشر قريبة من (10)، وكلما كانت الدولة متأخرة في مجال اقتصاد المعرفة ستكون قريبة من (0).

هذه الدراسة تهدف إلى إبراز العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال ومؤشرات اقتصاد المعرفة، وباعتبار أن اختبار كفاءة سوق رأس المال يقدم حكم مجمل عن مستوى كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، ولا يظهر التفاوت في مستويات الكفاءة بينها، لذلك تم الاعتماد على المؤشرات الكمية المتمثلة في حجم السوق والسيولة فيها فقط، وهذا كونها تخدم الجانب القياسي للدراسة.

وقد تم الاعتماد على بيانات مؤشرات اقتصاد المعرفة التي يصرح بها البنك الدولي للفترة 2004-2012 تبعا لمعيار توفر المعطيات بالقدر الكافي. وتجدر الإشارة إلى أن مؤشرات الاقتصاد المعرفي الخاصة بكل من سنتي 2004 و2010 تم الحصول عليها عن طريق الحساب (الوسط المرجح) لعدم توفرها.

5- أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى:

- صياغة تصور مقترح لإعادة هندسة سوق رأس المال في ظل اقتصاد المعرفة.
- وضع آليات لتفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.
- قياس أثر مؤشرات اقتصاد المعرفة على كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

6- أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في أهمية دراسة اقتصاد المعرفة كآلية تستهدف تحقيق كفاءة سوق رأس المال، وذلك على المستوى العالمي بصفة عامة وعلى مستوى واقع أسواق رأس المال العربية بصفة خاصة.

7- أسباب اختيار الموضوع

الاهتمام الكبير الذي أعطي لموضوع اقتصاد المعرفة وكفاءة أسواق رأس المال من قبل الدراسات الحديثة، وخاصة بالنسبة للدول العربية إذ لا بد لها من التفكير في هيكلة هذه الأسواق ووضع آليات أكثر نجاعة لتحقيق كفاءتها.

8- الدراسات السابقة

حسب اطلاع الباحثة وفي حدود ما توفر لديها من معلومات ومراجع حول البحث هناك العديد من الدراسات التي تناولت سواء موضوع اقتصاد المعرفة أو موضوع كفاءة أسواق رأس المال أما الدراسات التي تناولت علاقة اقتصاد المعرفة بكفاءة سوق رأس المال فهي قليلة جدا كانت كلها دراسات نظرية، ويتم ذكر أهم الدراسات السابقة فيما يلي:

- دراسة محمد براق، "**بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر**"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 1999. خلصت الدراسة إلى تشخيص عام لوضعية الاقتصاد الجزائري وتحديد مدى إمكانية اتصاف بورصة القيم المتداولة الجزائرية بالكفاءة انطلاقا من معرفة الشروط اللازمة لنجاح هذا المشروع باعتباره يساهم في تحسين الوضع الاقتصادي والمالي للجزائر.

- دراسة دعاء نعمان الحسيني وعدنان سالم قاسم، "**أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002-2003**"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، 2011. اهتمت هذه الدراسة بعملية التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية، وأهمية النظام ومميزاته في التعامل مع الأسواق المالية لبيع وشراء الأوراق المالية، ودراسة مدى تأثير التحول من نظام التداول التقليدي إلى النظام الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم العادية وعدد الصفقات وقيمها بعد تطبيق نظام التداول الالكتروني، وتم اختبار أسهم 30 شركة للدراسة مبنية على أساس أفضل الأسعار واستمرار تداول السهم خلال ديسمبر سنة 2002 ومقارنة نتائج تحليل الانحدار لعوائد الأسهم مع نتائج التحليل للأسهم خلال ديسمبر سنة 2003 بعد تطبيق النظام الجديد، وخلص البحث إلى ارتفاع عائد السوق لسنة 2003 وانخفاض المخاطر النظامية بنسبة 11% مع زيادة عدد الصفقات وقيمها.

- دراسة وليد زكريا صيام، "**أثر تحديث الأسواق المالية وإدخال نظام التداول الالكتروني على تنشيط الاستثمارات (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية –المملكة الأردنية الهاشمية-)**"، المؤتمر الدولي العلمي الثاني "سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية إشارة خاصة لحالة الجزائر"، أجري بجامعة سكيكدة. هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر تحديث الأسواق المالية وإدخال نظام التداول الالكتروني على تنشيط الاستثمارات وذلك من خلال قياس معدلات النمو في مؤشرات الأداء في بورصة عمان بعد تحديثها بإدخال نظام التداول الالكتروني عوضا عن نظام التداول اليدوي التقليدي. ولتحقيق أهداف الدراسة

تم جمع البيانات اللازمة عن مؤشرات الأداء للأعوام 1999–2002 كون سنة 1999 العام السابق والعامين 2001 و2002 العامين اللاحقين لإحلال نظام التداول الالكتروني محل النظام اليدوي. وبتحليل مؤشرات الأداء وإجراء مقارنة بينهما وإيجاد معدلات النمو تبين أن هناك نموا واضحا، مما يؤكد استجابة مؤشرات أداء بورصة عمان للتحسن بعد تطبيق نظام التداول الالكتروني سنة 2000.

– دراسة عبد الله فاضل الحيالي، "**محددات اقتصاد المعرفة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية**"، مركز الدراسات الإقليمية. هدفت الدراسة إلى تشخيص محددات اقتصاد المعرفة في دول مجلس التعاون الخليجي وقياسها كميا وبيان مدى إسهام هذه المحددات في تحويل هذه الاقتصاديات إلى اقتصاد المعرفة. وأسفرت نتائج التحليل القياسي الاقتصادي أن نظام الحوافز الاقتصادية وتقنية المعلومات والاتصالات يحددان وبمعنوية عالية نحو 99% من التغيرات الحاصلة في مؤشر اقتصاد المعرفة للدول الخليجية العربية لسنة 2009.

– دراسة دريد كامل آل شبيب، "**تأثير عناصر اقتصاد المعرفة على كفاءة الأسواق المالية**". تمثلت أهداف البحث بعرض أهم مظاهر اقتصاد المعرفة واثر هذه المظاهر على الأسواق المالية وتداول الأوراق المالية وطبيعة المخالفات التي يمكن أن تحدث في السوق بسبب تلك المظاهر، وتوصل الباحث إلى أهمية تطوير عمليات التحليل وعناصر الرقابة على الأسواق المالية للإيفاء بمتطلبات التغير في البيئة الجديدة التي أنتجتها عناصر اقتصاد المعرفة.

– دراسة نور الدين بومدين واحمد مداني، "**دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة**"، الملتقى الدولي الخامس "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف. تعرض الباحث إلى المشتقات المالية كمنتج مالي مبتكر وعدد أنواعها ثم تناول مساهمة رأس المال الفكري في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية باستخدام المشتقات المالية.

– دراسة شهاب الدين حمد النعيمي، "**إدارة المعرفة المالية (تطور وسائل بناء وإدارة المحفظة المالية**"، 2004. سعى الباحث إلى التعرف على أهمية إدارة المعرفة المالية في تطوير واختيار نماذج كمية تسهم في بناء محافظ استثمارية كفأة تحقق أهداف المستثمرين باختلاف سلوكياتهم.

وعليه تأتي هذه الدراسة استكمالا للدراسات السابقة، حيث يلاحظ:

– تركيز غالبية الدراسات على أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تطوير أداء أسواق رأس المال وإهمال باقي مؤشرات الاقتصاد المعرفي.

– على الرغم من وجود دراسات تناولت موضوع الدراسة إلا أنها كانت وصفية.

– تقدم هذه الدراسة آليات لزيادة فعالية اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال، إضافة إلى تطبيق أساليب قياسية لدراسة هذه العلاقة بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي تمثلت في استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) من خلال تقدير النماذج التجميعية، الثابتة والعشوائية.

9- هيكل الدراسة

من أجل الوصول إلى الإجابة على الأسئلة المطروحة والتأكد من الفرضيات الموضوعة، تم تقسيم الموضوع إلى أربعة فصول:

الفصل الأول: ويضم مختلف جوانب اقتصاد المعرفة من مفاهيم حول المعرفة، أساسيات اقتصاد المعرفة ومتطلبات التحول إليه ومؤشراته.

الفصل الثاني: تم التعرض فيه لمختلف الأجزاء النظرية لسوق رأس المال وذلك من خلال: مدخل مفاهيمي لسوق رأس المال، كفاءة سوق رأس المال ودور الوسطاء في تحقيق هذه الكفاءة.

الفصل الثالث: تم التطرق فيه إلى اقتصاد المعرفة والأزمات المالية في سوق رأس المال، دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال وآلية تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق هذه الكفاءة.

الفصل الرابع: وهو الجزء التطبيقي ويستعرض كل من الاقتصاد المعرفي وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، إجراءات ومنهجية الدراسة والدراسة التطبيقية لعلاقة اقتصاد المعرفة بكفاءة سوق رأس المال.

في الأخير تم تخصيص خاتمة عامة لهذه الدراسة يتم إدراج فيها أهم النتائج التي سيتوصل إليها مع تقديم جملة من الاقتراحات، إضافة إلى آفاق البحث المستقبلية.

الفصل الأول: اقتصاد المعرفة، بيئة جديدة

الفصل الأول: اقتصاد المعرفة، بيئة جديدة

تمهيد

أصبحت المعرفة موجودا أساسيا وموردا هاما من الموارد الاقتصادية له خصوصيته، حيث أضحت المعرفة في ظل اقتصاد المعرفة المحرك الأساسي للمنافسة الاقتصادية بإضافتها قيم هائلة للمنتجات الاقتصادية من خلال زيادة الإنتاجية والطلب على التكنولوجيا والأفكار الجديدة.

وكأي بناء يحتاج اقتصاد المعرفة إلى دعائم، حيث يقوم على أساسين: تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ورأس المال الفكري.

ويمثل اقتصاد المعرفة مطلبا بالنسبة لمختلف الدول، الأمر الذي يستلزم ضرورة صياغة استراتيجيات تتعلق بهاتين الدعامتين.

وبذلك رسم اقتصاد المعرفة بيئة اقتصادية جديدة تمثل تحديات وفرص لكل الدول والعربية منها، وتكمن قدرة الدول العربية على التكيف مع هذه التحديات في إدارتها الداخلية والموارد المتاحة على مستواها. ومن ثم فإن المكاسب المتحققة لكل دولة من جراء اقتصاد المعرفة ليست بالتساوي ويرجع ذلك إلى قدرة كل دولة على امتلاك وحيازة وسائل المعرفة وتوجيهها بشكل صحيح واستثمارها بكفاءة من خلال دمج المهارات وأدوات المعرفة الفنية والابتكارية والتكنولوجيا المتطورة، والذي لابد وأن يشكل إضافة حقيقية للاقتصاديات العربية وقاعدة للانطلاق نحو التحول إلى الاقتصاد المبني على المعرفة.

المبحث الأول: مفاهيم حول المعرفة

مع أن الباحثين قد تناولوا مفهوم المعرفة تحليلا وتركيبا، وصفا وابتكارا، لكن لا يزال هناك حضور واسع للمفهوم التقليدي للمعرفة، الذي يفترض أنها كل ما يمكن أن تحتويه أو ما سوف تحتويه النصوص المكتوبة والمنقولة والمترجمة، الموجودة في أوساط التخزين التقليدية والرقمية.

بطبيعة الحال المعرفة في الواقع أكثر تعقيدا واتساعا وأكثر غنى من هذا المفهوم المبسط للمعرفة، والأمر الذي ساهم أيضا في انتشار المفهوم السطحي للمعرفة هو الفشل في التمييز بين البيانات، المعلومات والمعرفة.

وعليه فإن أفضل مدخل لفهم المعرفة هو التمييز أولا بين مفاهيم البيانات، المعلومات والمعرفة. وثانيا وضع مفهوم المعرفة ضمن سياق عملية التعلم ومفهوم الذكاء.

المطلب الأول: فهم المعرفة

قبل التفصيل في تعريف المعرفة سيتم وضع المعرفة في سياق علاقتها بمفاهيم البيانات، المعلومات، التعلم والذكاء.

أولا: التمييز بين البيانات، المعلومات والمعرفة

مفهوم كل من البيانات، المعلومات، المعرفة والحكمة قريب ومرتبط كونها موجودة على نفس السلسلة. وفيما يلي سيتم عرض تعريف كل من المعرفة المعلومات والبيانات كل على حدة، مع محاولة إبراز العلاقة بينهم.

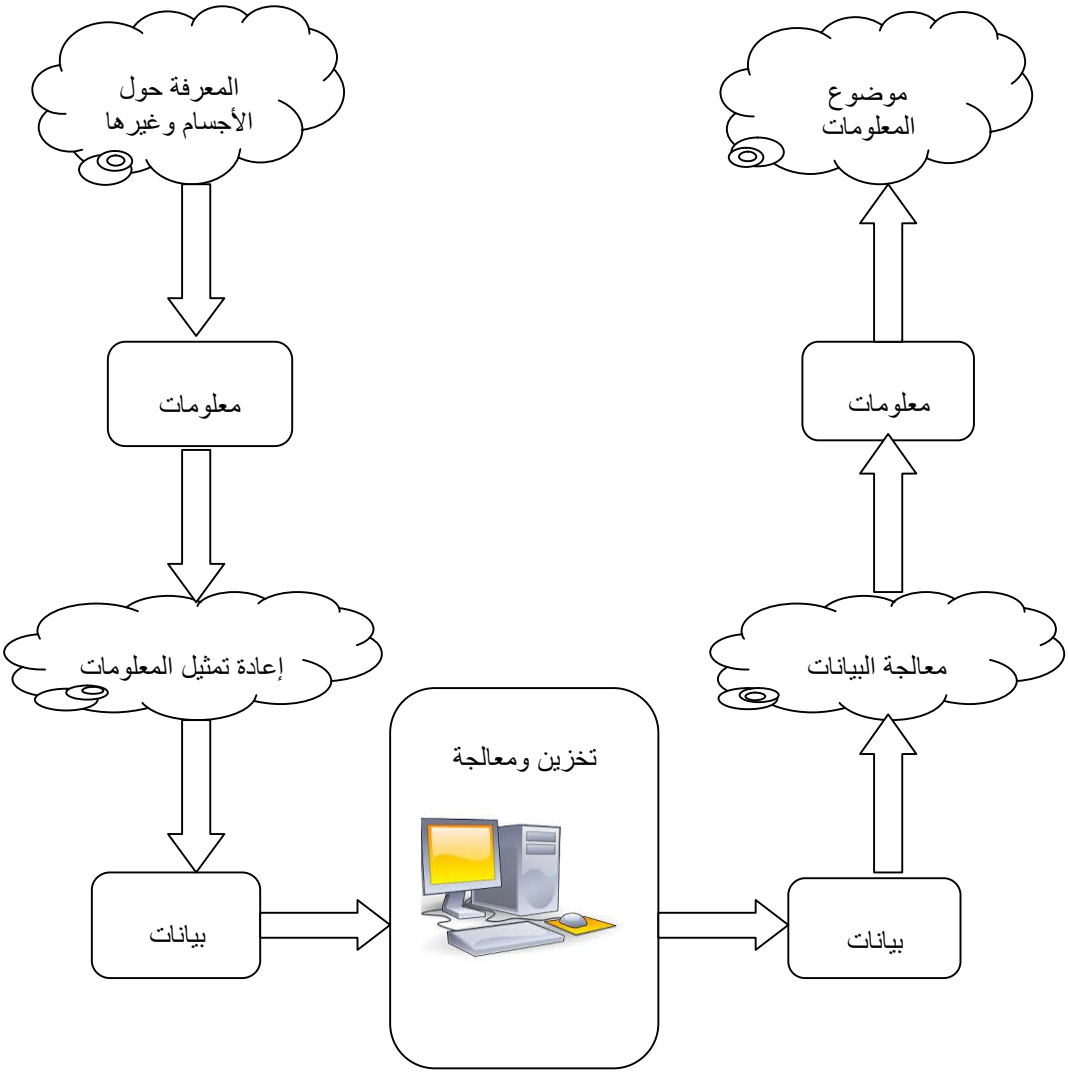
1- تعريف البيانات

تعرف البيانات على "أنها الحقائق والإحصائيات التي يمكن تحليلها لاشتقاق المعلومات"،[1]

[1] - Llewellyn Tang and Al, **"Overbad of Information or Lack of High Value Information: Lessons Learnt from Construction"**, The 9th European Conference on Knowledge Management: Eckm 2008, Academic Conferences Limited, 4-5 september 2008, p: 853.

فالبيانات هي تمثيل لمعلومات معاد ترجمتها بطريقة منهجية حتى تكون مناسبة للتواصل والمعالجة.[1] هناك ملاحظة ترافق هذا التعريف والتي تنص على أن البيانات يمكن أن تعالج من طرف الأفراد أو الوسائل التقنية؛ إذن هذا التعريف يغطي كل أشكال البيانات ولكن الأهم أنه يشمل البيانات الموجودة في أنظمة المعلومات المستخدمة لدعم أنشطة المنظمة على جميع المستويات: التشغيلية، الإدارية والإستراتيجية.[2]

الشكل رقم (1-1): العلاقة بين البيانات والمعلومات



Source: Keith Gordon, **Op-Cit**, p: 04.

يعطي الشكل نظرة عامة عن العلاقة بين البيانات والمعلومات في إطار نظام معلوماتي إلكتروني. المستخدم للنظام يستخرج المعلومات المطلوبة من المعرفة المتكاملة ويدخلها في النظام. وعندما تدخل النظام

[1] - Keith Gordon, **"Principles of Data Management: Facilitating Information Sharing"**, BCS, The Chartered Institute, UK, 2007, p: 03.
[2] - **Idem**, p: 03.

يتم تحويلها إلى بيانات بحيث يمكن تخزينها ومعالجتها. في حين في نظام آخر يحتاج المستخدم إلى معلومات (بيانات مترجمة ذات معنى) حتى تكون قابلة للاستخدام من طرفه.

2- تعريف المعلومات

يمكن تعريف المعلومات على أنها بيانات مضبوطة في إطار معين، مما يعني أن المعلومات هي نتيجة لعملية ترجمة بعض البيانات -باستعمال بعض الأنشطة العملية وبعض بروتوكولات الاتصالات- إلى صيغة مقبولة ومعروفة بالنسبة إلى المستعمل. وبعبارة أخرى إن كان لجملة من البيانات معنى خاص بها تصبح معلومات.[1]

نتيجة لاستعمال تعريف المعلومات في العديد من العلوم والميادين، كنظرية نظم المعلومات، الإدارة ونظريات اتخاذ القرار، تم الاتفاق على تعريف عام قدمه فلوريدي (Floridi) سنة 2005 حيث عرف المعلومات على أنها "بيانات ذات معنى".[2] وأصبح التعريف العام للمعلومات معيارا خاصة في الميادين التي تتعامل مع البيانات والمعلومات.

3- تعريف المعرفة

تعرف المعرفة على أنها عبارة عن معلومات ممتزجة بالتجربة، الحقائق، الأحكام والقيم التي تعمل مع بعضها كتركيب فريد يسمح للأفراد والمنظمات بخلق أوضاع جديدة وإدارة التغيير.[3]

وهكذا نجد أن الجزء الأهم من المعرفة يتم اكتسابه من خلال عملية التعلم. وتعلم العلم، وتعلم الخبرة والمعرفة يتم دائما من خلال الاستكشاف والتجربة.

كذلك يمكن القول أن الفهم الصحيح للمعرفة سيتضمن من جهة فهما صحيحا لمداخل وتقنيات إدارة المعرفة في المؤسسات العامة والخاصة ومن جهة أخرى سيكون خطوة سباقة مهمة لصياغة إستراتيجية

[1] - **Idem**, p: 02.

[2] - Giovanni Sommaruga, "**Formal Theories of Information: From Shannon to Semantic Information Theory and General Concepts of Information**", Springer, Germany, 2009, p: 16.

[3] - سعد غالب ياسين، "**إدارة المعرفة المفاهيم، النظم والتقنيات**"، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 25.

التحول إلى مجتمع المعرفة. فضلا عن ذلك، سيكون أساس العمل من اجل تطوير المعرفة وبناء قواعد المعرفة واكتساب القدرة على التعاطي مع الأنماط المتنوعة للمعرفة.[1]

قبل قليل تم ذكر أن المعرفة توليفة من المعلومات والخبرات والتجارب والأحكام إلى غير ذلك من عناصر ذاتية ومكتسبة. والآن سيتم محاولة وصف المعرفة بأنها الفهم المكتسب من خلال التجربة أو الدراسة. إنها المعرفة بالكيف، أي المعرفة بكل ما يمكن أن يؤدي إلى تمكين المرء من إنجاز عمله وتنفيذ مهام متخصصة للوصول إلى الأهداف المنشودة. وبالنتيجة تصبح المعرفة نتاجا نوعيا متراكما من الحقائق، المعلومات، القواعد الإجرائية، الأفكار والخبرات الجديدة المستكشفة. ومع ذلك كل هذه العناصر لا تشكل وحدها توليفة المعرفة ذلك لأن للمعرفة علاقة عضوية متينة بالقيم والمعتقدات الاجتماعية والثقافية.

الجدول رقم (1-1): بعض تعاريف المعلومات والمعرفة

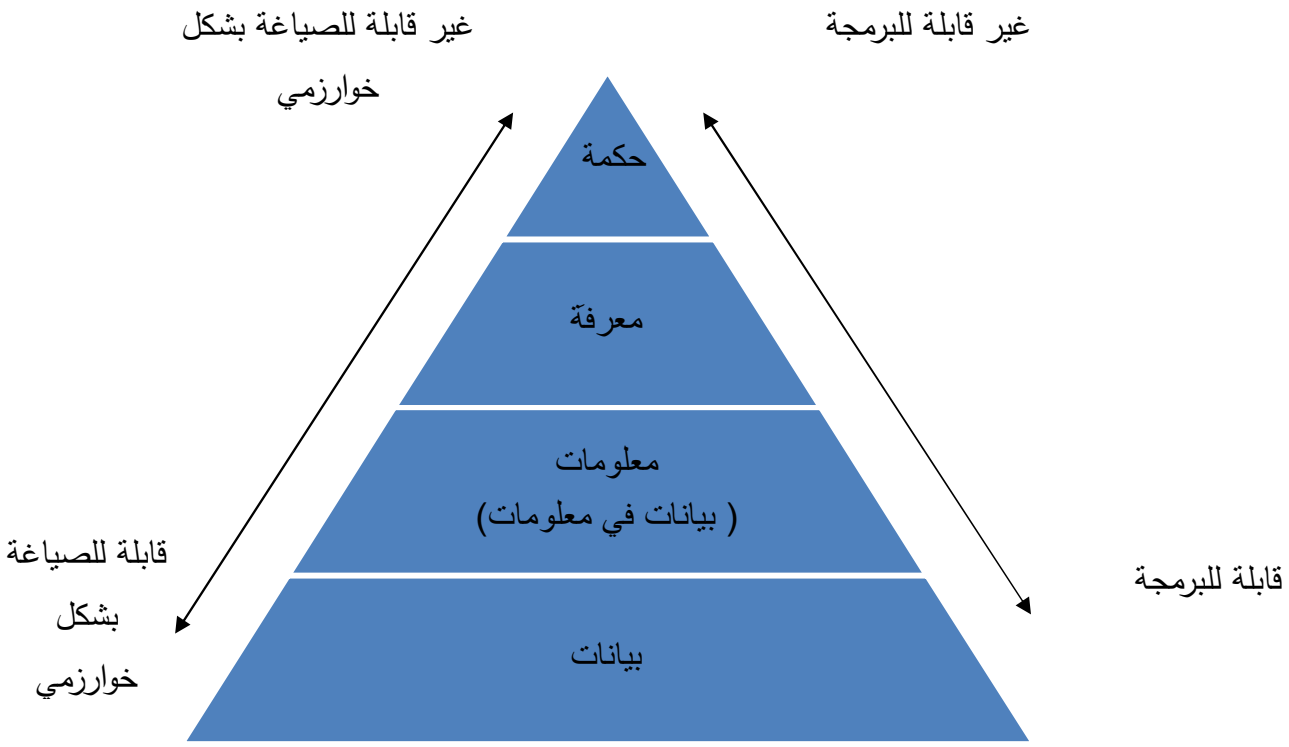
الكاتب/ السنة	المعلومات	المعرفة
Wigg (1993)	مجموعة من الأحداث المنظمة لوصف حالة أو ظرف معين	حقائق ومسلمات، وجهات نظر ومفاهيم، أحكام وتوقعات، مناهج ومعرفة الكيف.
Aamodt and Nygard (1995)	بيانات معالجة	معلومات مكتسبة عن طريق التعلم
Nonaka and Takeuchi (1995)	تدفق لرسائل ذات معنى	القدرة على إسناد المعنى
Spek and Spijkevet (1998)	رسالة تهدف إلى تغيير وجهة نظر مستقبلها	خبرات، قيم، رؤى وإطار معلوماتي
Choo et Al (2000)	بيانات مرسخة بمعاني	تفسيرات، مسلمات حقيقية
Le Coadic (2004)	معرفة مسجلة بإسناد زمني ومكاني	محتوى ذو معنى جاهزة للاستيعاب والاستعمال

Source: Flavio Tiago and Al**,"Assessing the Drivers of Virtual KM Impact in European Firm's Performance: An Exploratory Analysis"**, Proceedings of the 5th International Conference on Intellectual Capital, Knowledge Management and Organisational Learning: ICICKM 2008, Academic Conferences Limited, New York, USA,9-10 October 2008, p: 505.

[1] – **المرجع السابق**، ص: 24.

إن ما يميز المعرفة عن المعلومات هو أن المعرفة ديناميكية تعتمد على الأفراد ضمنية وتناظرية، ويجب إعادة تكوينها وتستلهم معانيها من الأفراد. أما المعلومات فهي بصفة عامة ساكنة، مستقلة عن الأفراد، صريحة ومكتوبة (بصورة تقليدية أو رقمية) سهلة الاستنساخ والعرض ولا يوجد لها معنى محدد.[1]

الشكل رقم (2-1): البيانات، المعلومات والمعرفة



Source: Elias M. Awad and Hassan M. Ghaziri, "**Knowledge Management**", First Impression, Dorling Kindersley, India, 2007, p: 65.

ثانيا: التمييز بين المعرفة، التعلم والذكاء

ومثلما لا تنفصل المعرفة عن البيانات والمعلومات كذلك لا تنفصل المعرفة عن عملية التعلم ومفهوم الذكاء.

[1]- **المرجع السابق**، ص: 25.

1- تعريف التعلم

التعلم هو ببساطة مهارات مقترنة بالمعرفة تكتسب من خلال الدراسة والتجربة والعمل. ولذلك يلاحظ دائما وجود علاقة مباشرة بين الذكاء والقدرة على التعلم وسرعة التعلم باستخدام الوسائل التقليدية والالكترونية للتعلم من خلال استنباط الدروس والحقائق الجديدة التي تنضج من التجربة أو تتجلى من ممارسة العمل.[1]

2- تعريف الذكاء

الذكاء عبارة عن قدرات ذهنية استنتاجية واستدلالية تكتسب من خلال تراكم المعرفة والخبرة والنظر في مظاهر ودلالات حركة الأشياء وتغير الظواهر في الحياة. وبالتالي فإن خصائص وقدرات الذكاء ترتبط بالقدرة على الاستقراء والاستنباط والقياس وتكوين العلاقات وابتكار الحلول التي تستند على الخبرة والمعرفة المتكاملة.

ولهذا السبب فإن الذكاء كنشاط ذهني وعملي هو في الواقع أكثر تعقيدا من أنشطة الإنسان الأخرى وهو أيضا أكثر ارتباطا بالمعرفة المكتسبة من التجربة وعملية التعلم.[2]

ثالثا: أنماط المعرفة

لا يوجد نمط واحد لتمثيل المعرفة من مصادرها المادية والإنسانية. وكل ما يمكن تقديمه الآن لا يعدو سوى تحليلا لبعض الفئات وأنماط المعرفة التي يمكن تصنيفها كما يلي:

1- تصنيف ميشال بولاني (Michael Polanyi)

يعتبر هذا التصنيف الأكثر شيوعا واستخداما حيث يصنف المعرفة إلى صريحة وضمنية. وقبل التعرض إلى النوعين بالتحليل يجب تناول مفهوم المعرفة كما قدمه بولاني (Polanyi)، إذ يقوم على ثلاث فرضيات أساسية هي:

---

[1]- **المرجع السابق**، ص: 27.

[2]- دريد كامل آل شبيب، "**تأثير عناصر اقتصاد المعرفة على كفاءة الأسواق المالية**"، ص: 13، متوفر على الموقع الالكتروني: https://fr.scribd.com/doc/90351244/, 10/12/2013, 21 : 00.

– الاكتشاف الحقيقي للمعرفة لا يمكن الوصول إليه أو حتى تحديده من خلال سلسلة القواعد الموضوعة أو الخوارزميات.

– أن المعرفة عامة وشخصية في آن واحد.

– أن المعرفة التي تحدد بأنها معرفة صريحة هي بالتأكيد ضرورية ومهمة للغاية لكن جذور هذه المعرفة توجد دائما بالمعرفة الضمنية.[1]

1-1- المعرفة الصريحة (Explicit Knowledge)

وهي المعرفة القياسية، المرمزة والنظامية المعبر عنها كميا والقابلة للنقل والتعليم. وتسمى أيضا المعرفة المتسربة لإمكانية تسربها إلى خارج الشركة، ونجدها في أشكال الملكية الفكرية المحمية قانونا كما في براءات الاختراع، حقوق النشر والأسرار التجارية...الخ. كما نجدها مجسدة في منتجات الشركة وخدماتها، أدلة وإجراءات العمل وخططها ومعايير تقييم أعمالها...الخ.

1-2- المعرفة الضمنية (Tacit Knowlege)

وهي المعرفة الذاتية والمعبر عنها بالطرق النوعية والحدسية غير القابلة للنقل والتعليم، وتسمى المعرفة الملتصقة والتي توجد في عمل الأفراد والفرق داخل الشركة. وهذه المعرفة هي التي تعطي خصوصية الشركة وهي الأساس في قدرتها على إنشاء المعرفة.[2]

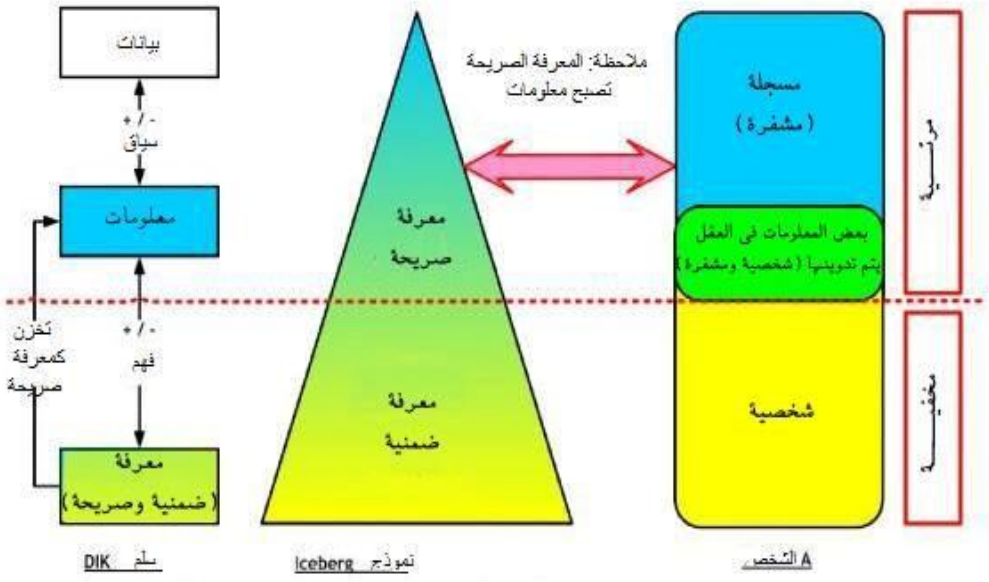
من خلال الشكل الموالي يتم إظهار سلم البيانات، المعلومات والمعرفة حسب (DIK).

---

[1]– سعد غالب ياسين، **مرجع سبق ذكره**، ص: 37.

[2]– نجم عبود نجم، "**إدارة المعرفة المفاهيم والاستراتيجيات والعمليات**"، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: 42-43.

الشكل رقم (3-1): سلم البيانات، المعلومات والمعرفة حسب DIK



Source: Llewellyn Tang and Al, **" Overload of Information or Lack of High Value Information: Lessons Learnt from construction"**, The 9th European Conference on Knowledge Management: Eckm 2008, Par Academic Conferences and Academic publishing, 2008, p: 854.

2- تصنيف ميشال زاك (Michael Zack)

يصنف المعرفة إلى ثلاث أنواع وهي:[1]

2-1- المعرفة الجوهرية (Core Knowledge)

وهي النوع أو النطاق الأدنى من المعرفة والذي يكون مطلوبا من أجل الدخول في الصناعة. وهذا النوع من المعرفة لا يضمن للشركة قابلية بقاء التنافسية طويلة المدى، ومع ذلك فإن هذه المعرفة تمثل المعرفة الأساسية الخاصة بالصناعة وهي محفوظة لدى الشركات الأعضاء في الصناعة كميزة لهم على الشركات غير الأعضاء.

2-2- المعرفة المتقدمة (Advanced Knowledge)

وهي النوع أو النطاق الذي يجعل الشركة تتمتع بقابلية بقاء التنافسية، فمع أن الشركة تمتلك بشكل عام نفس المستوى والجودة من المعرفة التي يمتلكها المنافسون، إلا أنها تختلف في اعتمادها على قدرتها

[1]- ربحي مصطفى عليان، "**إدارة المعرفة**"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: 83-84.

على التميز في معرفتها لكسب ميزة تنافسية من هذا التميز، وهذا يعني أن الشركة ذات المعرفة المتقدمة تسعى لتحقيق مركز تنافسي في السوق عموما أو التميز في شريحة سوقية من خلال معرفتها المتقدمة.

2-3- المعرفة الابتكارية (Innovation Knowledge)

وهي المعرفة التي تمكن الشركة من أن تقود صناعتها ومنافسيها وتميز نفسها بشكل كبير عنهم، فهذا النوع من المعرفة يجعل الشركة قادرة على تغيير قواعدها في مجال الصناعة كما حدث في العديد من الشركات التي عملت على أساس معرفتها الكثيفة بمحاسبة التكلفة وإدخال طرق جديدة في تسعير الإيجارات في صناعتها متحدية الطرق التقليدية السائدة فيها لتكسب فرصة مربحة وميزة تنافسية تجاوزت فيها منافسيها.

3- تصنيف آخر

يأخذ بعين الاعتبار النمط الأول من التصنيف فرص تمثيلها في نظم تكنولوجيا المعلومات. وهي على الأنواع التالية:[1]

3-1- المعرفة الإجرائية (Procedural Knowledge)

وهي المعرفة العملية التي تتعلق بمعرفة كيف يجب أن تحل المشكلة، كما توجه الانتباه إلى الطريقة التي يجب عمل الأشياء بها. والقواعد والبرامج والإجراءات هي الأنماط النموذجية للمعرفة الإجرائية.

3-2- المعرفة الإعلانية (Declarative Knowledge)

توضح المعرفة الإعلامية ما هو معروف عن المشكلة، وهذا يتضمن تعابير بسيطة للاختيار ما بين الصحة أو الخطأ، إضافة إلى عبارات ممثلة لأوصاف كاملة للمفهوم.

3-3- المعرفة البعدية (Meta-Knowledge)

يتناول هذا النوع من المعرفة وصف المعرفة نفسها بما يساعد في اختيار المعرفة الملائمة للمشكلة ولتعزيز النظام الخبير في حل المشكلات بفعالية من خلال توجيه الإدراك والتفكير بالاتجاه الصحيح.

[1]- سعد غالب ياسين، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 34-35.

3-4- المعرفة الاستكشافية (Heuristic Knowledge)

وهي المعرفة التي تستخدم قواعد المنطق لضبط عملية التفكير والإدراك. وهي في حقيقة الأمر معرفة تجريبية ترافق المرء خلال تجاربه في حل مشكلات سابقة.

المطلب الثاني: تعريف، خصائص المعرفة المالية وأهميتها

للمعرفة عدة استخدامات مختلفة حسب مجال الاستخدام، ولعل المجال المالي أحد أهم هذه المجالات فهناك اتجاه متزايد في تحديد المفهوم الدقيق للمعرفة المالية، خصائصها وأهميتها.

أولا: تعريف المعرفة المالية

هناك بعدين أساسيين لمفهوم المعرفة، الأول البعد الفكري والتواصل المعرفي بما يمتلكه الفرد من خبرات ومهارات وتدفق للمعلومات، والثاني الطرق والأساليب والوسائل المتبعة في تنفيذ الأعمال. ولا يخرج مفهوم المعرفة المالية عن هذين البعدين وإن اختلفت التسميات. إلا أن المعرفة المالية هي المبادأة والتصور المبدع في ذهن المحلل المالي الناتجة عن التراكم الفكري والمعرفي في حدود خبرته التي تهيئ له فرصة تقدير الأحداث والوقائع دون أن يتحمل مخاطر كبيرة، وهناك نوعين من التواصل المعرفي في مجال إدارة المعرفة المالية حيث يستطيع المحلل المالي أن يتعرف على نقاط القوة والضعف في أداء الوظائف الأساسية في منظمات الأعمال والتي تنعكس في نشاط الإدارة المالية من خلال تحليل القوائم المالية ويكون هذا البعد مسيطر عليه وواضح أما البعد الثاني الذي يكون أكثر شدة وتذبذب في الوضوح من خلال تبادلات الأسهم والتفاوت الكبير في الأسعار والمضاربات إلا أنه يمكن وضع تصورات معرفية موضوعية من خلال متابعة حركة الأسهم لأنها لا تأخذ مسارا واحدا بل تتغير بحسب طبيعة نشاط المنظمة والحالة الاقتصادية السائدة، وهذا يؤكد الجانب المعرفي لدى المحلل المالي إذ يوظف التراكم المعرفي لوضع تلك التصورات.[1]

والفارق بين البيانات، المعلومات والمعرفة يوضح التناقض بين الموجودات المادية وموجودات المعرفة المالية. تعتمد المعرفة على المعلومات المحصلة من البيانات، وبذلك فإن المعرفة المالية خاصية للمستثمر الذي يستخدمها للتصرف في ظروف معينة، وتعد المعلومات المجموعة الفرعية للبيانات الكامنة في

[1]- شهاب الدين حمد النعيمي، "**إدارة المعرفة المالية تطور وسائل بناء وإدارة المحفظة المالية**"، 2004، ص ص: 06-07، متوفر على الموقع الالكتروني:

www.kantakji.com/fiqh/files/manage/103.doc, 13/12/2013, 17:36.

الأشياء والتي تحفز الوكيل (Agent) خلال مصافي دائمية أو إدراكية، وعلى النقيض من المعلومات، لا يمكن للمعرفة المالية أن تلاحظ بشكل مباشر. ويمكن استنتاج وجودها من أفعال المستثمر، ولا يمكن ملاحظة موجودات المعرفة المالية بصورة مباشرة فهي بحاجة لان يتم استيعابها بشكل مباشر، لذا وعلى النقيض من التأكيد على المقاييس الملموسة المركزة على المدخلات للموجودات المادية، تتطلب موجودات المعرفة المالية فهما فيما يخص نوعية ومحتوى نتائج الأداء المالي.[1]

ويمكن اعتبار موجودات المعرفة المالية بأنها مجموعة فرعية للميول المتخذة في اتخاذ القرار المالي، أو "كامنة للفعل" المتجسدة في فكر المستثمر، أو المجموعات أو الأنظمة الاجتماعية مع منظور مستقبلي لإيجاد القيمة المالية، أو هي الموجودات غير الملموسة لمؤسسة مالية معينة والتي تمتلك توجهات معينة للنمو المستقبلي وقيمة مستقبلية لحاملي أسهم متباينين. وهناك إدراك متزايد حول إدارة المعرفة المالية كوسيلة قادرة على الابتكار والتعلم إضافة إلى إجمالي القيمة المالية المتمثلة بتعظيم الثروة.[2]

ثانيا: خصائص المعرفة المالية

لا توجد خصائص ثابتة للمعرفة في كل زمان ومكان، لكن مضمون المعرفة ومنظورها يختلف باختلاف السياق الاجتماعي، الاقتصادي، الفكري والثقافي الذي توجد فيه أو تنتج من خلاله.

ومع ذلك، توجد للمعرفة خصائص تكوينية مشتركة بغض النظر عن طبيعتها ومضمونها. وتبرز خصائص المعرفة المالية فيما يلي:[3]

– تتطلب المعرفة المالية تفاعلا انسيابيا مع الواقع ووعيا وإدراكا للواقع من حيث متغيراته وعناصر تشكله والقوى المحفزة للتطور والتغيير. فالمعرفة المالية على عكس البيانات المالية لا تعنى بتركيب المعطيات والحقائق المالية بصورة صورية وانما تهتم بالعلاقات البينية المفيدة وارتباط المعلومات المالية بالتطبيقات ومصالح الأفراد والمجتمعات؛

[1]– حسن صبحي حسن العباس، "**دور الفكر المعرفي المالي في بناء نماذج موجودات المعرفة المالية**"، الملتقى العلمي الدولي حول المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهمتها في تكوين المزايا التنافسية للبلدان العربية، جامعة الشلف، 27–28 نوفمبر 2007، ص: 05.

[2]– **المرجع السابق**، ص: 05.

[3]– سعد غالب ياسين، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 32–34.

– إن المعرفة المالية ذات وموضوع، فهي ذات لأنها مخزونة قبل كل شيء في عقل الفرد نفسه، وفي الوقت ذاته تعتبر موضوعا عندما تكون مستقلة عن الفرد، أي عندما توجد في المراجع، الكتب والوثائق والأوساط الصلبة والرقمية المختلفة، وفي الحالتين لا تنفصل المعرفة المالية كذات عن كونها موضوعا؛

– للمعرفة المالية مضمون اجتماعي إنساني، حيث لا توجد حقائق معرفية مالية ثابتة فكل الحقائق والمعطيات المالية تخضع للتحديث والتعديل والتطوير ولا توجد في الحقائق المالية معارف مالية مطلقة لان المعرفة المالية هي بحكم تشكلها وتطورها ذات طبيعة نسبية؛

– إن تطور المعرفة المالية يأخذ مسارا تصاعديا مستمرا ولذلك يقال دائما إن المعرفة المالية القديمة تترك المجال للمعرفة المالية الجديدة بشرط أن تكون المعرفة المالية الجديدة أكثر انسجاما مع الحقيقة وأكثر قدرة على تلبية احتياجات الناس وتقديم الحلول المالية الناجحة لمشكلاتهم؛

– ترتبط المعرفة المالية بالحقيقة وإدراك اليقين على عكس المعلومات المالية التي تخضع دائما لحالات وظروف أقل يقينا ولهذا فإن معظم القرارات المالية المرتبطة بالمعلومات المالية تقع تحت ضغوط حالات المخاطرة وعدم التأكد. أما بالنسبة للمعرفة المالية فعندما يعرف الفرد حقائق جديدة أو يكتشف هذه الحقائق سيكتسب تجربة وخبرة جديدة يقترب فيها من درجة الاعتقاد؛

– إن المعرفة المالية هي مورد إنساني لا ينقص بل ينمو باستعماله وهي حالة إنسانية أرقى من مجرد الحصول على المعلومات المالية. ويمكن القول أيضا أن المعرفة أقل درجة من الحكمة لالتزام الأخيرة بالقيم الأخلاقية العليا للإنسانية مثل الحرية والعدالة والكرامة الإنسانية؛

– إن المعرفة المالية قد تكون جزء من نظام ديناميكي للتفكير ولإدراك الواقع الموضوعي بمعنى أن المعرفة المالية هي نتاج النشاط الذهني للعقل في حواره مع الطبيعة، وفي تعامله مع الواقع وإدراكه البديهي لمتغيرات الواقع والحقائق الجديدة في الحياة.

ثالثا: أهمية المعرفة المالية

يمكن تحديد أهمية المعرفة المالية في النقاط التالية:[1]

– تعتبر المعرفة المالية أساس اتخاذ القرار، وتحديد استراتيجياته وأهدافه فحسب الدكتور أحمد الخضيري "إن القرار المالي هو نتاج التفاعل بين المعرفة المالية وبين الرؤية الذاتية للمدير المالي ، فالقرار المالي ينتج من خلال تجميع للمعارف المالية والمعلومات المالية حول الظواهر ليتم معالجتها وصياغتها في إطار فكري مالي موجه بالرؤية والميولات التي يتمتع بها متخذ القرار المالي، وبهذا تكون المعرفة المالية المناسبة والكافية ضرورية لعملية اتخاذ القرار المالي وكلما كانت المعرفة المالية مناسبة وكافية كلما زادت فعالية القرار المالي.

– تساعد المعرفة المالية الفرد والمنظمة على فهم متغيرات وعناصر البيئة المالية المحيطة بها وتفسير العلاقات بينها ومن ثم القدرة على التنبؤ وتوقع التغيرات والتطورات المالية المستقبلية.

– تؤدي المعرفة المالية دورا كبيرا في تنمية وتطوير المنتجات وأساليب الإنتاج المالية، حيث تعد المعرفة المالية أساس الإبداعات والاختراعات المالية التي هي بدورها مصدر تطوير وتنمية المنتجات والتكنولوجيات المستعملة في عملية الإنتاج المالي.

– تعد المعرفة المالية والمعلومات المالية المتوفرة عن المستثمرين والأسواق الحالية والمرتقبة دعامة أساسية لاتخاذ القرارات المالية.

– تساهم المعرفة المالية في اكتشاف حاجات ورغبات المستهلكين والارتقاء بها وتنميتها.

– تعتبر المعرفة المالية والمعلومات المالية المتعلقة بالمنافسين والمنافسة بشكل عام، أساس التنافس والبقاء.

– يعد مجموع المحفظة المعرفية المالية للمنظمة والذي بحوزة الأفراد (الضمنية) مصدر قوة واستمرارية المنظمة وتدعيم أنشطتها الإبتكارية المالية، ومصدر التجديد والتطوير الماليين.

[1]– عبد الله قلش، **"تكنولوجيا المعلومات والاتصال واقتصاد المعرفة"**، الملتقى العلمي الدولي حول "المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهمتها في تكوين المزايا التنافسية للبلدان العربية"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 04–05.

المبحث الثاني: أساسيات اقتصاد المعرفة

في حين كانت الأرض، اليد العاملة ورأس المال العوامل الأساسية للإنتاج في الاقتصاد، فان الأصل المهم في الاقتصاد المعرفي هي المعرفة والتي أصبح لها من الأهمية ما يفوق تلك العوامل. وبذلك أضحى اقتصاد المعرفة أداة محورية في قياس مدى قدرة الدول على حيازة أسباب التقدم وامتلاك مقوماته اللازمة لنجاح خططها وبرامجها للتنمية المستدامة.

المطلب الأول: مفهوم اقتصاد المعرفة وأهميته

يتطور اقتصاد المعرفة بسرعة وعلى نطاق واسع كما تتوسع خصائصه وتتجذر مبادئه في مواجهة الاقتصاد التقليدي وخصائصه الأساسية، حيث يقوم اقتصاد المعرفة على فهم جديد أكثر عمقا وشمولية لدور المعرفة ورأس المال الفكري وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تطور الاقتصاد وتقدم المجتمع.

أولا: مفهوم اقتصاد المعرفة

شهد مفهوم اقتصاد المعرفة تطورا في السنوات القليلة الماضية بحكم كون موضوع اقتصاد المعرفة يتسم بالحداثة نسبيا.

1- نشأة اقتصاد المعرفة

ربما يكون مارك بورات (Porat, 1977) هو أول من كتب من الغربيين عن اقتصاد المعرفة حين كتب عن اقتصاد المعلومات تعريفا وقياسا. تبعه بعد ذلك رومر (Romer, 1986) الذي ناقش النظريات النيوكلاسيكية التي تعتبر الطبيعة، رأس المال، العمل والتنظيم هي أهم عناصر الإنتاج، في حين أنه في الوقت الراهن أصبح هناك عنصر آخر يكتسي أهمية أكبر في زيادة الناتج المحلي لكثير من الدول المتقدمة، ويتمثل هذا العنصر في مدى انتشار المعرفة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، فراح يقترح ما يسمى باقتصاد المعرفة الذي يقوم أساسا على المعرفة كأهم عنصر إنتاج.

ويلاحظ أنه ما عدا كتاب بورات (Porat) الذي كتبه سنة 1977، جميع الكتابات التالية كانت بعد سنة 1985 حيث توالت الكتابات حول هذا الموضوع ومشتقاته (اقتصاديات الاتصالات، التكنولوجيا،

التعليم، التدريب والانترنت، ...الخ) وكان معظمها في التسعينات من القرن العشرين وبدايات القرن الحادي والعشرين، الأمر الذي يجعل الموضوع جديدا وحديثا ولا يزال في بداية مشواره.[1]

غالبا ما يستخدم الباحثون مصطلح اقتصاد المعرفة تارة والاقتصاد المبني على المعرفة تارة أخرى. وإنه من الضروري التمييز بين المصطلحين. فاقتصاد المعرفة (Knowledge Economy)، هو فرع من العلوم الأساسية ويهدف إلى تحقيق رفاهية المجتمع عن طريق دراسة نظم إنتاج وتصميم المعرفة ثم إجراء التدخلات الضرورية لتطوير هذه النظم عن طريق البحث العلمي وتطوير الأدوات العملية والتقنية وتطبيقها مباشرة على العالم الواقعي. ويدخل ضمن اهتمامات اقتصاد المعرفة إنتاج المعرفة وتخزينها أي ابتكارها واكتسابها ونشرها واستعمالها وصناعتها. كما أنه يهتم في صناعة المعرفة من خلال التعليم والتدريب والاستشارات والمؤتمرات والمطبوعات والكتابة والبحث والتطوير. والمنظمات العصرية تسعى للحصول على المعرفة التكنولوجية والعلمية وإدخال التقنيات الحديثة في العمل وتوليد سلع وخدمات جديدة تمكنها من تحقيق الميزة التنافسية. أما الاقتصاد المبني على المعرفة (knowledge-based economy) فإنه يعتبر مرحلة متقدمة من اقتصاد المعرفة ويمنح مكانة خاصة للمعرفة والتكنولوجيا والعمل على تطبيقها في الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية في مجتمع يسمى "مجتمع المعلومات". فالاستفادة من تكنولوجيا المعلومات في قطاع الاتصالات عن بعد وهندسة الجينات وإنتاج البذور كلها تجعل الاقتصاد مبنياً على العلم والمعرفة.[2]

2- تعريف اقتصاد المعرفة

هناك اتفاق واسع في الأدبيات على أن اقتصاد المعرفة قد أصبح العامل الأساسي للتقدم الاقتصادي في الدول المتطورة. إلا انه مع ذلك لم يتم الاتفاق على تعريف موحد لاقتصاد المعرفة.

[1]- عبد القادر حسين شاشي، "**اقتصاد المعرفة في البلدان الإسلامية**"، 2008، ص ص: 03-04، متوفر على الموقع الالكتروني:
http//islamiccenter.kau.edu.sa/arabic/Hewar_Arbeaa/abs/232/A.chachi.pdf 08/03/2010 21:20.

[2]- هالة أحمد صبري، "**أساليب القيادة السائدة ومتطلبات التحول نحو اقتصاد المعرفة: دراسة ميدانية لمؤسسات الأعمال الأردنية**"، قسم إدارة الأعمال جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة، ص: 05.

يعرف اقتصاد المعرفة بأنه التفاعل والتنسيق المستمر بين تكنولوجيا المعلومات وتكنولوجيا الاتصالات من جهة وبين القطاع الوطني والعالمي من جهة أخرى بما يحقق الشفافية والفورية والإتاحة لجميع المؤشرات الاقتصادية، التجارية والمالية في الدولة خلال فترة ما.[1]

اقتصاد المعرفة هو ذلك الجزء من الاقتصاد الذي تتم فيه المزاوجة بين مختلف المهارات والمعارف المتخصصة جدا بشكل استراتيجي ضمن أجزاء مختلفة من سلسلة القيمة بهدف خلق الابتكارات واستدامة الميزة التنافسية. هذا التعريف يركز على حقيقة أن اقتصاد المعرفة محدد بأربعة سمات تخدم إحداها الأخرى.[2] أولا، اقتصاد المعرفة يستعمل مهارات ومعارف متخصصة جدا ترتكز على توليفة من المعارف العلمية والخبرات العملية. ثانيا، بسبب أن كلا من المعرفة والتكنولوجيا قد أصبحتا أكثر تعقيدا، قام اقتصاد المعرفة بترسيخ روابط إستراتيجية بين الشركات والمنظمات الأخرى كطريقة لاكتساب المعارف المتخصصة من مختلف أجزاء سلسلة القيمة. ثالثا، حسب شومبيتر (Schumpeter) فإن أهم نتيجة للنشاطات الشبكية هي الابتكار والمتمثل في خلق منتجات جديدة، طرق إنتاج جديدة، خدمات جديدة، أسواق جديدة أو تنظيمات هيكلية جديدة، وبدرجة أهم تحويل كل هذا إلى نتائج قابلة للتسويق. وأخيرا، التطوير المستمر للمعارف الجديدة والابتكار يسمح لاقتصاد المعرفة بالاستفادة من الاحتكار المؤقت للأرباح من اجل استدامة الميزة التنافسية.[3]

3- سمات اقتصاد المعرفة

إن اقتصاد المعرفة بمضامينه ومعطياته يتميز بالعديد من الخصائص منها ما يلي:[4]

- الاستخدام الكبير للمعرفة بكافة أشكالها وخاصة في العملية الإنتاجية، باعتبارها أصبحت أهم عنصر لخلق القيمة المضافة، وهذا ما تترجمه زيادة نسبة الاستثمار في المعرفة بالنسبة للناتج الداخلي الخام؛

[1]- فريد النجار، "**الاقتصاد الرقمي**"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 25.

[2] - Marina Van Geenhuizen and Peter Nijkamp**,"Creative Knowledge Cities: Myths, Visions and Realities"**, Edward Elgar Publishing, USA, 2012, p: 337.

[3] **- Idem**, p: 337.

[4]- اعتمدت الباحثة على المرجعين:

- فليح حسن خلف، "**اقتصاد المعرفة**"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2007، ص ص: 17-21.

- عبد الله قلش، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 7-9.

– يتسم اقتصاد المعرفة بأنه اقتصاد وفرة أكثر من كونه اقتصاد ندرة، فعلى عكس أغلب الموارد التي تنضب من جراء الاستهلاك، تزداد المعرفة في الواقع بالممارسة والاستخدام وتنتشر بالمشاركة؛.

– يسمح استخدام التقنية الملائمة بخلق أسواق ومنشآت افتراضية تلغي قيود الزمان والمكان من خلال التجارة الإلكترونية التي توفر كثيرًا من المزايا من حيث تخفيض التكلفة ورفع الكفاءة والسرعة في إنجاز المعاملات؛

– يركز في اقتصاد المعرفة على اللاملموسات بدلا من الملموسات، وهذا يعني من حيث المخرجات هيمنة الخدمات على السلع، ومن حيث المدخلات فإن الأصول الرئيسية هي اللاملموسات كالأفكار والعلامات التجارية بدلا من الأرض، الآلات، المخزونات والأصول المالية؛

– من الصعوبة بما كان في اقتصاد المعرفة تطبيق القوانين والقيود والضرائب على أساس وطني بحت، فطالما أن المعرفة متاحة في أي مكان وباتت تشكل عنصر الإنتاج الأساسي، فإن ذلك يعني أن هنالك اقتصادا عالميا يهيمن على الاقتصاد الوطني؛

– التحول النوعي الواضح في طبيعة الموارد البشرية العاملة في مختلف منظمات الأعمال، وظهور أهمية كبرى للقدرات الذهنية والفكرية، إذ أدى ارتفاع أهمية ودور المعرفة في إنجاز الأنشطة الاقتصادية إلى زيادة الاهتمام بالقدرات الذهنية والفكرية، ومن جهة أخرى أدت التطورات والتغيرات المستمرة التي يتميز بها اقتصاد المعرفة إلى التقادم السريع للمعارف والأفكار والتقنيات، الأمر الذي أصبح يفرض على منظمات الأعمال امتلاك مورد بشري له القدرة على مواكبة تلك التغيرات ومسايرتها وله القدرة على إنتاج المعرفة باستمرار، الذي بدوره أدى إلى تغيير طبيعة هيكل الموارد البشرية من عنصر بشري يعتمد على القوة البدنية إلى عنصر يعتمد بالدرجة الأولى على القدرات الذهنية والفكرية كأساس لإنتاج المعرفة والتجديد؛

– زيادة اهتمام منظمات الأعمال برأس المال الفكري **(Intellectual Capital)** باعتباره أساس إنتاج المعرفة وتنميتها، وهذا من خلال التنمية المستمرة والمرتكزة على القدرات الذهنية والفكرية، ومن جهة أخرى تطبيق جميع الأساليب والتقنيات التي تؤدي إلى تعظيم الإنتاج الفكري وتلك التي تعظم الاستفادة منه.

– زيادة أهمية الإبداع والابتكار كأساس للنمو والاستمرار بين عناصر بيئة باتت تتميز بالتطور والتغير المستمر وبمنافسة شديدة؛

– تطور مفاهيم جديدة للعمل والأداء واعتماد معايير متطورة لتقييم النجاح والفشل في المنظمات، تستند جميعها إلى فكر الجودة والإتقان في جميع الأنشطة والأعمال وبشكل مستمر ومتواصل؛

– اتجاه المنظمات في العالم إلى الاندماج والتحالف والاستحواذ وتبادل المنافع، من أجل تكوين جبهات اقتصادية ذات قدرات تنافسية أعلى؛

– إعطاء الأولوية المطلقة لتكوين الإنسان الكفء والفعال ذي المهارات العالية والقدرات الإبداعية.

ثانيا: أهمية اقتصاد المعرفة

يقوم الاقتصاد المعرفي على الحصول على المعرفة والمشاركة فيها بهدف تحسين نوعية الحياة بمجالاتها المختلفة من خلال الإفادة من الخدمات المعلوماتية والتطبيقات التكنولوجية المتطورة واستخدام العقل البشري كرأس مال معرفي وتوظيف البحث العلمي لإحداث مجموعة من التغييرات الإستراتيجية في طبيعة الاقتصاد وتنظيمه كي يصبح أكثر استجابة وانسجاما مع تحديات العولمة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات وعالمية المعرفة والتنمية المستدامة بمفهومها الشمولي. ولتحقيق اقتصاد المعرفة لابد أن يتوفر بنية تحتية مجتمعية واعية وتهيئة عمال وصناع معرفة يمتلكون المعرفة ولديهم قدرة على التحليل والابتكار وتوظيف منظومة فاعلة للبحث والتطوير إضافة إلى توفير الربط الإلكتروني الواسع وتوافر سهولة وصول أفراد المجتمع إلى الشبكة المعلوماتية ونشر ثقافة مجتمع التعلم فكرا وتطبيقا في مختلف المؤسسات التعليمية والاقتصادية.[1]

المطلب الثاني: أسس اقتصاد المعرفة

يرتكز اقتصاد المعرفة على دعامتين أساسيتين هما تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ورأس المال الفكري.

أولا: تكنولوجيا المعلومات والاتصالات

تعتبر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي ككل، حيث سمحت بإرساء القواعد الأساسية التي يبنى عليها اقتصاد المعرفة وفتحت المجال لقيام عدة أنشطة اقتصادية جديدة خاصة مع ظهور الانترنت.

[1]– هالة أحمد صبري، **مرجع سبق ذكره**، ص: 06.

1- تعريف تكنولوجيا المعلومات والاتصالات

في الواقع، إن مفهوم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات متداخل بعض الشيء، حيث إن هذه التكنولوجيات لا تعتبر جديدة في حد ذاتها، وذلك لأن معظمها كان موجودا منذ السنوات العشر الماضية أو أكثر وما يمكن اعتباره حديثا هو توسع استخداماتها في مجال إدارة المؤسسات واعتمادها بدرجة كبيرة على العمل الشبكي.[1]

ينظر لتكنولوجيا المعلومات بأنها مجموعة الأدوات التي تساعد بالعمل مع المعلومات على إنجاز المهام المتعلقة بمعالجة المعلومات، وهذه الأدوات تتضمن المفردات ذات الصلة بالحاسوب، والتطبيقات ذات الأوساط المتعددة التي تساعد في رؤية، سماع وقراءة موضوعات مختلفة، والانترنت التي تساعد على إيجاد المعلومات عبر العالم والاتصال بالآخرين في كل مكان.[2]

أما تكنولوجيا الاتصالات فهي عبارة عن وسائط وأوعية تيسر إرسال البيانات والإشارات والصور والكلمات بين عقول نظم المعلومات، وبالشكل الذي يركز على هدفها الأساسي والذي هو توفير الاتصالات. وتكنولوجيا الاتصالات هذه يمثلها إرسال الإشارات، الأفلام، الطباعة، النشر، اللغة، الهاتف الثابت، الهاتف النقال وكافة أجهزة الاتصال الأخرى السلكية منها واللاسلكية، الأقمار الصناعية، التلفزيون، الميكروويف، الأوعية الممغنطة والفيديو.[3]

ويمكن الإشارة هنا أن المقصود بنظام المعلومات هو كل توافقية منظمة من المصادر: الأفراد، الأجهزة (Hardware)، البرمجيات (Software)، شبكات الاتصال والبيانات التي يتم جمعها ومعالجتها وتوزيعها.[4]

تعتبر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بالنسبة للمؤسسة تلك الأدوات التي تستخدم لبناء نظم المعلومات والتي تساعد الإدارة على استخدام المعلومات المدعمة لاحتياجاتها في اتخاذ القرارات والقيام

---

[1]- عبد الوهاب بن بريكة وزينب بن التركي، "**أثر تكنولوجيا الإعلام والاتصال في دفع عجلة التنمية**"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010، ص: 246.

[2]- غسان قاسم داود اللامي، "**تحليل مكونات البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات دراسة استطلاعية في بيئة عمل عراقية**"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص: 07.

[3]- فليح حسن خلف، **مرجع سبق ذكره**، ص: 40.

[4]- نجم عبود نجم، **مرجع سبق ذكره**، ص: 355.

بمختلف العمليات التشغيلية في المؤسسة،[1] وذلك عن طريق اقتناء المعلومات، معالجتها، تخزينها ونشرها في صورها المختلفة النصية المصورة والرقمية بواسطة أجهزة تعمل الكترونيا وتجمع بين أجهزة الحاسب الآلي وأجهزة الاتصال عن بعد.[2]

وتجدر الإشارة إلى أنه لأي تكنولوجيا طبيعة اقتحامية، وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات في الآونة الأخيرة لم تترك أي مجتمع إلا واقتحمت جميع أنشطته سواء كانت السياسية، المدنية، العسكرية، التجارية، التعليمية...الخ. فتطبيقات هذه التكنولوجيا ليست محدودة، إلا أنه سيتم التركيز على بعض التطبيقات التي مست عالم الاقتصاد ويتم إيجازها في النقاط التالية:[3]

– أتمتة أعمال البنوك بغية تحسين الخدمة، سرعة الضبط للحسابات ومساندة الرقابة المالية للبنوك.

– تحويل الأموال إلكترونيا لتسريع الخدمة وتقليل العمل الورقي للعمليات بين البنوك.

– إقامة النماذج الاقتصادية لتحليل أداء النظم الاقتصادية وتقييم الاستراتيجيات.

– إدارة الاستثمارات بتعظيم العائد وتحليل المخاطر.

– نظم معلومات أسواق الأوراق المالية الهدف منها فورية بث المعلومات للمتعاملين، استخراج إحصائيات السلاسل الزمنية لتغير أسعار الأسهم والسندات والمؤشرات الاقتصادية الأخرى.

– التصميم بمساعدة الكمبيوتر: سرعة تعديل وتعدد تجارب التصميم وتوفير جهد ما بعد التصميم من خلال قيام النظام الآلي بتحديد قوائم المكونات والمواد الداخلة فيه.

– نظم التدريب من خلال المحاكاة وهذا ما يقلل التكاليف والخطر.

---

[1]– **المرجع السابق**، ص: 246.

2– فاطمة الزهرة غربي وبلعلياء خديجة، "**تكنولوجيا المعلومات وأثرها في تحقيق الميزة التنافسية في ظل اقتصاد المعرفة**"، ص: 09، متوفر على الموقع الالكتروني:
ratoulrecherche.arabblogs.com/gharbi+bealia.pdf, 13/01/2014, 13:30.

[3]– عزيزة عبد الرحمن العتيبي، "**أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على أداء الموارد البشرية دراسة ميدانية على الأكاديمية الدولية الاسترالية**"، الأكاديمية العربية البريطانية للتعليم العالي، 2010، ص ص: 23–24، متوفر على الموقع الالكتروني:
www.abahe.co.uk, 13/01/2014, 13:30.

– برمجيات مساندة التعليم والتعلم تهدف إلى زيادة إنتاجية المعلم والطالب في مواجهة تضخم المادة التعليمية وتعقدها.

– نظم المعلومات التربوية والتي تساعد على صياغة ووضع السياسات التربوية والتخطيط التربوي وجهود البحوث والتنظير في مجال التعليم.

2– أهمية تكنولوجيا المعلومات والاتصالات

إن لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات دورا هاما في تعزيز التنمية البشرية، الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية، وذلك لما لهذه الأخيرة من خصائص متميزة وأكثر كفاءة من وسائل الاتصال التقليدية، فتكنولوجيا المعلومات والاتصالات واسعة الانتشار تتخطى بذلك الحدود الجغرافية والسياسية للدول لتصل إلى أي نقطة من العالم عجزت أن تصل إليها وسائل الاتصال القديمة، كما أنها تمتاز بكثرة وتنوع المعلومات والبرامج التثقيفية والتعليمية لمختلف شرائح البشر، متاحة في أي مكان وزمان، وبتكلفة منخفضة. فهي تعد مصدرا هاما للمعلومات سواء للأشخاص أو المنظمات بمختلف أنواعها أو للحكومات، كما أنها تجسد دورا هاما في تنمية العنصر البشري من خلال البرامج التي تعرض من خلالها، كبرامج التدريب وبرامج التعليم وغيرها.[1]

لهذا من الضروري الاهتمام بهذه التكنولوجيا وتطوير استخدامها بشكل فعال، مع تدريب وتعليم الأفراد على استعمالها، وتوعيتهم بأهميتها في التنمية والتطور، من خلال إبراز أهميتها على الصعيد الجزئي والكلي.

3– البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات

تبين الفقرات الآتية مكونات البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات التي تنسجم وتوجهات وأهداف البحث.

أ– **تعريف الحاسوب:** يعرف الحاسوب بأنه عبارة عن جهاز الكتروني، مصمم لمعالجة وتشغيل البيانات بسرعة ودقة، ويقوم هذا الجهاز بقبول البيانات وتلقيها وتخزينها آليا، ثم يجري عليها العمليات الحسابية والمنطقية المقارنة بين شيئين أو أكثر، ثم يستخرج ويستخلص هذه العمليات. كل ذلك وفقا وتبعا لتوجيهات

[1]– عبد الله قلش، **مرجع سبق ذكره**، ص: 13.

مجموعة تفصيلية بأمر وتعليمات تسمى برامج، وهذه البرامج معدة ومخزنة مسبقا، ويقوم الحاسب بأداء مثل هذه العمليات على البيانات الرقمية والأبجدية أو عليها معا.[1]

ويتميز الحاسب بعدة خصائص يتم إدراجها في النقاط التالية:[2]

- الدقة في أداء العمليات؛

- السرعة العالية التي تساعد على توفير الوقت في أداء العمليات؛

- المرونة في تأدية العديد من الأعمال وعدم الاقتصار على أداء عمل واحد فقط؛

- السعة الكبيرة في تخزين البيانات والسرعة في استرجاعها عند الطلب؛

- قابلية التوسع والنمو في ذاكرته الأصلية والذاكرات الثانوية التي تلحق به، وإضافة ملحقات مساعدة.

وحسب المختصين مر الحاسوب خلال مراحل تطوره بخمسة أجيال وهذه المراحل هي:[3]

- **الجيل الأول (1946-1959)**

ظهر هذا الجيل من الحواسيب بجامعة (Pennsylvania) ما بين 1944-1946 من خلال أعمال موشلي "Mushily" وايكارت "Eckert" لتصميم وإنشاء أول حاسبة الكترونية عرفت باسم (ENIAC). هذه الآلة كانت تعمل بمبدأ الصمامات المفرغة، حيث كان عدد الصمامات التي تحتويها تبلغ حوالي 1800 صمام، كما شغلت هذه الآلة لوحدها أكثر من قاعة. كما كانت تستهلك الكثير من الطاقة مع إفرازها الكثير من الحرارة. حيث كانت يتطلب مساحة تناهز 160 مترا مربعا لتركيزها، وكانت تزن قرابة 30 طنا.

---

[1]- عزيزة عبد الرحمن العتيبي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 25.

[2]- ربحي مصطفى عليان، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 428-429.

[3]- اعتمدت الباحثة على المرجعين:

- فليح حسن خلف، **مرجع سبق ذكره**، ص: 42.

- عزيزة عبد الرحمن العتيبي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 25-28.

- الجيل الثاني (1959-1965)

نظرا للمساوئ التي كان يمتاز بها الجيل الأول من الحواسيب، دأبت جهود الباحثين لأجل إلغاء هذه الأخيرة فأثمرت هذه الجهود إمكانية استعمال الترانزستور (Transistor). منذ الخمسينات من القرن الماضي شهد تعميم استعمال الترانزستور الذي اجتاح كل سوق الالكترونيات في أقل من 10 سنوات، حيث عوض مكان الصمامات المفرغة. ومن أبرز أنواع هذا الجيل (IBM 1401، ATLAS)، وقد ساعد ذلك في التغلب على مشكلة الحرارة وتقليل معدلات الأخطاء والتوقف، كما وفر في الطاقة الكهربائية اللازمة للتشغيل، وقد ساهم في تقليل التكلفة عما كانت عليه في الجيل الأول.

فخلال هذه المرحلة اكتشفت أولى الشبكات المعلوماتية، كما أمكن للمبرمج استعمال لغة تناسب نوع المشكلة المطروحة، فاستعملت لغة فورترون (Fortran) في الميدان العلمي، ولغة كوبول (Cobol) في ميدان التسيير، وغيرها من لغات البرمجة مثل باسكال (Pascal).

- الجيل الثالث (1964-1970)

الفرق الوحيد بين حواسيب الجيل الثاني والثالث هو الحجم فقط حيث تم استعمال الالكترونيات الدقيقة المتناهية الصغر، وذلك باستعمال أو إدماج الدوائر الالكترونية المتكاملة. مما يسمح بالانتقال من معالجة 15000 أمر في الثانية سنة 1966 إلى 35000 في الثانية سنة 1972، كما تم في هذه المرحلة رفع قدرة تخزين المعلومات بتكلفة أقل، وذلك مع تطور الذاكرات الفرعية القادرة على استيعاب معلومات كبيرة بتكاليف أقل.

كما تم تطوير لغات برمجة متطورة على غرار لغة البرمجة بازيك (Basic) خلال سنة 1964، ولغة البرمجة باسكال (Pascal) خلال سنة 1976. كما تميز هذا الجيل بتطوير نظم تشغيل الحواسيب، وخاصة نظام التشغيل يونيكس (Unix). كما تم إحداث أول شبكة حواسيب موزعة بين أربعة جامعات أمريكية.

- الجيل الرابع (بداية 1970)

ارتبط هذا الجيل باكتشاف وتطوير المعالجات الدقيقة (Micro processors) التي تعتمد تقنية دمج أكبر عدد ممكن من المكونات الأساسية على شريحة واحدة، كما تم التوصل فيه لصناعة الذاكرات المعتمدة

على شرائح السيلكون ذات الحجم متناهي الصغر ولكن بسعات تخزينية كبيرة جدا. مما أدى إلى انتشار الكمبيوترات الشخصية التي أصبحت تؤثر في كثير من مجالات الحياة المعاصرة.

- الجيل الخامس (الآن نحو المستقبل)

هذا الجيل في طريقه للظهور، فالعديد من مشاريع الأبحاث مستمرة في كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، لهذا النوع من الحواسيب (الذكية)، والتي يمكنها القيام بالكثير من أعمال المكاتب في القرن الحادي والعشرين.

فالباحثون يريدون إدماج اللغة العادية، الكتابة والصوت في الاتصال المستخدم للآلة، وبالتالي هو جيل المستقبل الذي تتسارع فيه الأبحاث وتتزايد الاستثمارات نحو تطويره، بحيث تزداد قدراته على قراءة وكتابة لغات عديدة أو التفكير مليا إلى حد يشبه العملية التي يقوم بها المخ البشري، وبذلك سيتضمن الكمبيوتر المستهدف على دوائر متكاملة أكبر كثيرا من سابقتها كما سيحتوي على ذاكرات حجمها عشرات آلاف المرات على ذاكرات الأجهزة الحالية.

ب- البرمجيات: تعد البرمجيات تعليمات مكتوبة بلغة خاصة يفهمها الحاسوب وتحتاج إلى ملكات فنية مؤهلة لتحليل وتصميم الأنظمة وبرمجتها، ويستخدم المبرمجون معرفتهم بكيفية استخدام عمل الحاسوب من أجل وضع مجموعة من التعليمات التي تنجز وظائف مفيدة، وتدخل هذه التعليمات إلى الحاسوب وفحصها وتعديلها مرارا حتى تعطي النتائج الصحيحة المطلوبة.[1]

والبرمجيات على نوعين رئيسيين هما:[2]

- **برمجيات النظام (System Software):** وهي برامج عامة تدير موارد الحاسوب، مثل المعالج المركزي، روابط الاتصالات والأجهزة الطرفية، أي تعد كوسيط بين برمجيات التطبيق وأجهزة الحاسوب المادية.
- **برمجيات التطبيق (Application Software):** برامج كتبت لتطبيق محدد وأداء وظائف محددة من قبل المستخدمين النهائيين.

[1]- غسان قاسم داود اللامي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 11.

[2]- **المرجع السابق**، ص: 12.

ج- شبكة الانترنت (Internet Network): تمثل شبكة الانترنت فضاء رقميا رحبا لتبادل المعلومات والمعرفة وتنفيذ أنشطة الأعمال الالكترونية والتجارة الالكترونية في اقتصاد المعرفة. فبفضل الانترنت ظهرت مجتمعات المعرفة والابتكار داخل المنظمات.

وتعرف الانترنت على أنها "مزيج من عدد كبير من الشبكات الفرعية التي تعمل بنظام مفتوح يسمح بالاتصال بين مجموعة هائلة من الحواسيب وفق لغة مشتركة واحدة، هي مراسيم تسمح بخلق نوع من التفاعل عن طريق تبادل المعلومات بسرعة عالية وبطريقة مرنة ولا مركزية".[1]

وتختلف شبكة الانترنت عن شبكة الانترانت والاكسترانت:

- **شبكة الانترانت (Intranet Network):** تقدم شبكة الانترانت بنية متكاملة ومتعاضدة في الوصلات والارتباطات المتبادلة بين المجالات الوظيفية للمنظمة ضمن فضاء شبكة الانترنت. من خلال شبكة الانترانت تتم أنشطة المشاركة بالمعرفة المرمزة الكترونيا بين الأقسام والوحدات التنظيمية للمنظمة بما يضمن تحقيق أفضل مستوى ممكن من التعامل المعلوماتي والمعرفي. لا يستطيع غير العاملين في المنظمة استخدام شبكة الانترانت وفي كل الأحوال تتباين مستويات الدخول والمشاركة حسب إستراتيجية الإدارة في حماية مواردها وبياناتها.[2]

- **شبكة الاكسترانت (Extranet Network):** وهي شبكة انترنت خاصة يسمح لمجموعات خارجية مختارة بدخولها، إذ تسمح لأفراد ومنظمات من خارج الشبكة بدخول محدد لشبكة الانترانت الخاصة بها مثل بعض المشترين للحصول على معلومات تخص الكلفة ومزايا منتجاتها. أيضا إنها شبكة تستند إلى تقانات الويب التي تربط موارد مختارة من انترانت الشركة مع زبائنها ومجهزيها أو مع الشركاء الآخرين التي خلقت نظم اتصال وتعاون قوية بين المنظمات.[3]

[1]- عزيزة عبد الرحمن العتيبي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 33.

[2]- سعد غالب ياسين، **مرجع سبق ذكره**، ص: 112.

[3]- غسان قاسم داود اللامي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 13.

الجدول رقم (2-1): ملخص عن الشبكات الثلاث (الانترنت، الانترانت والاكسترانت)

الشبكة	المستخدمين	أهمية الموثوقية	هل هناك حاجة لتخويل المستخدم؟
الانترنت	أي شخص	واطي	لا
الانترانت	الموظفين	واطي	نعم
الاكسترانت	شركاء مختارين	عالي	نعم

المصدر: غسان قاسم داود اللامي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 13.

على أية حال، فإن شبكة الانترنت هي في الحقيقة تكنولوجيا تمكينية لتنفيذ الأعمال والمشاركة بالمعرفة في الوقت الحقيقي. وكنتيجة لذلك وفرت الانترنت القاعدة التقنية والبنية الفوقية لتطوير شبكات الانترانت والاكسترانت لغايات جوهرية كثيرة من بينها دعم عملية المشاركة بالمعرفة بهدف تحقيق أو اكتساب ميزة إستراتيجية من هذه المعرفة.

ثانيا: رأس المال الفكري

أصبح رأس المال الفكري متغيرا مهما ذا تأثير كبير على نجاح أو فشل منظمات الأعمال وخاصة المعرفية منها، إذ ينعكس ذلك على قيمتها السوقية وهذا ما دفع إلى الاهتمام المتزايد برأس المال الفكري من حيث ضبط مفهومه ومكوناته.

1- تعريف رأس المال الفكري

يمكن القول أنه لا يوجد تعريف بل توجد عدة تعاريف لرأس المال الفكري تعبر عن وجهة نظر أصحابها حسب المنظور من هدف الدراسة والبيئة التي أعدت فيها الدراسة.

رأس المال الفكري هو الموهبة، المهارات، المعرفة التقنية والعلاقات وكذلك الماكينات والشبكات التي تجسدها، والممكن استخدامها لخلق الثروة.[1]

[1]- نجم عبود نجم، **مرجع سبق ذكره**، ص: 290.

رأس المال الفكري عبارة عن العناصر غير الملموسة المستندة على العنصر البشري والتي تضيف قيمة للمنظمة مما تخلق مزايا تنافسية تمكنها من مواجهة المنافسة الشديدة في الأسواق.[1]

بينما يرى ستيوارت (Stewart) أن رأس المال الفكري هو ناتج عن الاختلاف ما بين القيمة السوقية للشركة وتكلفة استبدال أصولها. وغالبا ما تكون هذه القيمة مخفية وبالتالي لا تظهر أبدا في القوائم المالية. ويمكن القول أن ناتج هذا الفرق بين القيمة السوقية للمنظمة والقيمة الدفترية الصافية تمثل القيمة المضافة التي يطلبها السوق وتدفع للشركة بمعدلات أعلى بكثير من رأس المال المالي (المادي) الذي تملكه الشركة.[2]

يتواجد رأس المال الفكري لأي منظمة في ثلاث مواقع:[3]

أ- **العاملين:** عامل المصنع الذي يقدم اقتراحا لزيادة أرباح الشركة يعتبر رأس مال فكري للمؤسسة وينطبق هذا على كل معرفة أو ابتكار يقدم حلولا نافعة للعملاء.

ب- **نظام العمل:** هيكل العمل الفعال هو الذي يؤدي إلى تبادل ونقل ونشر المعرفة المفيدة إلى مواقع الحاجة إليها خلال نظام ملائم لتدفق المعلومات.

ج- **العملاء:** يستطيع العملاء إعطاء المنظمة أكبر قدر من المعلومات والمعرفة عن العملية الوحيدة التي تجهل كل شيء عنها ألا وهي الفائدة الحقيقية لمنتجاتها وخدماتها.

بالتالي يمكن القول أن رأس المال الفكري مجموعة من العاملين يمتلكون قدرات عناصرها (معرفة، مهارة، خبرة، قيم...) يمكن توظيفها واستثمارها في زيادة المساهمات الفكرية، لتحسين أداء عمليات المنظمة، وتطوير مساحة إبداعاتها، بشكل يحقق لها علاقات فاعلة مع جميع الأطراف المتعاملة معها، ويجعل فرق قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية كبيرا.

---

[1]- وهيبة بن داودية وآمنة أمحمدي بوزينة، "**متطلبات القياس والإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري وأثره على القوائم المالية لمنظمات الأعمال**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13-14 ديسمبر 2011، ص: 03.

[2]- سعد غالب ياسين، **مرجع سبق ذكره**، ص: 217.

[3]- حسين عبد المطلب الاسرج، "**دور رأس المال الفكري في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية**"، متوفر على الموقع الالكتروني: https://www.academia.edu/7072837/_, le 04/06/2014, 17 :25.

2- أهمية رأس المال الفكري

يستحوذ رأس المال الفكري على اهتمام كبير في الوقت الحاضر من حيث مفهومه، عناصره وتحديد قيمته، ويرجع ذلك إلى أن قياس الأصول غير الملموسة يساعد الإدارة على أن تركز اهتمامها على تنمية وحماية رأس المال الفكري كما أنها تدعم هدف المنظمة الخاص بزيادة قيمة الأسهم بالإضافة إلى المساعدة على زيادة كفاءة أسواق رأس المال من خلال تزويد المستثمرين الحاليين والمرتقبين بمعلومات أفضل. ومن ثم تخفيض التقلبات إلى الحد الأدنى مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال في الأجل الطويل.[1]

ويمكن اعتبار رأس المال الفكري ثروة طائلة بالنسبة للمنظمات التي تهتم بها وتوليها رعاية خاصة إذ تمكنها هذه الثروة من تقديم منتجات جديدة وبشكل أفضل مع تقديم ابتكارات لمنتجاتها وخدماتها بمعدلات سريعة وتوسيع الحصة السوقية كما تؤدي إلى اكتساب ميزة تنافسية تميزها عن المنافسين الآخرين مما يجعلها تتفادى المنافسة الشديدة وتعظيم نقاط القوة الخاصة بها فراس المال الفكري هو رأس المال الحقيقي الذي يتوقف عليه نجاح أي منظمة وهو وسيلة فاعلة في مواجهة التحديات الراهنة والتعامل مع المتغيرات الجديدة.[2]

3- مكونات رأس المال الفكري

يمكن تقسيم مكونات رأس المال الفكري إلى رأس المال البشري، رأس المال الهيكلي ورأس المال الزبوني.

3-1- رأس المال البشري

وهو جميع الموارد البشرية ذات الإمكانيات المتميزة في شغل الوظائف الإدارية والفنية، والتي لديها قدرات إبداعية وابتكارية وتفوقية، وتشمل معارف العاملين المتطورة، الخبرات المتراكمة، المهارات التقنية

[1]- سفيان بن عبد العزيز ومديحة بخوش، "**رأس المال الفكري: مدخل لتحقيق الميزة التنافسية للمؤسسات المصرفية في ظل اقتصاد المعرفة**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

[2]- محمد فلاق وجنات بوقجاني، "**تطوير نموذج لقياس أثر رأس المال الفكري على كفاءة الأداء في منظمات الأعمال**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

والفنية، رضا العاملين ومعنوياتهم وتماسكهم كفريق عمل متكامل، ويتميز بكون منحنى إنتاجيته يتصاعد بنفس اتجاه ازدياد معارفه ومهاراته، وعمره الاعتباري متجدد بتغير العصر والمستجدات البيئية.[1]

حاولت العديد من المنظمات في عصر المعرفة التحول نحو تطبيق أسلوب إداري جديد بشكل عام وإدارة المورد البشري بشكل خاص، بهدف تحقيق نتائج أكثر تطورا مقارنة بالأساليب التقليدية في إدارة المنظمة، ذلك أن العديد من المنظمات أدركت عجزها عن مسايرة التغيرات مما دفعها إلى وضع تعزيزات تقوم على التعلم والاهتمام بالمورد البشري بوصفه أهم عناصر العملية الإنتاجية والمعرفية في المنظمة.[2]

3-2- رأس المال الهيكلي

ويضم مختلف المعلومات حول آليات عمل المنظمة حول المحفظة الإستراتيجية للتكنولوجيا المعتمدة لديها، إضافة إلى البنية التحتية التي تمتلكها المنظمة والتي تدعم العمليات الداخلية، وتشمل البنية التحتية الحواسيب وشبكات الاتصال، الخبرة لدى الموظفين المسؤولين عن البنى التحتية التكنولوجية، وإجراءات الأمن لحماية شبكات المنظمة وتطبيقاتها، وهناك نوعان من التطبيقات التكنولوجية ويتمثل الأول في التطبيقات المبنية على البنى التحتية التكنولوجية والمتمثلة في تطبيقات معالجة المعلومات مثل نظام تخطيط موارد المنظمة، ويتمثل الثاني في التطبيقات التحليلية والمرتبطة بتعزيز وتحليل وتفسير المعلومات، وتقاسم المعلومات والمعرفة بين التشكيلات الداخلية للمنظمة.[3]

3-3- رأس المال الزبوبي (العلاقاتي)

هو الثروة المتمثلة في علاقات المنظمة مع زبائنها وكذلك حقوق ملكية العلامة التجارية، وثقة الزبائن بالمنظمة وولائهم لها، وفي ظل العلاقة التبادلية الترابطية بين المنظمة والزبون فإن قواعد العلاقة التقليدية ذات الاتجاه الواحد (من المنظمة إلى الزبون) قد ألغيت وحلت محلها العلاقة ذات الاتجاهين (من المنظمة إلى الزبون ومن الزبون إلى المنظمة) مع المحافظة على علاقات متبادلة مستمرة في ظل الاتصالات المتمثلة بالمعلومات التقنية، وفي هذا السياق فإن الزبون ذي الولاء يمثل أصلا آخر من أصول

---

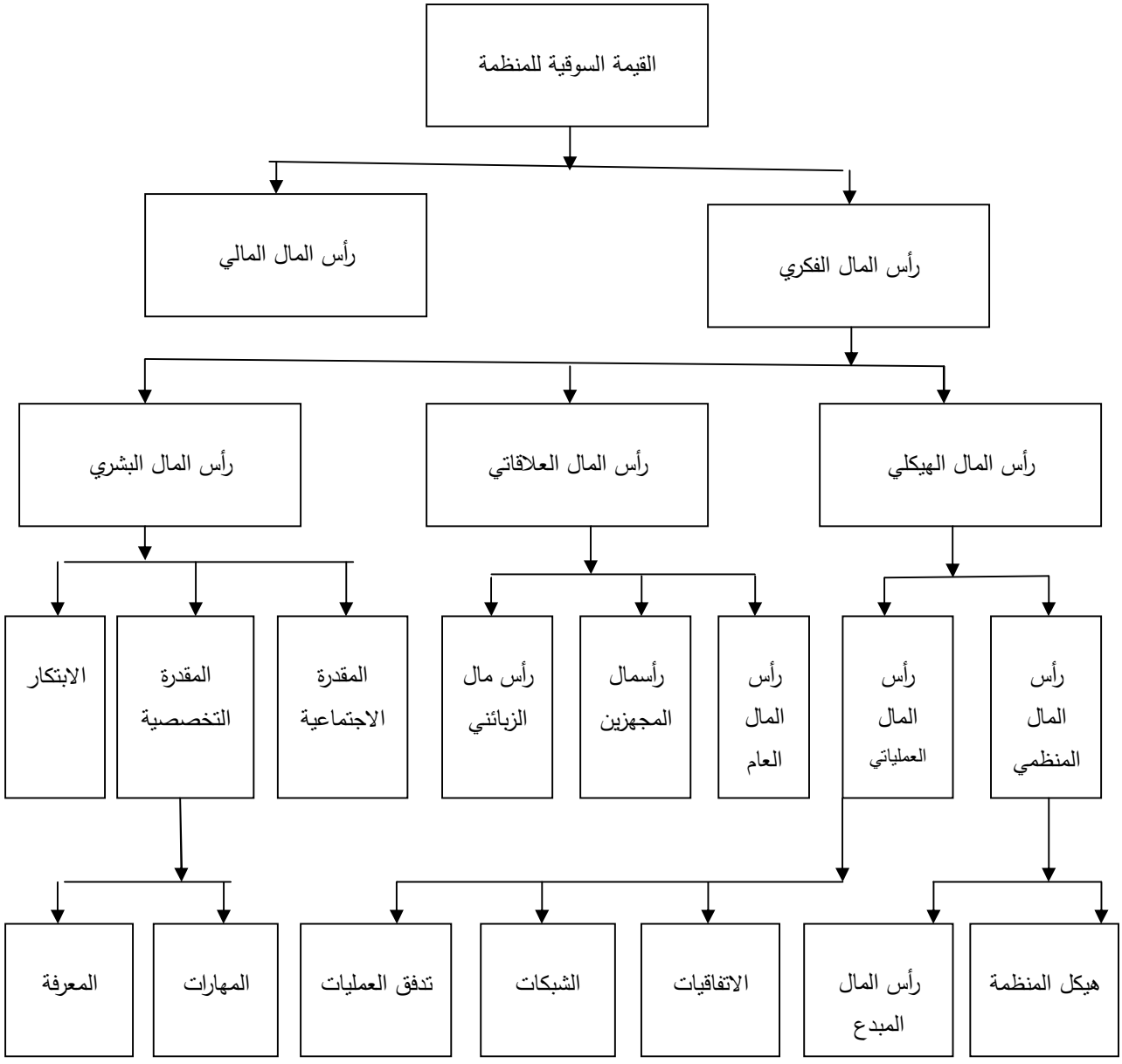
[1]- **المرجع السابق**، ص: 06.

[2]- محمد راتول وأحمد مصنوعة، "**الاستثمار في رأس المال الفكري وأساليب قياس كفاءته**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

[3]- محمد فلاق وجنات بوقجاني، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 6-7.

المنظمة وجزء مما تمتاز به من حقوق ملكية الزبون، ضمن حقوق ملكية المنظمة الأخرى.[1] وعليه فإن المكونات السابقة يمكن توضيحها في الشكل رقم (4-1).

الشكل رقم (4-1): مكونات رأس المال الفكري



المصدر: ناظم جواد وندى إسماعيل، "**تحليل رأس المال الفكري كأداة إستراتيجية**"، جامعة بغداد، ص: 133، متوفر على الموقع الالكتروني:

www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/ghjec/article/viewfile/1799/1646, le 29/04/2014, 18 :30.

[1]– محمد راتول واحمد مصنوعة، **مرجع سبق ذكره**، ص: 10.

يتضح من الشكل السابق أن رأس المال الفكري يضم المكونات الرئيسية له والتي تمثل مجتمعة أدوات للمعرفة التي يمكن استعمالها كأداة لتحقيق أهداف المنظمة التي تسعى بالوصول إليها إلى تحقيق حصة سوقية جيدة في السوق.

يكون رأس المال الفكري نتاج تفاعل مكوناته مجتمعة، حيث يؤثر رأس المال البشري بشكل ايجابي على رأس المال الهيكلي نظرا لأنه مصدر الإبداع وإستراتيجية التحديث، ومن ثم فان بناء رأس المال الهيكلي يكون نتيجة للإبداع الإنساني، كما أن هيكلة الأصول المعرفية يمكنها أن تحول الخبرة الفردية إلى ملكية جماعية، بما يحقق رغبة المنظمة في تحويل رأس المال البشري إلى رأسمال هيكلي مملوكا للمنظمة. أما رأس مال العلاقات فيتمثل في القدرة على التفاعل الإيجابي مع أعضاء المنظمة لتحفيز الإمكانات، مما يؤدي إلى خلق الثروة، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة رأس المال البشري والهيكلي. كما يؤدي التغير في العوامل البيئية أيضا إلى دفع الأفراد لتطوير قدراتهم ومهاراتهم بما يسمح لهم بالتكيف مع التغيرات البيئية الجديدة وما يرتبط بها من علاقات، ومن ثم يؤثر رأس مال العلاقات بشكل ايجابي على رأس المال البشري.[1] الجدول رقم (3-1) يعرض مكونات رأس المال الفكري وكيفية الإنفاق عليها.

[1]- عبد الله بن سايح وسحنون بونعجة، "**أساليب القياس والإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري من منظور معايير المحاسبة الدولية**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

الجدول رقم (3-1): مكونات رأس المال الفكري وكيفية الإنفاق عليها

العنصر	مفهوم العنصر	أوجه الإنفاق على العنصر
صناعة رأس المال الفكري	قدرة المنظمة على البحث عن الخبرات المتقدمة والمهارات النادرة وجذبها للعمل فيها.	– تكاليف البحث عن الخبرات المتقدمة. – تكاليف جذب المهارات التقنية المتقدمة. – تكاليف تصميم نظام معلومات يسهل مهمة الجذب والاستقطاب.
تنشيط رأس المال الفكري	قدرة المنظمة على زيادة رصيدها المعرفي باستمرار من خلال تعزيز القدرات وتنمية العلاقات بين الأفراد للتعاون في حل المشكلات المعقدة.	– تكاليف تعزيز قدرات الأفراد العاملين. – تكاليف برامج تنمية العلاقات الإنسانية في محيط العمل لتقليل المعارضة بين الأفراد العاملين. – تكاليف خلق الأنسجة الفكرية وتمثل تلك الأنسجة تعاون مجموعة من الأفراد على التعلم المشترك ونشره بين مجموعة المحترفين.
تنشيط رأس المال الفكري	مجموعة الأساليب المستخدمة من قبل المنظمة لإنعاش عملية الإبداع والابتكار عند العاملين فيها باستمرار.	– تكاليف استخدام طريقة عصف الأفكار مع العاملين لإثارة القدرة الإبداعية عندهم، لتوليد أكبر عدد من الأفكار. – تكاليف تكوين الجماعات الحماسية والتي تمثل مجموعات نشيطة تحب التحدي والانجازات العالية في العمل. – تكاليف إقامة نظام لجمع آراء العاملين ومقترحاتهم التطويرية.
المحافظة على رأس المال الفكري	قدرة المنظمة على الاهتمام بالطاقات المعرفية والنجوم اللامعة من العاملين القادرين على إنتاج أفكار جديدة أو تطوير أفكار قديمة تخدم المنظمة.	– تكاليف التدريب والتطوير المستمرين. – تكاليف الحفز المادي والابتكاري. – تكاليف تقليل فرص الاغتراب التنظيمي.
الاهتمام بالزبائن	مدى اهتمام المنظمة بآراء الزبائن ومقترحاتهم وأخذها بعين الاعتبار عند تصميم منتجات جديدة وحتى تعديل الموجود منها.	– تكاليف نظام توثيق متطلبات الزبائن. – تكاليف نظام تقديم الخدمة للزبائن. – تكاليف منح المزايا الإضافية للزبائن.

المصدر: قدور بن نافلة وعاشور مزريق، "**اقتصاد المعرفة.. موارده رأس المال الفكري وسلعه المعلومات**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 27-28.

المبحث الثالث: متطلبات اقتصاد المعرفة ومؤشراته

يبنى اقتصاد المعرفة على مقومات، كما أن هناك مؤشرات يقاس بها مدى تحول هذا الاقتصاد أو ذاك إلى اقتصاد المعرفة.

والدول العربية من الدول التي تسعى جاهدة لأن تجعل من اقتصادياتها اقتصاديات قائمة على المعرفة، وهو الأمر الذي يتطلب إصلاحات واسعة وعميقة في شتى المجالات وعلى كافة الأصعدة.

المطلب الأول: متطلبات التحول إلى اقتصاد المعرفة

للاقتصاد المعرفي عدة عناصر ومقومات تدعمه وتثبت وجوده كاقتصاد قوي وتسهم بوجودها في أي اقتصاد بأن تضعه ضمن تصنيف الاقتصاديات المتقدمة والتي يمكن إجمالها بالآتي:[1]

– بنية تحتية مجتمعية متمثلة في المؤهلات الفكرية ذات المستوى العالي التي تعتبر بمثابة الدعامة القوية للاقتصاد المعرفي، وعلى الدولة خلق المناخ المناسب لإنتاج المعرفة؛

– الرابط الواسع ذو الحزمة العريضة وذلك باستخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بكل أنواعها: انترنت، خطوط الهاتف، استخدام أجهزة الكمبيوتر...الخ؛

– مجتمع متعلم ومتخلق، وهذا يستوجب الاستثمار والتركيز على مستوى التعليم والعمل على تدعيم التأهيل والتعليم المستمر وإقامة المراكز والمعاهد المؤهلة للنهوض بمستوى الإطارات الموجودة وزيادة الخبرة لدى الطلبة المتخرجين؛

– عمال وصناع المعرفة والذين يمتلكون معرفة وقدرة على التساؤل واستيعاب التكنولوجيا الحديثة بكل تفاصيلها، أي الربط بين البنية المجتمعية والمجتمع المتعلم للحصول على أفضل نتيجة ممكنة من العمال المهرة من ذوي الإمكانيات والقدرات الهائلة حيث بلغت نسبة اليد العاملة في قطاع المعلومات بالولايات

[1]– هاشم الشمري ونادیا الليثي، "**الاقتصاد المعرفي**"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: 27–29

المتحدة الأمريكية نسبة 66% من إجمالي قوة العمل سنة 2003 بعد أن كانت لا تتعدى 19% سنة 1920 و50% في منتصف السبعينات من القرن الماضي؛

– منظومة البحث والتطوير والعلم والتكنولوجيا الإبداع والابتكار الفاعلة، فبفضلها يرتقي الاقتصاد من خلال ما تقدمه من معطيات علمية تحتل دور الريادة في رفع المستوى الاقتصادي والمعرفي في آن واحد؛

– يقوم اقتصاد المعرفة على ضرورة تعزيز فعالية السياق التنظيمي لإنتاج المعرفة، بما يضمن قيام نسق للابتكار يقوم على الإدارة الكفأة لنقل التقانة واستيعابها وتنشيط إنتاج المعرفة المؤدي إلى توليد تقانات جديدة بما يحقق غايات الكفاءة الإنتاجية والتنمية البشرية في آن واحد، بحيث أصبح تكوين وتطوير رأس المال الفكري بنوعية عالية أهم عنصر من عناصر الإنتاج في ظل اقتصاد المعرفة؛

– إعادة هيكلة الإنفاق العام وترشيده وإجراء زيادة حاسمة في الإنفاق المخصص لتعزيز المعرفة، ابتداء من المدرسة الابتدائية وصولا إلى التعليم العالي حيث بلغ إنفاق الدول الغربية في هذا المجال 360 مليار دولار سنة 2000 كانت حصة الولايات المتحدة منها 180 مليار دولار، وفي الوقت ذاته إدراك المستثمرين والشركات أهمية اقتصاد المعرفة وإمكانية تمويل العاملين ورفع مستوى تدريبهم وكفاءتهم كما هو الحال في الشركات الأمريكية واليابانية.

المطلب الثاني: مؤشرات اقتصاد المعرفة

اشتمل اقتصاد المعرفة على عدة مؤشرات مهمة، يمكن تصنيفها إلى:

أولا: مؤشرات العلم والتكنولوجيا

تعد مؤشرات العلم والتكنولوجيا الركيزة الأساسية في تطور ونجاح اقتصاد المعرفة، حيث تحتوي على البيانات المتعلقة بالأبحاث والتطوير، إحصائيات براءات الاختراع، المنشورات العلمية وميزان المدفوعات التكنولوجي.

1– الأبحاث والتطوير

تشكل بيانات الأبحاث والتطوير المؤشرات الأساسية لاقتصاد المعرفة، حيث يتم استخدام مؤشرين أساسيين هما: النفقات المخصصة للأبحاث والتطوير وفريق العمل المستخدم لأعمال الأبحاث والتطوير، هذه

الأبحاث تخضع منذ مدة طويلة لعملية جمع منظمة ومعيارية للبيانات مما يسمح بإجراء تحاليل ديناميكية ومقارنات دولية،[1] وتتصل هذه المؤشرات بدعم بلد معين للبحث والتطوير بالإضافة إلى تخصيص مبالغ كبيرة لهذا القطاع، ومن جانب آخر يمكن للشركات متعددة الجنسيات أن تتولى مهمة الإنفاق على البحث والتطوير من أجل جعل منتوجها ينافس المنتجات في السوق العالمية ويتفوق عليها من خلال احتكار براءات الاختراع وشراء الابتكارات الجديدة.[2]

2- إحصائيات براءات الاختراع

براءة الاختراع هي حق احتكار مؤقت تمنحه الحكومة لمخترع مقابل نشر اختراعه لمدة زمنية محدودة وفق شروط معينة، وتعد براءات الاختراع الأداة الأولى لحماية الناشرين سواء كانوا احد الأفراد أو كانوا شركات، كما تشكل مؤشرا يستعمل لتقييم النجاح والتخصص بالنسبة إلى البلدان الأخرى، وفي هذا السياق جاءت اتفاقية حقوق الملكية الفكرية المتعلقة بالتجارة (TRIPS•) التي تضمن حقوق الملكية الفكرية وعلى الرغم من ذلك فقد استمر العديد من الدول في خرق القواعد الخاصة بهذه الاتفاقية،[3] إلا انه في ظل هذه الاتفاقية يمكن للدول استخدام الترخيص الذي بموجبه يمكن السماح باستخدام براءات الاختراع المسجلة دون موافقة حامل البراءة.

وهناك ثلاثة معايير رئيسية لتسجيل براءات الاختراع وهي:[4]

- التسجيل وفق الأولوية والسبق للبلد الذي تم فيه تقديم الطلب الأول، تعكس إستراتيجية منح براءات الاختراع؛

- التسجيل وفق بلد إقامة المخترع، تعكس القدرة التكنولوجية لبلد ما؛

---

[1]- مراد علة، "**الاقتصاد المعرفي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الأقطار العربية –دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية نموذجا–**"، ص: 09، متوفر على الموقع الالكتروني:
http://conference.qfis.edu.qa/app/media/7148, le 29/04/2014, 21 :30.

[2]- هاشم الشمري ونادية الليثي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 35-36.

•- **T**rade-**R**elated **A**spects of **I**ntellectual **P**roperty **R**ights.

[3]- **المرجع السابق**، ص: 40.

[4]- مرال توتيليان، "**مؤشرات اقتصاد المعرفة وموقع المرأة من تطورها**"، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، 2006، ص: 22.

– التسجيل وفق بلد إقامة مودع الطلب، تمثل التحكم بالاختراع.

وتكتسب هذه المعايير قدرا كبيرا من الأهمية لما لها من أثر كبير على حماية الملكية الفكرية وعدم ضياع حقوق الأفراد أو المنظمات التي تولي رعاية خاصة للاختراعات فضلا عن أنها تسمح للعاملين في هذا الحقل بتحقيق أرباح عالية نتيجة بيع هذه الاختراعات محليا ودوليا.

3- المنشورات العلمية

تعد المنشورات العلمية من المؤشرات المهمة التي يمكن من خلالها معرفة إمكانات الباحثين وقابلياتهم في الدول فكلما ازداد عدد المنشورات العلمية عكس ذلك اهتمام الدولة بهذا الجانب فضلا عن أنها تكشف سعي الباحثين من أجل تطوير قدراتهم من جهة ومن جهة أخرى لما تعكسه هذه المنشورات في معالجة العديد من المشاكل العالقة.[1]

4- ميزان المدفوعات التكنولوجي

هو إجراء لعمليات نقل دولية للتكنولوجيا ويتيح هذا الميزان تسجيل الأموال المتعلقة بشراء وبيع التكنولوجيا غير المجسدة كالملكية الفكرية والتراخيص والمساعدة الفنية.[2]

وقد اتخذت منظمة التعاون والتنمية توصيات بشأن كيفية تطبيق ميزان المدفوعات التكنولوجي لقياس نشاط نقل التكنولوجيا، ويضم ميزان المدفوعات التكنولوجي أربع فئات كبيرة تشمل:[3]

– عمليات نقل التكنولوجيا وتضم تمليكات براءات الاختراع والتراخيص ونقل الدراية؛

– عمليات نقل الرسومات وتشمل على التمليكات والتراخيص والامتيازات في الماركات أو الموديلات؛

– تقديم الخدمات التقنية وتضم دراسات تقنية ودراسات هندسية بالإضافة إلى المساعدة التقنية؛

– الأبحاث والتنمية ذات الطابع الصناعي.

[1]– هاشم الشمري ونادیا الليثي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 43.

[2]– **المرجع السابق**، ص: 44.

[3]– مرال توتيليان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 25.

وعليه فميزان المدفوعات التكنولوجي يكون ملما بأمور ثلاثة مهمة هي: حقوق براءات الاختراع، العلامات التجارية والامتيازات.

ثانيا: المؤشرات المتعلقة بالموارد البشرية

أهمية المتغيرات المتعلقة بالمصادر البشرية لاقتصاد المعرفة أمر يقر به الجميع خصوصا في الوقت الحالي، إذ تعد استثمارا عالي العوائد إذا ما قورنت بأي من المجالات الأخرى في المجتمع.[1]

وتتمثل المصادر الرئيسية لمؤشرات الموارد البشرية في بيانات التعليم والتدريب، مخزون رأس المال البشري والاستثمار في رأس المال البشري.

1- التعليم والتدريب

وتسمح المؤشرات القائمة على البيانات المتعلقة بالتعليم والتدريب بتقييم المعارف والمهارات (الرأسمال البشري) المكتسبة خلال العملية الرسمية للتعليم، وتسمح هذه المؤشرات أيضا بتقييم المخزون والاستثمار في الرأسمال البشري.[2]

إن النهج المتبع في الدول المتقدمة المعتمد على التعليم النوعي وزيادة عدد الدورات التي يلتحق بها الموظف تجعله مؤهلا للعمل في خضم التغيرات التي تطرأ على الاقتصاد بصورة عامة وعلى مهارات العاملين بصورة خاصة والخدمات الجديدة التي استحدثت بفعل التطور التكنولوجي الهائل، وقد جاء في هذا السياق مفهوم جديد متمثل في التعليم عن بعد كأحد الروافد الجديدة لدعم التعليم واستمراره ويتم ذلك عن طريق شبكة الانترنت،[3] ويعد التعليم عن بعد أحد الطموحات الواعدة للتعاون الأكبر بين برامج تعليم المكتبات وعلم المعلومات ولإتاحة التوسع في استخدام التكنولوجيا دون تردد.

[1]- هاشم الشمري ونادية الليثي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 46.

[2]- مراد علة، **مرجع سبق ذكره**، ص: 09.

[3]- هاشم الشمري ونادية الليثي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 47.

2- مخزون رأس المال البشري

يمكن تعريف رأس المال البشري بأنه المورد الاستراتيجي في العملية الإنتاجية، أي المورد الذي يصعب نسخه أو تقليده من قبل أي منظمة أخرى غير التي يعمل بها.[1]

أصبح ممكنا في العصر الحالي أن تقوم المنظمات بنسخ أو تقليد جميع برامج العمل والآلات والتقنيات والبرمجيات المستخدمة في الإنتاج والخدمات لأي منظمة أخرى، ما عدا العنصر البشري لأنه العنصر الوحيد غير القابل للنسخ أو التقليد، ولقد طورت ثلاث مقاربات لتقدير مخزون رأس المال البشري وهي:[2]

- **الأولى:** ترتكز على قياس مستوى تدريب السكان ومدى قدراتهم وقابلياتهم الفكرية؛

- **الثانية:** تقوم على قياس مهارات الراشدين مباشرة؛

- **الثالثة:** ترتكز على تحديد الفروقات التي تميز عائدات الراشدين التي تبدو مرتبطة بخصائص فردية خاصة، وعلى تقدير القيمة التجارية لهذه الخصائص ومن ثم على تحديد القيمة الإجمالية لمخزون الرأسمال البشري.

3- الاستثمار في رأس المال البشري

يمكن تقييم الاستثمار في رأس المال البشري من خلال الإجراءات المالية للاستثمار والاستثمار في الوقت واللذين سوف يتم تناولهما بالتفصيل فيما يلي:

أ- **الإجراءات المالية للاستثمار:** ترتكز هذه الإجراءات على تخصيص مبالغ يتم رصدها من قبل الدولة أو من قبل المنظمات في سبيل تطوير وتحسين مجالات متعلقة بالموارد البشرية مختصرة فيما يلي:[3]

- تطوير عملية التدريس؛

- تطوير عملية تدريب الراشدين (تشجيع الدورات التدريبية)؛

---

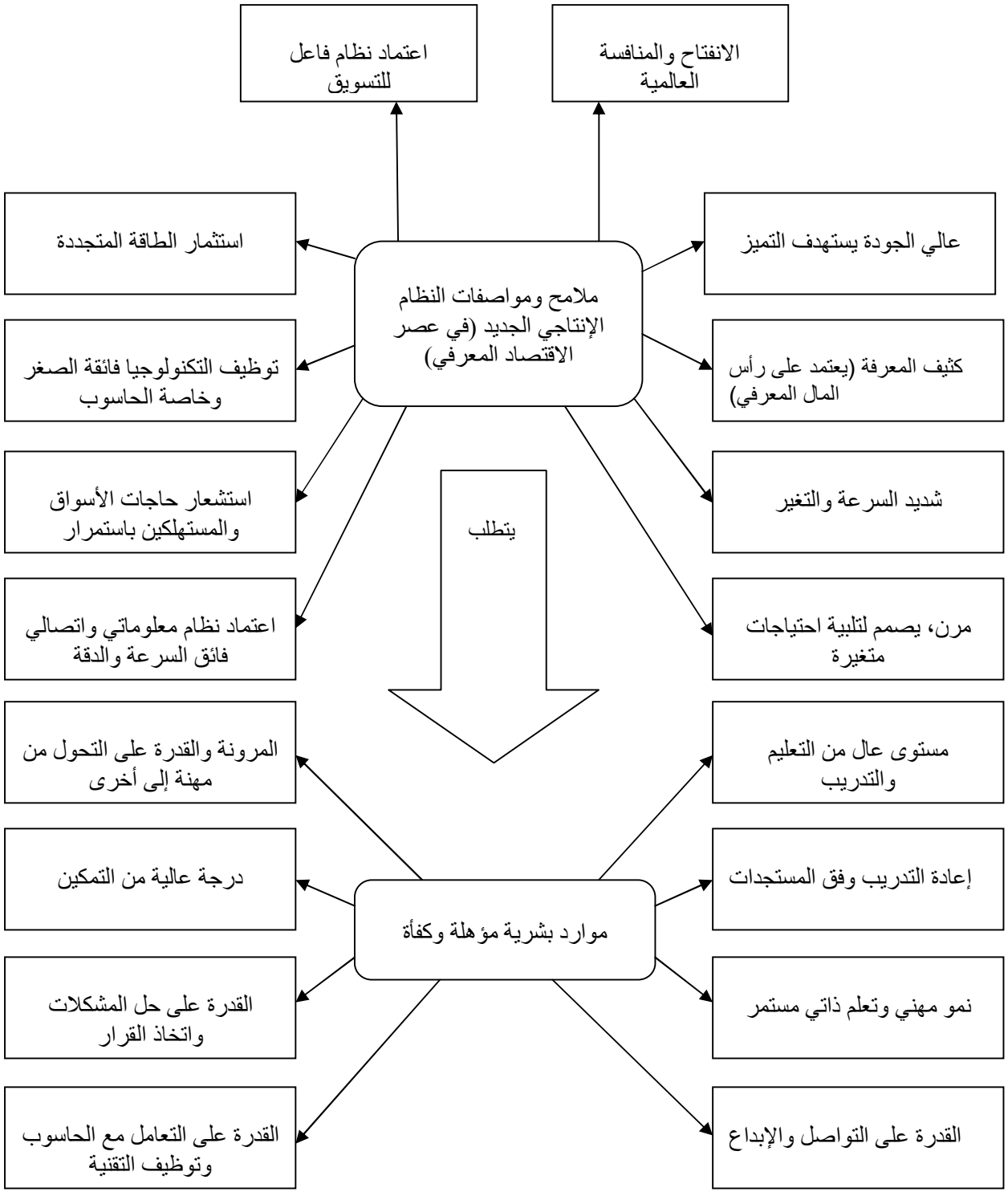
[1]- **المرجع السابق**، ص: 50.

[2]- مرال توتيليان، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 28-29.

[3]- هاشم الشمري ونادية الليثي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 51-52.

– فتح معاهد متخصصة ومراكز تتعاون مع الجامعات في سبيل تطوير المناهج الدراسية بما ينسجم وروح العصر والتغيرات التي تطرأ عليه، وهناك جانب آخر لا يمكن إغفاله وهو نفقات التدريب المهني المخصصة من قبل المنظمات التي بمقتضاها يتم الإنفاق على البحوث وبراءات الاختراع من اجل تطوير العامل وتطوير الخطط الإنتاجية والوصول إلى مستويات عالية ومتطورة في الإنتاج، كذلك من أجل ضمان الكفاءة والإنتاج عالي الجودة الذي يشكل ركيزة أساسية في بناء جسر للوصول إلى السوق العالمية ومنافسة الشركات الكبرى؛ وعليه يتبين إلزامية الاستثمار في تطوير الموارد البشرية لأنها تعد المخزون الذي لا يمكن نفاذه بل على عكس ذلك، إذ يمكن للمنظمة أن يزداد إنتاجها وعطاؤها على المدى البعيد في ظل التأهيل المستمر. والشكل رقم (5–1) الموالي يلخص كل ما سبق.

الشكل رقم (5-1): متطلبات النظام الإنتاجي الجديد



المصدر: هاشم الشمري ونادية الليثي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 53.

ب- الاستثمار بالوقت في الرأسمال البشري: تعطي معدلات ارتياد منظمات التعليم وفق مستويات التعليم، فكرة أولية عن الوقت الذي يمضيه الأفراد في النظام التعليمي وهناك مؤشران يلخصان أرقام التعليم والدراسة:[1]

الأول: متوقع التعليم المدرسي لكل فرد بلغ سن الخامسة؛

الثاني: متوقع التعليم في منظمات التعليم العالي (الدراسات العليا) لكل فرد بلغ سن الثامنة عشرة.

ثالثا: مؤشرات نشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات

يعد مؤشر نشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على قدر كبير من الأهمية خاصة مع تزامن الوقائع، حيث التقاء الاقتصاد القائم على المعرفة بقاعدة تكنولوجية ملائمة هذا ما أدى إلى تعزيز مشترك بين ازدهار النشاطات المكثفة في المعرفة والإنتاج ونشر التكنولوجيا الجديدة،[2] ولهذه الأخيرة ثلاث تأثيرات في الاقتصاد، وهي:[3]

- تسمح بدر أرباح إنتاجية خاصة في مجال المعالجة، التخزين وتبادل المعلومات.

- ظهور وازدهار صناعات جديدة مثلا: وسائل الإعلام المتعددة، التجارة الإلكترونية...الخ.

- تحث على اعتماد نماذج تنظيمية أصلية بهدف استخدام أفضل للإمكانيات الجديدة لتوزيع ونشر المعلومات.

وقد وضع مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات مجموعة من المؤشرات تتيح بناء القدرات في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بين البلدان، وهذا استنادا إلى مجموعة من المعايير التي بموجبها تتيح لصانعي القرار والسياسة استنباط سياسات مناسبة وملائمة لوضع خطط عمل مستقبلية.

[1]- مرال توتيليان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 30.

[2]- مراد علة، **مرجع سبق ذكره**، ص: 09.

[3]- مرال توتيليان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 33.

الجدول رقم (4-1): مؤشرات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات حسب تصنيف الأونكتاد

الدليل/البعد	المؤشرات	المصادر
التوصيل	– عدد مصنفي الانترنت لكل فرد. – عدد الحواسيب الشخصية لكل فرد. – عدد الخطوط الهاتفية الرئيسية لكل فرد. – عدد المشتركين في الهاتف النقال لكل فرد.	– الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية. – الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية. – الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية. – الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية.
النفاذ	– عدد مستقبلي الانترنت لكل فرد. – الأمية، النسبة المئوية من السكان. – نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. – كلفة المخابر المحلية.	– الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية. – الشعبة الإحصائية بالأمم المتحدة. – البنك الدولي. – الاتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية.
السياسة	– وجود بدالة انترنت. – التنافس في الاتصالات المحلية. – التنافس في الخطوط المحلية. – التنافس في سوق مزودي خدمة الانترنت.	– مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية. –الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية. – الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية. – الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية.
استخدام حركة الاتصالات	– الحركة الدولية الداخلة. – حركة الاتصالات الدولية الخارجة.	– الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية. – الإتحاد الدولي للاتصالات السلكية واللاسلكية.

المصدر: هاشم الشمري ونادية الليثي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 58.

المطلب الثالث: تحليل جاهزية الدول العربية للاندماج في اقتصاد المعرفة

هناك مجموعة من الأسس تعتبر مؤشرات من خلالها يمكن الحكم على مدى جاهزية الدول للاندماج في الاقتصاد المعرفي.

أولا: البنية التحتية للمعلومات والاتصال والجاهزية الرقمية

تضم الاتصالات الهاتفية، تكنولوجيا الاتصال والجاهزية الرقمية وأخيرا استخدام الانترنت.

1- الاتصالات الهاتفية

تمثل اتصالات الهاتف الثابت والنقال إحدى الركائز الأساسية لقياس تحول الدول إلى اقتصاد المعرفة ومدى تطور البنية التحتية لديها.

1-1- الهاتف الثابت

بالنسبة إلى خدمة الهاتف الثابت فلا زال انتشاره محدودا في الوطن العربي، ولم تتجاوز نسبته 10%، بينما بلغ متوسط انتشاره العالمي 16.6%. أما بالنسبة إلى دول المغرب العربي فقد بلغت نسبة انتشار هذه الخدمة في تونس 11.4%، الجزائر 8.2%، ليبيا 19.3% والمغرب 8.4%.[1]

عالميا، تشهد الاتصالات الثابتة تباطؤ ملحوظا، خصوصا في الدول المتقدمة، حيث وصلت أسواقها إلى مرحلة التشبع، كما يشير إلى ذلك تقرير إتحاد الاتصالات الدولي 2011، ويظهر الشكل (6-1) نسبة النمو السنوي العالمي لاشتراكات الهاتف الثابت للفترة 2002 إلى 2011 لكل مئة من السكان. ومما يجدر ذكره أن قطاع الاتصالات النقالة قد ساهم بشكل ملحوظ في هذا التباطؤ لنمو الهاتف الثابت.

[1]- التقرير العربي الخامس للتنمية الثقافية، "**الاقتصاد العربي القائم على المعرفة**"، مؤسسة الفكر العربي، لبنان، 2012، ص:244.

الشكل رقم (6-1): نسبة النمو السنوي في اشتراكات الهاتف الثابت للفترة 2002-2011 لكل مئة نسمة من السكان

المصدر: التقرير السنوي للخطة الوطنية للاتصالات وتقنية المعلومات، "**التحول إلى مجتمع المعلومات**"، وزارة الاتصالات وتقنية المعلومات السعودية، 2012، ص: 25.

1-2- الهاتف النقال

بلغ عدد المشتركين في خدمة الهاتف المحمول في الوطن العربي في نهايات سنة 2011 حوالي 350 مليون مشترك، بينما لم يتجاوز عددهم 126 مليون مشترك سنة 2006. ويشكل هذا الرقم نسبة انتشار تصل إلى 96.7 % بينما لم تتجاوز النسبة ذاتها على المستوى العالمي 86.7%. أما بالنسبة إلى دول المغرب العربي فقد بلغ عدد المشتركين في هذه الخدمة 91.0 مليون مشترك، وبنسبة انتشار سجلت 108% في تونس، 94.4% في الجزائر، 171.5% في ليبيا، 108.9 في المغرب. وتصدرت ليبيا القائمة المغاربية على صعيد نسبة الانتشار لهذه الخدمة، بينما استقرت الجزائر في نهاية القائمة.[1]

وعلى غرار الهاتف الثابت في الدول المتقدمة، وصل الهاتف النقال فيها أيضا إلى درجة التشبع، وأصبح يحقق معدلات نمو ضئيلة في حدود 3% تقريبا. أما في الدول النامية فعلى النقيض من ذلك، تستمر

[1]- **المرجع السابق**، ص: 244.

الاتصالات النقالة في تحقيق معدلات انتشار ونمو كبيرة وصلت إلى 13% سنويا، بل تضاعفت أعداد الاشتراكات في بعضها كالهند وفيتنام، في السنتين الأخيرتين فقط. ويلاحظ أن كثيرا من الدول العربية حققت نسب انتشار فاقت 100% من مجموع السكان، ويشير الشكل رقم (7-1) إلى منحنى نمو اشتراكات الهواتف النقالة عالميا، ومقارنتها بمتوسط النمو في الدول المتقدمة والدول النامية. ومن المتوقع في السنوات القادمة أن ينال التباطؤ الدول السريعة النمو وذات الاقتصاديات القوية، مثل المملكة السعودية وخصوصا في اشتراكات الاتصالات النقالة، ويتوقع أن تصل إلى التشبع بالنسبة إلى نمو السكان.

ومع وصول اشتراكات الهاتف النقال عالميا إلى 6 مليار اشتراك، فان التوقعات تشير إلى أن العالم يتجه بالفعل نحو تغطية كاملة بنسبة 100% على مستوى السكان من خدمات الهاتف النقال بحلول 2015.

الشكل رقم (7-1): نسبة النمو السنوي في اشتراكات الهاتف النقال للفترة 2001-2010 لكل مئة نسمة من السكان

المصدر: التقرير السنوي للخطة الوطنية للاتصالات وتقنية المعلومات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 26.

1-3- النطاق العريض

تشير معظم الدراسات إلى أن حجم استثمار الدول في النطاق العريض يتنامى بشكل مطرد عالميا، نظرا لما لوحظ من تأثيره الايجابي على الاقتصاد، من حيث مساهمته في زيادة الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى تأثيراته الأخرى الايجابية.

ويستحوذ النطاق العريض النقال على النصيب الأكبر من الاهتمام والنمو مقارنة بالنطاق العريض الثابت. ويتوقع أن تصل حصته عالميا إلى حدود 80% في مقابل 20% من النطاق العريض الثابت بحلول عام 2016، كما هو موضح في الشكل رقم (8-1).

الشكل رقم (8-1): النمو المتوقع لاشتراكات النطاق العريض النقال والثابت للفترة 2010-2016

المصدر: التقرير السنوي للخطة الوطنية للاتصالات وتقنية المعلومات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 27.

بلغ عدد الدول التي أطلقت خدمات النطاق العريض النقال في نهاية سنة 2010 (150) دولة، منها (109) دولة استخدمت تقنيات (WiMax)، (LTE) و (HSPA+). ويعزى هذا الانتشار السريع إلى التقدم في تقنيات وأجهزة النطاق العريض النقال (الجيل الثالث وبشكل محدود الجيل الرابع المتوقع انتشاره بشكل اكبر في السنوات القادمة). تقدم هذه التقنيات سرعات عالية نسبيا، كما أن النمو المطرد في انتشار اشتراكات الهواتف النقالة، خصوصا في الدول النامية التي وصل متوسط النمو فيها إلى 20% تقريبا، ساهم بشكل كبير في هذا النمو العالمي.

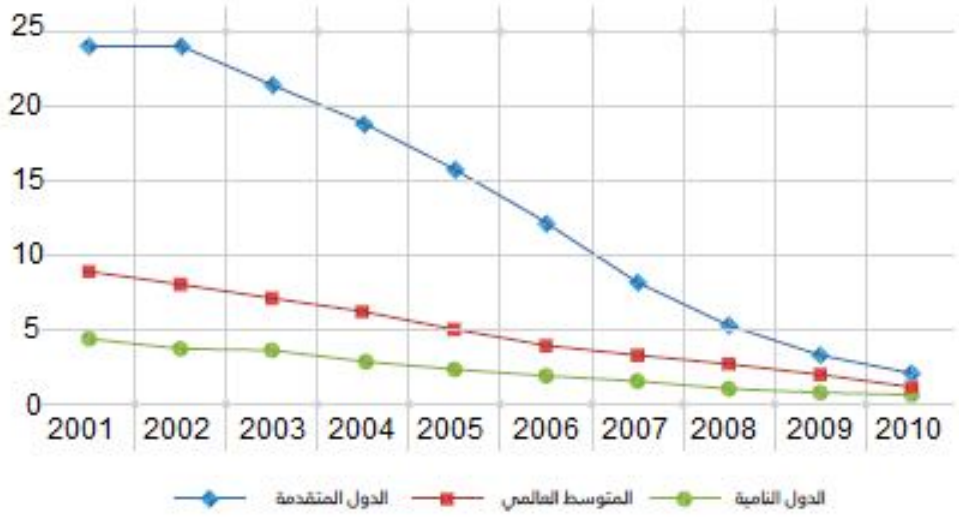
الشكل رقم (9-1): مقارنة لعدد اشتراكات النطاق العريض النقال لكل 100 نسمة من السكان للفترة 2007-2010

المصدر: التقرير السنوي للخطة الوطنية للاتصالات وتقنية المعلومات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 28.

مع ذلك لا تزال السرعات المحدودة للنطاق العريض النقال وقدراته الاستيعابية مقارنة بالنطاق العريض الثابت تشكل عائقا أمام انتشاره وتبنيه على نحو واسع، خصوصا من قبل قطاع الأعمال والمؤسسات.

أما بالنسبة للنطاق العريض الثابت، لا تزال نسبة انتشاره في العالم محدودة حول معدلات 8.5% مع سيطرة تقنيات (DSL) على مساحة التقنيات المستخدمة بنسبة 65% وتنخفض نسبة انتشار النطاق العريض الثابت لدى الدول النامية لتصل إلى 4.9% تقريبا، متركزة في المدن. أما في الدول العربية فتظهر جليا محدودية الانتشار التي لا تزيد في المتوسط على 2.5% تقريبا من مجموع السكان.

الشكل رقم (10-1): مقارنة لعدد اشتراكات النطاق العريض الثابت لكل 100 نسمة من السكان للفترة 2001-2010



المصدر: التقرير السنوي للخطة الوطنية للاتصالات وتقنية المعلومات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 29.

تجدر الإشارة إلى أن الفوائد المتحققة من النطاق العريض لا يمكن أن تؤتي ثمارها في غياب السياسات التحفيزية الفاعلة لتقديم الخدمات والتطبيقات المصاحبة لنشر شبكات النطاق العريض السلكية واللاسلكية كتلفزيون الانترنت (Internet-TV)، هاتف (IP-Telephony)، الحوسبة السحابية (Cloud Computing)، البث المرئي عبر الانترنت (Video-Conferencing) وغيرها.

2- تكنولوجيا الاتصال والجاهزية الرقمية

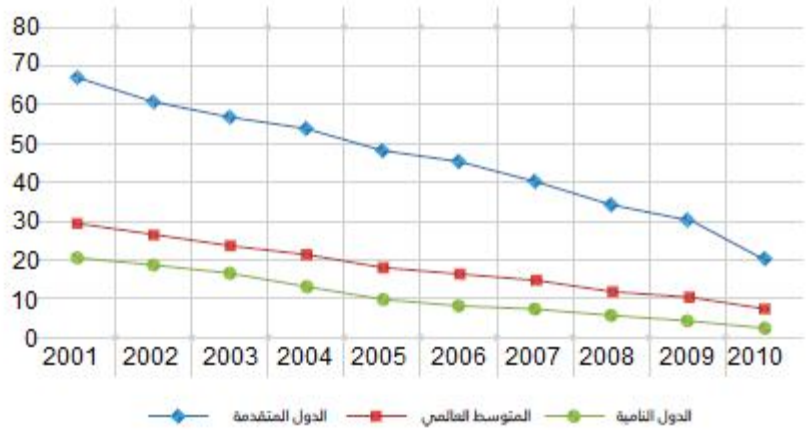
يظهر مؤشر الجاهزية الشبكية للدول العربية وجود تباين ملحوظ في حجم استخدام أدوات المعلومات والاتصالات وطبيعته، وحصيلة تأثيراتها الاقتصادية والاجتماعية بين بلد وآخر. غير أن المشهد العام لقيم هذا المؤشر يدعو إلى تقسيم البلدان العربية إلى ثلاث مناطق: المنطقة الأولى تضم دول مجلس التعاون الخليجي، والثانية دول بلاد الشام والعراق، والثالثة دول شمال إفريقيا. ولئن لوحظ احتواء دول مجلس التعاون الخليجي أدوات المعلومات والاتصالات في هيكلتها المؤسساتية ونجاحها في نشرها ضمن بيئتها الوطنية، بحيث بدأت تجني ثمار حضورها ضمن منظومتها الاقتصادية والاجتماعية، فان بقية بلدان المنطقة

العربية لا تزال تعاني من آثار الفجوات التي تميز بيئاتها بحيث لم تفلح في استثمار قدرات أدوات المعلومات والاتصال لترسيخ قدراتها التنافسية بالشكل الأمثل، أو جني آثارها الأكيدة على نسيجها الاجتماعي.[1]

3- استخدام الانترنت

لم تحقق أي وسيلة تواصل في التاريخ ما حققته شبكة الانترنت في سرعة انتشارها. ففي حين احتاج جهاز الراديو إلى 38 عاما ليصل إلى مستوى 50 مليون مستخدم لاستقبال برامجه، واحتاج جهاز التلفاز إلى 13 سنة ليصل إلى ذات العدد، واحتاج جهاز تلفاز الكيبل إلى 10 سنوات، لم تستغرق شبكة الانترنت سوى 5 سنوات للوصول إلى عتبة 50 مليون مستخدم وما يقارب من 10 سنوات فقط للوصول إلى 500 مليون مستخدم. وقد بلغ عدد المستخدمين ما يقارب 32.5% من سكان العالم بحلول سنة 2011 كما يوضح الشكل رقم (11-1).

الشكل رقم (11-1): نسبة النمو السنوي في الاستخدام العالمي للانترنت للفترة 2001-2010



المصدر: التقرير السنوي للخطة الوطنية لتكنولوجيا المعلومات والاتصال، **مرجع سبق ذكره**، ص: 31.

كما بلغ متوسط نسبة المساكن المتصلة الانترنت عالميا 34.1% كما يظهره الشكل (12-1). ويعطي ذلك مؤشرا جيدا لقدرة هذه التقنية على الانتشار، وان كان انتشارها لا يزال غير متسم بالتماثل في جميع أنحاء العالم.

[1]- **المرجع السابق**، ص ص: 271-272.

الشكل رقم (12-1): نمو نسبة المساكن المتصلة بالانترنت للفترة 2002-2010

المصدر: التقرير السنوي للخطة الوطنية لتكنولوجيا المعلومات والاتصال، **مرجع سبق ذكره**، ص: 32.

لم تتوفر أمام خدمة الانترنت العريضة الثابتة فرصة انتشار مناسبة في الوطن العربي مقارنة ببقية بلدان المنطقة والعالم. فلم تتجاوز نسبة انتشارها 2.2% في نهاية سنة 2011، بينما تجاوزت النسبة 25.8% في الأمريكيتين. ولم تختلف دول المغرب العربي كثيرا عن بقية الدول العربية، حيث برز انخفاض ملحوظ في انتشار هذه الخدمة مثل: ليبيا 1.1% والمغرب 1.6%، مع تجاوز الجزائر لمتوسط انتشارها في بقية الدول العربية وبنسبة بلغت 2.6%. أما تونس فقد ارتفعت نسبة انتشار هذه الخدمة لديها لتبلغ 4.8%.[1]

وتتمتع الدول العربية بخدمات انترنت عريضة محمولة جيدة، حيث بلغ عدد المشتركين فيها حوالي 48 مليون نسمة سنة 2011 وبلغت نسبة انتشارها 13.3%، بينما لم تزد هذه النسبة على 8.5% في البلدان النامية. لم تنجح هذه الخدمة في ترسيخ حضورها في عموم البلدان المغربية حيث لم يزد عدد المشتركين فيها عن 6 ملايين مشترك، مع نسب انتشار متواضعة في تونس 1.1%، والجزائر 0.0%، والمغرب 3.2%، في حين حققت ليبيا طفرة في حضور هذه الخدمة بعدما بلغت نسبة الانتشار فيها 42.7%.[2]

[1]- **المرجع السابق**، ص: 244.

[2]- **المرجع السابق**، ص: 245.

ثانيا: توظيف المعلوماتية والفجوة الرقمية في الوطن العربي

سيتم توضيح ذلك على مستوى قطاع الأعمال وعلى مستوى الحكومة.

1- قطاع الأعمال العربي وتوظيف المعلوماتية

قامت بعض البنوك المركزية العربية بوضع الأسس لتشغيل البنوك وفق النظم الالكترونية والدفع عبر الهاتف، ولكن يلاحظ وجود مستوى منخفض في معدلات انتشار بطاقات الائتمان في مجمل المنطقة العربية. وتقدم السعودية، الإمارات، لبنان والأردن أمثلة جيدة من حيث وجود العديد من البنوك لديها والتي تملك خدمات عبر الهاتف، بداية من التسهيلات البنكية البسيطة إلى الدفع عن بعد. وتقدم البنوك اللبنانية خدمات لتسهيل وضمان إجراءات التجارة الالكترونية.

ويعد قطاع الأعمال العربي التقليدي من القطاعات غير الجاهزة بعد لتبني الثورة الرقمية، ومازالت معظم مواقع الشبكة الدولية للمعلومات العربية التابعة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة مواقع ذات معلومات جافة، تقدم في أفضل الأحوال قوائم بالخدمات المتاحة فقط. وتعود عدم الاستفادة من الثورة الرقمية والنفاذ إلى أسواق جديدة وتسهيل التعاون البنكي والتجاري فيما بين الدول العربية، إلى التدريب المنخفض ومستويات الوعي الضعيفة.[1]

2- الحكومة الالكترونية في الوطن العربي

مازالت خدمات الحكومة الالكترونية متخلفة بالمقارنة مع عدد من الدول الأخرى. وكما يشير الجدول رقم (5-1)، فإن بعض دول مجلس التعاون الخليجي قد سبقت باقي الدول العربية في هذا المجال. ويعتبر تأخر الحكومات بوضع سياسات وتبني مبادرات تشجع استخدام الانترنت لانجاز المعاملات الحكومية مسؤولا عن التخلف في استخدام تطبيقات الحكومة الالكترونية. إضافة إلى المشاكل التي تعترض استخدام اللغة العربية على شبكة الانترنت. كذلك فان النسبة الأكبر من مواقع مؤسسات الأعمال ما زالت بعيدة عن استخدام أساليب التجارة الالكترونية، ويعود هذا بصورة أساسية إلى غياب أو قصور القوانين والتشريعات الملائمة. فما زال تبني التوقيع الالكتروني مجرد مشروع في معظم الدول العربية، ومازالت حماية المواقع الحساسة من سرقة المعلومات التجارية بحاجة إلى عناية أكبر.

[1]- كمال منصوري وعيسى خليفي، "**اندماج اقتصاديات البلدان العربية في اقتصاد المعرفة المقومات والعوائق**"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الرابع، جامعة الشلف، ص: 61.

الجدول رقم (5-1): ترتيب بعض البلدان العربية وفق نجاحها في تطبيق خدمات الحكومة الالكترونية

	المرحلة الأولى خدمات ناشئة	المرحلة الثانية خدمات متقدمة	المرحلة الثالثة خدمات تفاعلية	المرحلة الرابعة خدمات مترابطة	المجموع
البحرين	100	76	81	67	75
الإمارات	100	74	83	67	75
السعودية	92	60	77	67	70
قطر	93	64	62	64	65
عمان	92	64	48	57	58
مصر	100	64	27	57	53
الكويت	100	62	48	38	51
المغرب	100	62	29	43	47
لبنان	100	62	17	38	42
تونس	92	45	29	41	42
الأردن	83	48	31	20	34
العراق	75	33	6	26	25
الجزائر	75	48	8	9	22
السودان	67	31	10	19	22
سوريا	58	31	4	19	20
اليمن	33	7	8	23	15

المصدر: التقرير العربي الخامس للتنمية الثقافية، **مرجع سبق ذكره**، ص: 393.

3- الفجوة الرقمية في الوطن العربي

بالرغم من النمو الملحوظ في استخدام الانترنت، إلا أن نسبة انتشاره إلى عدد السكان لا تزال محدودة. ففي حين بلغت نسبة الاستخدام في إفريقيا 10.6% في سنة 2012 كانت النسبة 4.2% من عدد السكان في الشرق الأوسط وهي نسب تعتبر متواضعة مقارنة بأوروبا 63.2% وأمريكا الشمالية 78.6% واستراليا 67.6% مثلا، مما يظهر حجم الفجوة الرقمية بين مناطق العالم النامية والمتقدمة.

وتعزى هذه الفجوة إلى عدد من العوامل الاقتصادية، الاجتماعية، الثقافية والجغرافية. وبمقارنة نسبة استخدام الحاسب الآلي في الدول ذات الدخل المنخفض، نلاحظ فرقا متباينا لصالح استخدام الحاسب الآلي،

وهذا مؤشر على وجود عوائق لاستخدام الانترنت، قد تتمثل في التكلفة العالية أو الانتشار، أو قلة الوعي بفوائده. ومن البديهي أن تزداد نسبة انتشار الانترنت وبشكل كبير بزوال هذه العوائق. ومن جانب آخر تشير الدراسات إلى أن استخدام الانترنت أمر أكثر شيوعا لدى فئات المستخدمين ذات التعليم العالي، وهناك علاقة طردية بين مستوى التعليم ومستوى استخدام الانترنت. كما وجد أن استخدام الانترنت شائع في المدن أكثر منه في القرى والمناطق الريفية والنائية، لعدم توفر البنية التحتية الملائمة في هذه المناطق، خصوصا في الدول النامية ذات المساحات الشاسعة.[1]

كما أظهرت الإحصائيات لمحتوى الانترنت سيطرت اللغة الانجليزية على معظم مواقع الانترنت في العالم، وتمثل اللغة العربية المرتبة العاشرة عالميا بين اللغات المستخدمة على الانترنت، ويتراوح المحتوى الرقمي بالعربية للانترنت من 1.3% إلى 2.3% من إجمالي بنوك المعلومات وفقا لتقديرات الاسكوا لعام 2011، وهي تقع بعد الصينية والاسبانية واليابانية والألمانية والبرتغالية والكورية والايطالية والفرنسية والانجليزية.[2] وبناء على تقرير جامعة هارفرد يوجد 35 ألف مدونة الكترونية تغطي موضوعات باللغة العربية في 18 دولة عربية.[3]

ثالثا: البحث والتطوير في البلدان العربية

ستتم معالجته من خلال مراكز البحث والتطوير والإنفاق على البحث والتطوير.

1- مؤسسات البحث والتطوير

على الرغم من تأخر المجتمعات العربية في بناء قدراتها الذاتية العلمية والتقنية بحسب ما تقوله الإحصائيات، إلا أن هذه المجتمعات حققت قدرا ملموسا من الانجازات وأصبحت موطنا لعدد من المعاهد الجامعية ومراكز البحث التي قدمت جهود العاملين فيها نتائج مفيدة كما أن مدنا عربية عدة بدأت تشهد قيام مدن العلم والتقنية على غرار مدينة الملك عبد العزيز للعلوم والتقنية التي تأسست في ثمانينيات القرن الماضي وهي مزودة بحاسوب عملاق يمكنه إجراء 222 تريليون عملية حسابية في الثانية الواحدة، إضافة إلى مدينة مبارك للبحث العلمي في مصر ومدينة مصدر في إمارة أبو ظبي ووفقا لمؤشر تميز وكفاءة مراكز

[1]- التقرير السنوي للخطة الوطنية لتكنولوجيا المعلومات والاتصال، **مرجع سبق ذكره**، ص: 33.

[2]- التقرير العربي الخامس للتنمية الثقافية، **مرجع سبق ذكره**، ص: 153.

[3]- **المرجع السابق**، ص: 152.

البحوث والتطوير العربية، تأتي تونس وعمان وقطر والكويت والسعودية في المراكز 52 الأولى من بين 127 دولة في العالم بحسب تقرير المنتدى الاقتصادي العالمي (2007-2008)[1] وتعتبر المملكة العربية السعودية وتونس والمغرب ومصر وقطر ولبنان من الدول العربية المتقدمة على صعيد إنشاء حدائق العلم والتقنية على غرار حديقة الأمير عبد الله بن عبد العزيز للعلم وحديقة جدة للتقنية الحيوية.

2- الإنفاق على البحث والتطوير

خلافا للدول المتقدمة، فان الطابع الحكومي هو الغالب عل مصادر تمويل البحوث العلمية في الدول العربية وبنسبة مرتفعة قد تصل إلى 99% من إجمالي التمويل، بينما لا يتجاوز التمويل الحكومي للبحوث في الدول المتقدمة حدود 25% من إجمالي التمويل، وهو يبلغ 11% في إسرائيل و 8.8% في الولايات المتحدة والسويد، واقل من ذلك في اليابان.

وفي المقابل يقوم القطاع الخاص وعالم العمل بتمويل معظم البحوث العلمية في الدول المتقدمة بمعدلات تراوحت بين 70% إلى 80%، من خلال تمويل مباشر أو من طريق شراء نواتجها وتوظيفها في الصناعة لتحسين معدل التنافسية والإنتاج والتسويق.

المصدر الثالث للتمويل هو من التعليم العالي، فبينما تقوم الجامعات في الدول المتقدمة بتخصيص قسم مهم من ميزانياتها لتمويل عمليات البحث والتطوير تصل إلى ما يقارب 36% في إسرائيل و27% في الولايات المتحدة، نجد أن تمويل الجامعات العربية بالكاد يكفي للرواتب والأجور وتامين بعض المستلزمات الضرورية لمتابعة مسيرة التعليم.

هذا فضلا عن انعدام المساعدات من المؤسسات غير الربحية أو من رجال الأعمال لتمويل عمليات البحث في الجامعات ومعاهد البحوث، بينما تلعب المساعدات والمنح والهبات من رجال الأعمال والمؤسسات غير الربحية دورا مهما في تمويل عمليات البحوث في الجامعات والمعاهد البحثية في الدول المتقدمة. ما جعل معدل تمويل البحوث العلمية يصل إلى 4.6% من الناتج القومي في إسرائيل، و4.1% في السويد، وبمعدل 3.9% من متوسط الناتج المحلي لدول الاتحاد الأوروبي. بينما لا يتجاوز حدود 0.1%-0.4% من الناتج الوطني في الدول العربية، وهو يقل عن المعدل العالمي للإنفاق على البحوث والبالغ 1.6% من إجمالي الناتج المحلي العالمي، أو عن معدل إنفاق الدول النامية والبالغ 0.7%.[2]

[1]- التقرير العربي الثالث للتنمية الثقافية، مؤسسة الفكر العربي، لبنان، 2010، ص ص: 26-28.

[2]- التقرير العربي الخامس للتنمية الثقافية، **مرجع سبق ذكره**، ص: 166.

رابعا: التعليم في البلدان العربية

يبلغ عدد سكان المشرق العربي ما يقارب 70 مليون نسمة غالبيتهم من الشباب وبنسبة تصل إلى 60%. ويبلغ حجم إنفاق الدول العربية على التعليم ما يقارب 5% من إجمالي ناتجها الإجمالي، وحوالي 20% من ميزانياتها الحكومية، ولكن حجم الإنفاق على التربية والتعليم جاء متفاوتا من دولة إلى أخرى، بحيث لم يتجاوز نصيب الفرد من الإنفاق الحكومي على التعليم عموما حدود 350 دولارا سنويا (2008)، (عدى دول الخليج العربي حيث يقدر ب 1200 دولار).[1]

ويعرض الجدول رقم (6-1) القيم التي حصلتها الدول العربية مجتمعة استنادا إلى جملة من المؤشرات الخاصة بفرص التعليم والتدريب المستمر التي تؤمنها هذه الدول مقارنة مع مجمل دول العالم ومع الدول ذات الدخل المرتفع.

الجدول رقم (6-1): قيم بعض المؤشرات للدول العربية مقارنة بدول العالم والدول ذات الدخل المرتفع

المؤشر	الدول العربية	العالم	الدول ذات الدخل المرتفع
تمدرس مختلف الشرائح العمرية	24.5	14.8	4.36
القرائية عند البالغين	...	84	98
معدل الالتحاق بالتعليم الثانوي	74.48	68	100.16
معدل الالتحاق بالتعليم العالي	28.12	27	69.68
توافر خدمات البحث والتدريب	4.24	4.17	5.07
انتشار التدريب المستمر	3.97	4.02	4.63

المصدر: التقرير العربي الخامس للتنمية الثقافية، **مرجع سبق ذكره**، ص: 350.

ومن الجدول أعلاه، تبين المقارنة أن الدول العربية تمتلك قيما لهذه المؤشرات تماثل إلى حد كبير القيم التي تمتلكها دول العالم بعامة، إلا فيما يخص التمدرس لمختلف الشرائح العمرية حيث تحتل دول العالم مكانة أفضل من دول المنطقة العربية. وتقع الدول العربية في ترتيب أدنى من المعدل المتوسط العام، بينما تحتل الدول ذات الدخل المرتفع ترتيبا متقدما على مختلف المؤشرات.

[1]- **المرجع السابق**، ص: 156.

خلاصة الفصل الأول

تمثل المعرفة الصفة الأساسية المميزة للمجتمع الإنساني، إذ من خلالها تحققت تحولات عميقة مست وغطت تقريبا كل مناحي الحياة، فالمعرفة بلا ريب هي إحدى المكتسبات المهمة للاقتصاد والمجتمع على حد سواء، حيث أصبحت المعرفة محرك الإنتاج والنمو الاقتصادي في العالم.

ويعتبر مفهوم كل من البيانات، المعلومات، المعرفة والحكمة قريب ومرتبط كونها موجودة على نفس السلسلة.

وأدى الانتشار الواسع للمعرفة وارتفاع معدل إنتاجها واستعمالها في مختلف المجالات وخاصة منها الاقتصادية، وبذلك أصبح للمعرفة دور كبير وأساسي في جميع الأنشطة الاقتصادية، إلى إطلاق مصطلح اقتصاد المعرفة، باعتبار أن المعرفة تعتبر حجر الزاوية فيه. ويعرف اقتصاد المعرفة بأنه التفاعل والتنسيق المستمر بين تكنولوجيا المعلومات وتكنولوجيا الاتصالات من جهة وبين القطاع الوطني والعالمي من جهة أخرى بما يحقق الشفافية والفورية والإتاحة لجميع المؤشرات الاقتصادية، التجارية والمالية في الدولة خلال فترة ما.

وللمعرفة عدة استخدامات مختلفة حسب مجال الاستخدام، ولعل المجال المالي احد أهم هذه المجالات فتعرف المعرفة المالية على أنها التصور المبدع في ذهن المحلل المالي الناتجة عن التراكم الفكري والمعرفي في حدود خبرته التي تهيأ له فرصة تقدير الأحداث والوقائع دون أن يتحمل مخاطر كبيرة.

ويعد الاقتصاد المعرفي توجها عالميا حديثا ومطلبا تسعى إلى تحقيقه مختلف الدول من خلال التحول إلى اقتصاد إنتاج المعرفة وإيجاد اقتصاد يكون عموده الفقري شبكات الاتصالات والمعلومات، والاعتماد على قوة المعلومات والمعرفة ورأس المال الفكري أكثر من الاعتماد على المواد الخام والثروات الطبيعية.

ومازالت أغلب الدول العربية توسم بكونها اقتصاديات تقليدية وفق مؤشرات اقتصاد المعرفة، الأمر الذي يتطلب إجراء تغييرات جذرية في البنى الاقتصادية، السياسية والقانونية بقصد التحول إلى اقتصاد المعرفة الذي يقوم على أعمدة تتوافر على نظام فعال للتعليم والحوافز الاقتصادية ونظام مؤسسي كفء والإبداع وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

الفصل الثاني:

متطلبات كفاءة سوق رأس المال

الفصل الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

تمهيد

تمثل سوق رأس المال آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي والتي تمثل جانب عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في الموارد المالية.

وبذلك تقوم سوق رأس المال بدور بالغ الأهمية يتجلى في مجموعة من الوظائف، تبرز أهمها في توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة للمستثمرين وتوجيه المدخرات نحو الأنشطة الإنتاجية الأمثل.

ويتحقق التخصيص الكفء للموارد المتاحة بوجود سوق رأس مال ذات كفاءة عالية تنعكس فوائدها على كل من مصدري الأوراق المالية والمستثمرين في هذه الأوراق. وحتى تتوفر هذه الكفاءة، لا بد من توفر جملة من الشروط التنظيمية والتشريعية ومدى فعالية نظام المعلومات الذي يؤثر في أسعار الأوراق المالية.

وتعتبر المعلومات عاملا أساسيا في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم تحديد مستوى كفاءة السوق، وباختلاف مضمون ونوعية هذه المعلومات تختلف درجة كفاءة السوق.

ويعد الوسطاء الماليون من أهم الفاعلين الأساسيين في سوق رأس المال، حيث تؤدي هذه الفئة دورا هاما في توفير السيولة والمحافظة على انتظام الأسعار وتغطية المخاطر وتحفيز التعامل على الأوراق المالية المتداولة، والذي بلا شك يساهم في تحقيق كفاءة السوق.

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي لسوق رأس المال

لقد وجه المزيد من الاهتمام لسوق رأس المال نظرا للأهمية التي تتمتع بها هذه السوق، بسبب الدور المهم والحيوي الذي تؤديه في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال تعبئة وتخصيص الموارد المالية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات في الاقتصاد.

المطلب الأول: تعريف سوق رأس المال ومستلزمات إنشاءها

تعمل سوق رأس المال على ضمان مجموعة من الأساليب والأدوات التي تأخذ على عاتقها مهمة توفير التمويل اللازم للاستثمار وتشجيعه، ولتقوم بهذا الدور المنوط بها تستلزم توافر عدة ركائز أساسية.

أولا: تعريف سوق رأس المال

يطلق على سوق رأس المال أيضا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تمييزا لها عن السوق النقدية، ويمكن تعريفها على أنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية، إدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ويساهم الوسيط المالي في تحويل المدخرات الموجودة لدى الأفراد إلى أصول مالية وإعادة تحويل النقد مرة أو عدة مرات للتعامل في السوق الأمر الذي يؤثر ايجابيا على الاقتصاد الوطني".[1]

ويستمد سوق رأس المال مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام. والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق. وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد (ولو أن المكان يزيد من كفاءة السوق). بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع مع المشتري. ولقد ساعدت شمولية الخبرة والممارسة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية على تطور قنوات الاتصال وفاعليتها. بحيث جعلت من هذه الأسواق في لحظة دون حدود جغرافية لإطارها المادي.

[1]– اعتمدت الباحثة على المرجعين:

– علي كنعان، "**الأسواق المالية**"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة ثالثة –قسم المصارف والتأمين–، جامعة دمشق، 2006/2005، ص: 11.

– Salma Mourice, "**Les marchés financiers dans le monde** ", Traduit par Youssef Chidyak, Editions Oueidat, Beyrouth– Paris, 1983, pp : 7–8.

مما سبق يمكن القول أن سوق رأس المال هي الآلية التي يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل خدمة الاقتصاد الوطني.

ثانيا: مستلزمات إنشاء سوق رأس المال

تنشأ سوق رأس المال نتيجة لتوافر عدة مقومات أساسية يتم إدراجها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): مستلزمات إنشاء سوق رأس المال ودورها

المستلزمات	الدور الذي تؤديه في السوق
استقلالية البنوك المركزية	– المحافظة على التوازن الاقتصادي في البلد والمساهمة في تقديم البيئة الاقتصادية الملائمة لتحقيق درجات عالية من النمو الاقتصادي. – تؤدي دورا رقابيا وتنظيميا جوهريا في أسواق رأس المال.
التعددية البنكية	– تساهم في عملية تحويل الأموال وتوفير السيولة اللازمة للعمليات الاستثمارية. – الدور الهام للجهاز البنكي في السوق الأولية من حيث تعهد إصدار واكتتاب الأسهم والسندات.
وجود هيئة مركزية للرقابة على العمليات المالية	– بالإضافة إلى الدور الرقابي والتنظيمي، لها دور أيضا في عملية تحديث وتطوير سوق رأس المال. – تمثل المرجعية الأساسية للمستثمر من خلال ما توفره من حماية ورعاية لحقوق المستثمرين وجميع المشاركين في السوق. • مسؤولة عن كل ما يصدر من تعليمات وتنظيمات تتعلق بأسواق رأس المال. • تنظم عمل بيوت السمسرة والاستثمار. • تمثل الجهة الرسمية التي تفرض نوع وكمية المعلومات الواجب التصريح بها من قبل جميع المشاركين (من حيث المركز المالي والإداري...). • القيام بمهمة التحكيم في الخلافات الناشئة عن عملية التبادل والاستثمار في سوق رأس المال.
وضع ضوابط للأسعار والعمليات المالية	تبرز أهمية هذه الضوابط في الأسواق الجديدة وذلك بسبب ضعف درجة السيولة إضافة إلى ضعف خبرات المشاركين في هذه الأسواق، حيث يجب أن يكون هذا المسار متوافقا مع قوة تأثير المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة ويكون نتيجة للعرض والطلب وان لا يكون نتيجة لمشروع مضاربة أو عملية تلاعب وتدليس.
وضع أسس وشروط المشاركة في السوق كإعداد البيانات المالية والإفصاح المالي	عدم توفر أو ندرة المعلومات تجعل سوق رأس المال عاجزة عن القيام بدورها وتحقيق الأهداف التي تسعى إليها.
إنشاء هيئات المقاصة	ضرورة وجود جهة مختصة تقوم بتصفية وإنهاء التعاملات المالية وتضمن في الوقت نفسه عملية تسليم واستلام الأوراق المالية المتداولة، حيث يعطي ذلك للمستثمر شعورا بالأمان والطمأنينة بشأن تعاملاته المالية.
إنشاء هيئات للتأمين على الاستثمارات	ضرورة وجود مؤسسات التامين لحماية استثمارات الأفراد في أسواق رأس المال، حيث تعتبر من عوامل الجذب الأساسية للفرد العادي للاشتراك في أسواق رأس المال.
بناء مؤشرات رقمية للسوق	أهميتها في الدلالة على وضع السوق وقوته ومن خلالها يمكن بناء توقعات رقمية مستقبلية عن حالة السوق.
توفير الهيكل التكنولوجي المعلوماتي	استعمال التكنولوجيا الحديثة يساهم في رفع كفاءة السوق، فسرعة ورود المعلومات ووضوحها ودقتها تساهم في اتخاذ القرار بشكل فعال.
تأهيل وتدريب الكوادر العاملة في مجالات الاستثمار	من أهم عوامل فشل أو نجاح السوق المالي خبرة العاملين فيه إضافة إلى الإصرار على تكوين الخبرات الشابة والحديثة.
نشر الوعي الاستثماري لدى المستثمرين	المستثمر الواعي يساهم في عملية استقرار أسواق رأس المال ويساعد بالتالي في الحصول على توزيع واستخدام أفضل للموارد الاقتصادية المتاحة.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على المراجع التالية:

– نضال الشعار، "**سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)**"، الطبعة الثالثة، الجيزي للطباعة والنشر، حلب، 2006، ص ص: 23-28.

– محمد يوسف ياسين، "**البورصة**"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص: 13.

– أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004، ص ص: 112–113.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن هذه المستلزمات الأساسية لإنشاء سوق رأس المال نشأت خلال التطور التاريخي لأسواق رأس المال في البلدان الصناعية وبشكل خاص في الولايات المتحدة الأمريكية. من هذا المنطلق فإن من الطبيعي أن يتوقع اختلاف هذه المستلزمات من بيئة إلى أخرى.

المطلب الثاني: وظائف سوق رأس المال وأقسامها

تستمد سوق رأس المال أهميتها من وظائفها المتعددة الأوجه، ونظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به سوق رأس المال فهناك تقسيمات متعددة لها تختلف باختلاف المعيار المستخدم.

أولا: وظائف سوق رأس المال

إن ميكانيزم عمل سوق رأس المال يعمل على تحقيق مجموعة من الوظائف، وتتجلى هذه الوظائف فيما يلي:[1]

1– جمع وتعبئة الإدخار

تساهم سوق رأس المال من خلال طرح الأوراق المالية للاكتتاب فيها بجذب المدخرات وتوظيفها، الأمر الذي يدفع أصحاب هذه المدخرات لممارسة حقهم بشكل قانوني ومنظم وفي الوقت ذاته يبعد عن الاقتصاد شبح طرق الادخار والاستثمار غير النظامية، وحتى يقبل المدخر الاكتتاب يجب أن تتوفر عملية التوظيف على عدة صفات أهمها: الأمان، السيولة، الحماية من تناقص قيمة الأموال والمردودية.

[1]– اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

– أحمد بوراس، "**أسواق رؤوس الأموال**"، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2003/2002، ص: 66.

– علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 13.

– أحمد محي الدين أحمد، "**أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي**"، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995، ص ص: 37–52.

– نسرين بن زواي، "**آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال _مع إشارة خاصة لحالة الجزائر_**"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مناجمنت المؤسسة، جامعة أم البواقي، 2007/2006، ص ص: 62–67.

– Gérard Marie Henry, "**Les marchés financiers** ", Armand Colin, Paris,1999, pp: 80–81.

2- نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات

قد تلجأ المؤسسة إلى سوق رأس المال عن طريق نشر رأسمالها أو جزء منه وذلك بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عمليات توسعها ونموها والتي قد يكون المؤسسون عاجزون عن تلبيتها.

ومن جهة أخرى فإن نشر رأس مال الشركات يعني تحريك جزء من الادخار واستثماره دون تركه عاطلا، وبالتالي تحصل حركية دائمة في الاقتصاد تؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بصفة عامة.

إضافة إلى ذلك تعد عملية نشر رأس مال الشركة في سوق رأس المال بمثابة حملة اشهارية دائمة لها ترفع من شهرتها وتزيد من إقبال الجمهور على الاستثمار في أوراقها المالية وبالتالي زيادة إمكانياتها التمويلية وبأقل تكلفة.

3- توفير السيولة

تعمل سوق رأس المال على توفير الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة، إذ يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى عمل ذلك، فالسيولة الكبيرة للسوق تسمح للمستثمر بأن يستعيد مدخراته خلال مدة المشروع الاستثماري بشكل سريع وبسهولة كبيرة مع انخفاض مخاطر الخسارة.

4- رفع معدلات النمو الاقتصادي

عند وجود أسواق رأس المال فإن عملية تنوع أدوات الادخار وتنوع أدوات الاستثمار تساهم في التخصيص الكفء للموارد المتاحة وإذا ما كانت القوانين صارمة في إجراء الرقابة على الاستثمار والتوظيف وحركة التعامل فان ذلك سوف يسرع عمليات النمو الاقتصادي، فينمو الدخل الفردي والناتج الإجمالي وينعكس الأمر إيجابا على حياة المواطنين.

5- تحريك وتطوير الهياكل الصناعية

يمكن القول أن سوق رأس المال تؤدي دورا هاما في زيادة عدد المشروعات، عدد المدخرين، إعادة توزيع الذمة، اختيار وقت الشراء، إعادة توزيع مصادر التمويل، اعتماد المشروع على السوق المالي وتحسين تحريك رأس المال، فمتابعة الأسعار في سوق رأس المال تتيح للمشروعات والإدارة فرصة لمراقبة

الانضمامات والتحولات والتركزات، وكلها عمليات ضرورية لنمو وكفاءة وتطور المؤسسات الصناعية والمالية.

6- توفير البيانات والمعلومات حول الشركات وتحسين إدارتها

تسمح سوق رأس المال من خلال السيولة المرتفعة بتوفير المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في السوق للمستثمر مما يمنحه صورة للمقارنة بين الأسعار الحقيقية والسوقية للورقة، كذلك يمكن أن تساهم سوق رأس المال في الرقابة على الشركات للتأكد من أن رؤوس الأموال توظف بكفاءة.

7- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق

تعلن الأسواق دائما عن الاكتتابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية موفرة على المتعاملين عناء وتكلفة البحث لتقرير البيع أو الشراء.

إضافة إلى ذلك توفر سوق رأس المال الثقة والأمان للمتعاملين، لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة، مما يجعل المتعامل يثق بالأسعار دون الحاجة إلى جمع المعلومات عن التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة واللازمة لتقييم وضع الشركة. وبالتالي فإن أسواق رأس المال تمثل سلطة رقابية غير رسمية على مدى كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق.

8- التوجيه السليم للموارد الاقتصادية بالبلد

يتم من خلال تفاعل البائعين والمشترين بالسوق تحديد سعر التوازن للأوراق المالية، وحسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة، فتتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين. وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية لتغطية نفقاتها الاستثمارية بناء على سعر التوازن بالسوق، وبالتالي تبقى في الاقتصاد الاستثمارات التي تحقق رغبات المستثمرين، وتخرج منه الاستثمارات التي تقل عوائدها عن مستوى رغبات المدخرين من فوائد وأرباح. لذلك فإن آلية عمل سوق رأس المال تساهم في توجيه الاقتصاد بما يحقق غاياته في إشباع رغبات المجتمع.

9- مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ

تمثل سوق رأس المال حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل البنوك، الشركات، المشروعات، المدخرين...الخ. الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزء مهما من واقع الاقتصاد الوطني، وتساهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة.

10- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر

وذلك من خلال تعدد وتنوع الأوراق المالية (أسهم، سندات الشركات، السندات الحكومية،...) وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق المالية، هذا يمكن المستثمر من دراسة ومقارنة مختلف الأوراق المالية التي تساعده ويرغب في الاستثمار فيها.

ثانيا: أقسام سوق رأس المال

إن تعدد وتنوع أقسام سوق رأس المال يعمل على ترشيد قوى الاستثمار، وزيادة جودة وقوة المشاريع القائمة وهو ما يعني حسن استغلال الإمكانيات المتاحة في الاقتصاد. فهناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم، وسيتم التركيز على معيار التقسيم حسب توقيت الإصدار خدمة لخصوصية البحث.

وفق هذا المعيار تنقسم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيين هما:

1- سوق أولية

ويطلق عليها أيضا اسم سوق الإصدارات، ويقصد بها تلك السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة يطلق عليها اسم بنك الاستثمار، تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة

أعمال أو جهة حكومية.[1] وتتولى بعض البنوك التجارية مهمة الإصدار في الدول التي تتسم سوق رأس مالها بالصغر.[2]

ويتعامل هذا السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم العادية، السندات،...الخ) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من اجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار. ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب على الاستثمار،[3] أما فيما يخص العمليات التي تتم في هذه السوق فإما أن تكون بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو عن طريق البيع بالمزاد:[4]

أ- **الطريقة المباشرة:** حيث تقوم الجهة المصدرة للورقة بالاتصال المباشر بعدد كبير من كبار المستثمرين لكي تبيع لهم الأسهم أو السندات التي أصدرتها.

ب- **الطريقة غير المباشرة:** حيث يتم بيع الأوراق المالية إلى وسيط معين، ويقوم هذا الأخير ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات الراغبة في الاستثمار في تلك الأوراق.

ج- **طريقة البيع بالمزاد:** وتتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم سواء من ناحية الكمية أو السعر، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار.

2- سوق ثانوية

وتسمى أيضا سوق التداول يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، ووجود متعاملين (مستثمرين، شركات، صناديق استثمار وغيرها) ضروري للسير الحسن لهذه السوق.

---

[1]- صلاح الدين حسن السيسي، " **قضايا اقتصادية معاصرة (دراسة نظرية وتطبيقية)**"، الطبعة الثانية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2002، ص: 96.

[2]- منير إبراهيم هندي، "**إدارة الأسواق والمنشآت المالية**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص: 481.

[3]- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، "**بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 315.

[4]- أحمد بوراس، **مرجع سبق ذكره**، ص: 70.

وللسوق الثانوية وظيفتين مهمتين، فوجود سوق ثانوي يجعل عملية بيع الأوراق المالية سريعة وسهلة فهي تجعل الأوراق المصدرة أكثر سيولة، وهذه السيولة تجعل الأوراق المالية المصدرة مطلوبة من طرف المشتركين وبالتالي تجعل عملية إصدار الأوراق الجديدة من طرف الشركات أكثر سهولة. والوظيفة الثانية للسوق الثانوية تتمثل في تحديد حصص تداول لكل ورقة مالية مما يسمح للمستثمر بتقدير قيمة أصله وتسمح للمؤسسة بمعرفة السعر الذي يمكنها أن تصدر به أوراق جديدة في السوق الأولية.[1]

ويسمح مفهوم السوق الثانوية بالتمييز بين الأسواق الرسمية والأسواق غير الرسمية إضافة إلى السوق الثالث، السوق الرابع وأسواق أخرى، وفيما يلي عرض لمختلف هذه الأقسام:

أ- **الأسواق الرسمية:** ويقصد بها البورصات، حيث يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المسجلة لديها.[2] وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم الذي يدار من قبل لجنة البورصة، فتتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق والوسطاء،[3] ويتواجد أيضا ممثل للحكومة يراقب ويتابع المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على الاستقرار.[4]

هذا مع ملاحظة أن شروط تسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام وعدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى الصناعة، وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.[5]

---

[1] - Frederci Mishkin, traduction de : Christian Bordes , Pierre-Cyrille Haut cœuret et Dominique Lacoue-Laberthe , **"Monnaie,Banque et Marché Financier",** 8 éme édition, publiée par Pearson Education, France, 2007, p: 35.

[2]- شعبان محمد إسلام البرواري، "**بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية-**"، دار الفكر، دمشق، 2001، ص: 38.

[3]- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **مرجع سبق ذكره**، ص: 123.

[4]- محسن أحمد الخضيري، "**كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**"، الطبعة الثانية، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999، ص: 26

[5]- صلاح السيد جودة، "**بورصة الأوراق المالية (علميا وعمليا)**"، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص: 23.

تقوم البورصة بدور هام في تعبئة المدخرات الوطنية وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال سائلة لحملة الأسهم، كما وتعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وخاصة المشاريع التي تحتاج رأس مال ضخم غير متوفر لدى الدولة، لذلك تقترض الحكومة من هذه السوق لتمويل مشاريعها.[1]

ب- الأسواق غير الرسمية: هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا حدود السوق. وهي تعمل بشكل غير رسمي في ضوء قواعد خاصة بها، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية. وتتداول بها الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنتظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير.[2]

ويكون التسجيل في هذه السوق والتعامل من خلال الكمبيوتر والمضاربة من خلال الانترنت، ويسجل الكمبيوتر جميع عمليات البيع والشراء ولا يستدعي العمل في هذه السوق الوجود في قاعة التداول، بل عبر الانترنت وشبكات الاتصال وتحرير القيمة عبر شيكات مسحوبة على البنوك.[3] وبهذا تكون السوق الموازية عالية الأوتوماتيكية، وقد قام الإتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية (NASD)* في عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على المستوى الوطني تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام ويطلق على هذه الشبكة اسم ناسداك (NASDAQ)** الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الالكتروني في الولايات المتحدة الأمريكية،[4] وهي ثاني أكبر سوق بعد سوق نيويورك.

وتتكون السوق غير الرسمية من ثلاثة أقسام رئيسية وأخرى فرعية هي:

---

[1]- علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 19.

[2]- للمزيد انظر:

- سمير عبد الحميد رضوان، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 29-30.

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 124-125.

[3]- علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 19.

* - **N**ational **A**ssociation of **S**ecurities **D**ealers.

** - **N**ational **A**ssociation of **S**ecurities **D**ealers: **A**utomated **q**uotation System.

[4]- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 68.

- **سوق المعاملات على المنضدة (OTC)*** : وتتولى بيوت السمسرة القيام بهذه المعاملات، وتعتبر بمثابة السوق الثانية.
- **السوق الثالثة:** تمثل السوق الثالثة قطاعا من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق الرسمية. وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وهي تمارس دورا منافسا للمختصين من أعضاء السوق الرسمية. أما جمهور العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية.[1]
- **السوق الرابعة:** يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات.[2]
- **أسواق أخرى:** بالإضافة إلى الأسواق الثلاثة السابقة الذكر، توجد أسواق أخرى يخلقها بصورة مباشرة أو غير مباشرة السماسرة والتجار المتنافسين فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها، والمتعاملون في هذه الأوراق هم سماسرة الخصم وتجار الطلبيات الكبيرة.[3]

ج- الأسواق الاحتكارية: وهي أسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية وعادة ما تكون هذه السوق أولية وثانوية بآن واحد حيث يقوم المستثمر بشراء السند الحكومي من البنك المركزي أو البنك المتخصص ببيع هذه الورقة وإذا أراد بيعها يعود ثانية لهذه السوق أو البنك ويقدم الورقة ليحصل على قيمتها لذلك سميت احتكارية.[4]

المطلب الثالث: أطراف سوق رأس المال والأدوات المتداولة فيها

تمارس سوق رأس المال عملياتها بواسطة مجموعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر وتتأثر بنشاطها ، إذ بواسطتهم يتحقق لها الاستمرارية في أداء نشاطها وإشباع الرغبات التمويلية للإطراف المختلفة. وتمثل

* - **O**ver **T**he **C**ounter.

[1]- أحمد بوراس، **مرجع سبق ذكره**، ص: 72.

[2]- صلاح السيد جودة، **مرجع سبق ذكره**، ص: 24.

[3]- منير إبراهيم هندي، "**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص: 112.

[4]- علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 19.

الأوراق المالية السلعة الرئيسية المتداولة في سوق رأس المال، ويوجد العديد منها، فيمكن التمييز بين أوراق مالية تمثل ملكية وأخرى تعبر عن مديونية.

أولا: أطراف سوق رأس المال

هناك من ينظر إلى المتدخلين في سوق رأس المال على أنهم يمثلون طرفين رئيسيين هما: عارضي رؤوس الأموال وطالبي رؤوس الأموال، وهم بذلك يعتبرون الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير سوق رأس المال أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين، وذلك على اعتبار دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبيا.

وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال في:

1- عارضي رؤوس الأموال

تدخل ضمن هذه الفئة البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع، صناديق الادخار والنقابات والجمعيات، شركات التوظيف والاستثمار وصناديق الاستثمار. ومن أهم وظائف هذه الشركات هو توظيف أموالها وأموال عملائها في سوق رأس المال، ويقصد بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية تلك الشركات التي تمارس نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية:[1]

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية؛
- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها؛
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية؛
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار؛
- السمسرة في الأوراق المالية.

[3]- مصطفى رشدي شيحة، "**الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات**"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 1998، ص: 40.

2- طالبي رؤوس الأموال

عادة ما تتمثل هذه الفئة في الشركات الصناعية، التجارية والقابضة التي تصدر السندات والأسهم لتمويل احتياجاتها، يضاف إلى هذه الشركات الحكومة التي تصدر السندات لتغطية العجز في ميزانيتها أو لغرض امتصاص السيولة أو لمواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية، كما تصدر السندات أيضا الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو لتمويل الاستثمارات الجديدة، وكذلك تعتمد برامج الخصخصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات، كما تلجأ المؤسسات الأجنبية المقيدة في البورصات المحلية للحصول على فوائض رؤوس الأموال في غير بلدها مقدمة الفائدة المرتفعة والضمانات.

بصورة عامة يعود الاقتراض إلى عجز رأس المال الداخلي في الشركات الخاصة عن تمويل التكلفة الاستثمارية، أو لضعف الادخار الاختياري أو الإجباري العام عن تغطية احتياجات القطاع العام، أما زيادة العارضين معناه تفضيل الادخار عن السيولة، زيادة الاستقرار، تخفيض سعر الفائدة وزيادة النشاط الاقتصادي.[1]

3- الوسطاء الماليون

إن نقص الخبرة لدى المتعاملين في سوق رأس المال يقف عائقا أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، كما يقف عائقا أمام التوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطر المالية، هذا ما يحتم ضرورة وجود مجموعة من الوسطاء الماليين لهم خبرة واسعة، يعملون على التوفيق بين رغبات الطالبين والعارضين وتنفيذ الأوامر، أو تحقيق التخصيص الأمثل بعائد أكبر ومخاطر أقل، بالإضافة إلى الشركات الأخرى العاملة في سوق أس المال -غير السماسرة- والعناصر المحكمة والمراقبة للسوق.[2]

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في سوق رأس المال، فإلى جانب التعامل في الأوراق المالية نجد أن هذه الفئة من المتدخلين قد وسعت نشاطها ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في سوق رأس المال، ولهذا قاموا بإنشاء مراكز البحوث لمتابعة النتائج التي تحققها

[1]- **المرجع السابق**، ص: 402.

[2]- محفوظ جبار، "**تنظيم وإدارة البورصة**"، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الثالث، الجزائر، 2002، ص: 08.

الشركات المتواجدة في مختلف أنحاء العالم وجمع المعلومات عنها، خاصة المكتتبة لديهم، كما يتابعون كافة التطورات التي قد تمس قطاع معين أو صناعة ما والتي قد تؤثر على القرارات الاستثمارية.[1]

ثانيا: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

الأوراق المالية هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل، وقد عرفت بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية والمحلية)، أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة أو مشاركة في الملكية، من قبل المشترين للأوراق.[2]

ويوجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية، حيث يمكن تصنيفها حسب ماهية الورقة المالية إلى:

1- المنتجات التي تمثل ملكية الشركة

يندرج تحت هذه المنتجات الأنواع التالية:

1-1- الأسهم العادية

يمثل السهم العادي مستند ملكية يخول لمالكه الحق في ملكية جزء من رأس المال الاجتماعي للشركة التي قامت بإصداره. وبذلك الأسهم العادية عبارة عن أوراق مالية أبدية ليس لها تاريخ استحقاق[3]، مما يجعلها ذات مخاطر أعلى من الأوراق المالية الأخرى خاصة السندات ذات العائد الثابت والمضمون. ومن ثم يطلب المكتتب فيها عائدا مرتفعا لكي يعوض المخاطر المرتفعة.

تصدر المنشآت الأسهم العادية بقيمة اسمية محددة لتمويل نشاطها كما توزع العائد وفقا لربحيتها، إلا أنه لا يوجد التزام قانوني بحتمية التوزيع. بحيث تلجأ أحيانا المنشأة لتوزيع العائد على أصحاب الأسهم في صورة أسهم جديدة مما يخفض القيمة السوقية للأسهم ويرفع من حجمها.

---

[1]- أحمد بوراس، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 94-95.

[2]- محفوظ جبار، " **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية** "، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة، الجزء الثاني، الجزائر، 2002، ص: 05.

[3]- **المرجع السابق**، ص: 07.

أ- **خصائص الأسهم العادية:** تتميز الأسهم العادية بخصائص عديدة يتم ذكر منها ما يلي:[1]

- الأسهم العادية تمثل صك ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وكذلك قيمة تصفوية.

وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المثبتة في شهادة السهم، التي ينصب عليها عقد تأسيس الشركة، ويجب أن تكون هذه القيمة متساوية للأسهم المصدرة والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية.

أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية _ التي لا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة _ مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وتعتبر هذه القيمة من مؤشرات سوق الأوراق المالية المهمة، فهي تمثل مؤشرا للحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق.

وتمثل القيمة السوقية سعر السهم في السوق من خلال التداول وحجم التعامل وحركة البورصة، وبالتالي تتقلب قيمة السهم في السوق وفقا لسلوك المستثمر وتبعا للوضع المالي والظروف الاقتصادية التي تواجه الجهة المصدرة للسهم بجانب العرض والطلب على السهم.

وأخيرا تتمثل القيمة التصفوية في القيمة التي يحصل عليها أصحاب الأسهم بعد التصفية للشركة واستيفاء كل الحقوق عليها.

- إن عدد الأسهم العادية منصوص عليه في القانون الأساسي لشركة المساهمة.

- تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر ولا الأرباح على عكس السندات، وهي أيضا أسهل من السندات من حيث الوصف لكنها أصعب من حيث التحليل.

- يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة، كما يحق لشركة المساهمة سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من حملتها.

---

[2]- اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

- محفوظ جبار، "**الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 09-14.
- أحمد بوراس، **مرجع سبق ذكره**، ص: 12.
- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 36-38.

– تتغير عوائد الأسهم العادية من سنة إلى أخرى، حيث تتوقف الأرباح التي يتحصل عليها الحملة على مقدار الأرباح المحققة من قبل الشركة، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة.

ب– حقوق المساهمين العاديين: يخول السهم العادي لحامله العديد من الحقوق، تتمثل هذه الحقوق في:[1]

– **الحق في اقتسام الأرباح الموزعة:** لمالك السهم الحق في الحصول على نصيبه من الربح المتحقق عن نشاط الشركة وفقا للحصة المخصصة لكل سهم والمقرر توزيعها.

– **الحق في توجيه ومراقبة نشاط الشركة:** من خلال حق التصويت في الجمعية العمومية وحق مراجعة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجلس إدارة الشركة، والاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها.

– **حق البقاء في الشركة:** للمساهم الحق في إبقاء مساهمته في الشركة، وهو حق معلق على إرادته وحده فلا يجوز إلزامه بالبقاء فيها ولا يجوز طرده منها دون ارتكابه ما يستوجب ذلك نظاما.

– **حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة:** إذا ما قررت الشركة زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة، يعطى للمساهمين الأصليين في الشركة حق الأولوية في الاكتتاب وذلك خلال مدة معينة، ثم تتاح الفرصة بعد ذلك للمساهمين الجدد.

– **حق التنازل عن السهم:** يحق للمساهم التصرف في السهم بالبيع أو الهبة وغيرهما من التصرفات القانونية، وليس من حقه مطالبة الشركة بإعادة قيمة السهم له، فالسهم عبارة عن أموال دائمة في الشركة والتي تبقى معها مادامت قائمة.

[1]– اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

– أحمد محي الدين أحمد، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 114–118.

– محسن أحمد الخضيري، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 59–60.

– ضياء مجيد، "**البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)**"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص ص: 39–40.

- **حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية:** لحامل السهم الحق في أصول وموجودات الشركة يعادل نصيب كل سهم من صافي أصول الشركة أو ناتج بيع هذه الأصول بعد استبعاد حقوق الغير منها عند تصفية الشركة، وهو ما يعادل تقريبا نصيب السهم من رأس المال والاحتياطات المستثمرة في المشروع.

1-2- الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، وان كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية في:[1]

- إن حق الملكية المكتسب لحاملها والذي تعكسه القيمة الدفترية لها، يستثني الاحتياطات والأرباح عند الاحتساب، ويبقي على قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، ولكن حق التوزيعات يبقى مشروطا بقرار الإدارة في التوزيع. وتكتسب توزيعات الأسهم الممتازة أسبقية أولى مقارنة بتوزيعات الأسهم العادية، ففي حالة عدم إقرار الإدارة للتوزيعات في أي سنة، فان توزيعات الأسهم الممتازة لا تصرف لكنها تبقى متراكمة، أي عند القيام بإقرار التوزيع في سنوات لاحقة، لا تصرف توزيعات الأسهم العادية إلا بعد صرف التوزيعات المتراكمة للأسهم الممتازة.

- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية، ولكن أسبقيتهم تلي حملة السندات في أموال التصفية.

- لا يتمتع حامل السهم الممتاز بحق التصويت في الجمعية العمومية ما عدا في الحالات الخاصة أو الظروف الطارئة، ولا يحدد للسهم الممتاز تاريخ للاستحقاق إلا انه قد ينص على استدعائه في وقت لاحق كما هو الحال في السندات.

[1]- محمود محمد الداغر، "**الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق-بورصات**"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص ص: 43-45.

أ- **خصائص الأسهم الممتازة:** تمتاز الأسهم الممتازة بعدد من الخصائص يتم ذكرها فيما يلي:[1]

- **خاصة تجميع الأرباح:** إن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

- **حق التصويت:** معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها، لكن قد يرد استثناء. ويعطى مثل هذا الحق في حالة تراكم مقسوم الأرباح، وقد يشارك في التصويت على الإصدارات الإضافية من الأسهم العادية وفي حالات خاصة السندات.

- **خاصية الإطفاء:** بعض الشركات تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض استهلاك السهم، إما بفترات متعاقبة أو في نهاية فترة زمنية تحدد مسبقا. وطبقا لحاجة الجهة المصدرة وظروف سوق رأس المال، وقد يكون الإطفاء بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد مسبقا.

- **إمكانية الاستدعاء:** على الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا انه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم بالشراء من حملتها وذلك بعرض أسعار أعلى من الأسعار التي تتداول بها في البورصة.

- **خاصية المشاركة:** تتصف الأسهم الممتازة بصفة المشاركة لأن حملتها وبعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة، لهم الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.

- **خاصية التحويل:** يتم تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقا كما تحدد مدة التحويل ويترك خيار التحويل عادة للمستثمر، حيثما تتاح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية. وفي حالة التحويل يخضع السهم الممتاز إلى شرط الإطفاء والاستدعاء، ومن الأسباب الرئيسية لشرط التحويل تبسيط هيكل رأس المال، تخفيض تكلفته وبيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق.

---

[1]- اعتمدت الباحثة على المرجعين:

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 67-68.

- محفوظ جبار، "**الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 25-28.

ب- أنواع الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة التقليدية أنواع يتم تمييزها في:[1]

- **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** إذا تخلفت الشركة عن دفع الأرباح المقرر توزيعها في سنة ما لعدم وجود أرباح كافية لدفع النسبة المحددة للأسهم الممتازة، فان الأرباح الموزعة لتلك السنة تنتقل للسنة القادمة. ويتوجب في السنة القادمة على الشركة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة والمستحقة قبل أن تستطيع القيام بأية توزيعات للأرباح على الأسهم العادية.

- **أسهم ممتازة مشاركة:** وتسمح لحملتها بعد استيفاء نسبة الأرباح المحددة لهم في عقد الشركة، مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية.

- **أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء:** هي الأسهم التي يحق للشركة ردها، بالرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق لها كالسندات. وتقوم الشركة بدفع علاوة إضافية على القيمة الاسمية للأسهم الممتازة تسمى بعلاوة الاستدعاء.[2]

2- المنتجات التي تمثل مديونية الشركة

تعتبر أدوات المديونية مصدرا من مصادر التمويل التي تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة، وتعد السندات بمختلف أنواعها الصور الأكثر شيوعا لهذه الأدوات.

2-1- السندات

يمثل السند أداة مديونية ذات صفة مالية قابلة للتداول، لحامله الحق في الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا إلى جانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق.

---

[1]- اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، "**البورصات والمؤسسات المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص ص: 283-284.

- أحمد بوراس، **مرجع سبق ذكره**، ص: 17.

- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 32-34.

[2]- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 102-103.

وللسند قيمة سوقية تتحدد على ضوء المخاطر التي يتعرض لها حامله، وتتفاوت تواريخ استحقاقه، فقد تكون قصيرة الأجل، متوسطة أو طويلة الأجل، والتي قد تمتد إلى 20 سنة وربما أكثر.[1]

2-2- خصائص السندات

تتميز السندات كأدوات مالية بجملة من الخصائص يتم ذكر عدد منها في:[2]

- يدون على صك السند اسم المقترض، قيمة القرض، عدد السندات المصدرة، القيمة الاسمية للسند، سعر الإصدار والسعر الواجب دفعه للحصول على السند، وإذا كان هذا السعر يساوي سعر الإصدار يقال أن السند اصدر متكافئا، وإذا كان سعر الإصدار اقل من القيمة الاسمية يقال أن السند أصدر "بعلاوة إصدار، prime d'émission"، ويكون السند "بعلاوة تسديد، prime de remboursement" إذا كان مبلغ التسديد أكبر من القيمة الاسمية.

- سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق، يوفر السند لحامله دخلا مستقرا يتمثل في سعر الفائدة.

- للسند أجل لاستحقاق قيمته، حيث تلتزم الجهة المصدرة بتسديد قيمته لحامله في تاريخ الاستحقاق.

- السند قابل للتداول، حيث يحق لحامله بيعه في سوق رأس المال عندما يريد التخلي عنه، كما يحق التنازل عنه.

- هناك انقطاع مابين مالك السند ونشاط الجهة المصدرة، حيث لا يمكنه التدخل في القرارات والشؤون الإدارية للشركة المصدرة.

- يمكن لحامل السند الاطلاع على الوثائق التي تنشر لجمعيات حملة السندات.

---

[1]- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، **مرجع سبق ذكره**، ص: 86.

[2]- اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

- علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 34.

- محفوظ جبار، "**الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 48-49.

– من الناحية المالية يعتبر السند قرض قصير أو متوسط أو طويل الأجل حسب نوعه وبالتالي يحصل صاحبه على فائدة فقط، وعادة ما تحمل على حساب الأرباح والخسائر وبالتالي تخفض من الأرباح قبل الضريبة أي أنها ذات تكلفة أقل من الأسهم.

– توفر السندات لحاملها الحق في الحصول على حقه قبل حملة الأسهم في حالات التصفية، وبذلك تعتبر السندات أقل الأوراق المالية مخاطرة.

3– المنتجات التي تجمع بين الملكية والدين

تسمى أيضا بالهجينة إذ تجمع بين خصائص الأسهم حيث تعطي لحاملها الحق في امتلاك جزء من رأس مال الشركة وبين خصائص السندات من حيث أنها تمثل دينا عليها، ويتم عرض منها ما يلي:[1]

أ– **أوراق المساهمة:** هي شهادات تصدر لأغراض مختلفة من طرف شركات المساهمة قابلة للتداول، يتكون دخلها من جزأين باعتبارها أوراق تجمع بين خصائص الأسهم والسندات، جزء ثابت وجزء آخر متغير حسب النتائج المحققة من قبل المصدر.

ب– **السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم:** إن تسليم إحدى القسيمات المرفقة بالسند يمكن صاحبه من الاكتتاب في سهم أو عدد من أسهم الشركة المعنية بسعر محدد وفي فترة معينة مسبقا، فحامل هذا النوع من الأوراق بالإضافة إلى احتفاظه بصفته كدائن بإمكانه أن يصبح مساهما في فترة لاحقة.

ج– **شهادات الاستثمار:** يتمتع أصحاب هذه الشهادات بنفس حقوق أصحاب الأسهم العادية ما عدى حق التصويت، حيث يمكن اعتبار هذه الشهادات جزء من السهم، ويتمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها بشرط عدم التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار، وعليه يسمح إصدار هذه الشهادات بالحصول على مصادر تمويل دون التخلي عن السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامى.

[1]- Philipe Spieser, **"La bourse"**, Vuibert, Paris, 2003, pp: 73-75.

المبحث الثاني: كفاءة سوق رأس المال

بات من الضروري الاهتمام بتحقيق وتحسين كفاءة سوق رأس المال لما لها من انعكاس مباشر على فعالية وتطور الاقتصاد ككل، فسوق رأس المال تشكل ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي، حيث يبرز دور هذه الأسواق كإحدى القنوات الهامة لتعبئة الموارد المالية وإعادة توجيهها إلى المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه الأسواق من أوراق مالية مختلفة.

المطلب الأول: مفهوم السوق الكفأة والفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

يعكس مفهوم السوق الكفأة استجابة أسعار الأوراق المالية وبسرعة لجميع المعلومات المتاحة في السوق، وهنا يجب التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

أولا: مفهوم السوق الكفأة

كان ولا يزال مفهوم كفاءة السوق محل جدل كبير وموضوع اختلاف بين الأكاديميين أو المهنيين المختصين في مثل هذه الأسواق، إلا أن هذا المفهوم يبقى الأساس القاعدي لكل النظرية المالية بالرغم من عدم الاتفاق حول تحديد معناه ومدى جدواه.

حيث تعرف السوق الكفأة بأنها "استجابة الأسعار في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيها تدفعهم للشراء أو البيع"،[1] وتعرف أيضا بأنها "تلك السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيها مساوية لقيمتها الحقيقية وتتحرك عشوائيا دون إمكانية السيطرة عليها"،[2] وهناك من يعرفها بأنها "السوق التي تكون فيها القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس القيمة الحقيقية، بحيث يكون كل مستثمر مقتنع أن تقديراته سليمة وأنه لا يستطيع تحقيق ربح غير عادي يفوق ربح المستثمرين الآخرين، فالعائد المتاح يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية محل الصفقة، وبذلك فإن كل معلومة جديدة ترد إلى السوق سوف تؤثر من جديد على القيمة السوقية للسهم فإما أن ترفع السعر أو تخفضه".[3]

---

[1] - Gillet Philippe, **"L'efficience des marchés financiers"**, Economica, Paris, 1999, p : 11.

[2] – عصام فهد العربيد، "**الاستثمار في بورصات الاوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)**"، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002، ص: 46.

[3] – صلاح الدين حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**"، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص : 24.

إذن يمكن القول عن سوق أنها كفأة إذا توافرت جميع المعلومات المتاحة والمتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل، وانعكاس أثرها على أسعار الأوراق المالية وحجم التعامل في السوق.

ففي ظل هذه السوق تكون القيمة السوقية للورقة المالية تعبر بدقة عن قيمتها الحقيقية، حيث تمثل القيمة الحقيقية القيمة الحالية للنتائج النقدية المتوقعة في المستقبل من الورقة المالية، ويتم تقدير هذه النتائج بواسطة محللين ماليين لديهم الكفاءة والمعلومات الدقيقة،[1] أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه _ والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر _ تساوي تماما القيمة السوقية للورقة المالية يوم شرائها.[2]

ونشير في هذا الصدد إلى أن مفهوم كفاءة السوق يقوم على أساس مثير للاهتمام وللتعجب على حد سواء وهو انه لا يتحقق إلا إذا كان هناك عدد لا بأس به من المستثمرين يعتقد كل واحد منهم بعدم كفاءة السوق، ويكون هذا الاعتقاد دافعا لهم في أن يجتهد كل منهم في جمع المعلومات وتحليلها بغية الاستفادة منها، وهو الأمر الذي يساهم في تحقيق كفاءة السوق من خلال التغير السريع والشبه الآلي لأسعار الأوراق الجارية في السوق وعدم تمكن هؤلاء المستثمرين من الحصول على أرباح غير عادية على أقرانهم.[3]

ثانيا: كفاءة السوق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

فيما يخص كفاءة سوق رأس المال يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

1- الكفاءة الكاملة

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشان سعر السهم بحيث يؤدي ذلك إلى تغير فوري في الأسعار

[1]- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 156.

[2]- ضياء مجيد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 8.

[3]- محمد براق، "**بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر**"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999/1998، ص: 188.

صعودا أو هبوطا، هذا بالإضافة إلى عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات وبالتالي لا يمكن أن تتاح أي فرصة لأحدهما دون الآخرين.[1]

وحتى تتحقق للسوق الكفاءة الكاملة، يجب أن تتوفر جملة من الشروط يتم إدراجها في النقاط التالية:[2]

– تمتع المستثمرين بحرية تامة لعدم وجود أية قيود على التعامل داخل السوق، فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، ومن ثم تماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم، كما لا توجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.

– يعتبر السعر داخل السوق معطى، على افتراض وجود عدد كبير من المتعاملين في السوق، بحيث أن حجم الصفقة التي يقوم بها أي من هؤلاء المستثمرين لا يمثل إلا جزء صغيرا من الحجم الكلي للسوق وبالتالي لا يكون لها تأثيرا ملموسا على أسعار الأوراق المالية.

– إمكانية تقسيم قيمة الورقة المالية إلى أجزاء صغيرة أي الاشتقاق بحيث يستطيع أي مستثمر أن يشتري أو يبيع أي كمية من الأسهم مهما كان حجمها وذلك بسهولة ويسر نسبيا.

– يتمتع المستثمرون بالرشد والعقلانية بحيث أنهم يسعون جميعا إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع والشراء داخل السوق.

يتضح من هذه الشروط أنه مهما بلغت درجة كفاءة السوق فإنه سوف يبقى هناك اختلاف ولو طفيف بين السعر السوقي للورقة وقيمتها الحقيقية، فمن غير الممكن توفر حالة الكفاءة الكاملة عمليا إذ توجد هناك قيود تضعها التشريعات والتنظيمات وهناك تكاليف للمعاملات، وهذا ما يؤدي إلى حدوث اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية.

---

[1]– علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 121.

[2]– اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

– عبد الغفار حنفي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 145.

– ضياء مجيد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 9.

- Gillet Philippe, **Op-cit**, pp : 17-18.

2- الكفاءة الاقتصادية

الكفاءة الاقتصادية للسوق تفترض وجود فاصل زمني بين تجدد المعلومات حول السوق وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل. غير أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب المفروضة وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل.[1]

ويتفق الباحثون في مجال الاستثمار على أن تحقق الكفاءة الاقتصادية يقتضي توافر سمتين أساسيتين:

أ- **كفاءة التسعير (Price Efficiency):** أو الكفاءة الخارجية للسوق، وتقضي بإتاحة المعلومات الجديدة لجميع المتعاملين في السوق، وفي وقت ملائم مما يجعل أسعار الأوراق المالية بمثابة صورة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول على هذه المعلومات تكاليف مرتفعة، إلى جانب تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة منها في اتخاذ القرارات الاستثمارية.[2] فالجميع لديهم الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا انه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين. ولاشك أن أرباح المستثمرين تتوقف على ردود أفعالهم فالبعض يبادر ويشتري فيحصل على الأرباح المتوقعة والبعض الآخر يتأخر في الشراء بسبب الكسل أو عدم وجود الخبرة مما يعرضه للخسارة.

ب- **كفاءة التشغيل (Operational Efficiency):** أو الكفاءة الداخلية للسوق، ويقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصا لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.[3]

ويبدو واضحا أن كفاءة التسعير تعتمد بقوة على كفاءة التشغيل، فحتى يعكس سعر الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق فإن ذلك يقتضي أن تكون تكاليف إجراء الصفقات بمختلف أنواعها هامشية إلى الحد الذي يشجع المستثمرين على السعي أكثر للحصول على المعلومات الواردة وتحليلها بهدف تحقيق الأرباح، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط عملية التداول في السوق.

---

[1]- ضياء مجيد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 10.

[2]- إيهاب الدسوقي، "**اقتصاديات كفاءة البورصة**"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 8.

[3]- صلاح حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**"، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

المطلب الثاني: المرتكزات الأساسية لكفاءة سوق رأس المال ومؤشرات قياس كفاءتها

السوق الكفأة هي سوق تحقق تخصيصا فعالا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه هذه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وحتى يتحقق هذا التخصيص لا بد من توافر الدعائم الأساسية التي تجعل السوق تتسم بالكفاءة. وقد اهتمت الدراسات الحديثة بوضع جملة من المؤشرات تحدد مدى تطور وكفاءة سوق رأس المال.

أولا: المرتكزات الأساسية لكفاءة سوق رأس المال

تقوم كفاءة سوق رأس المال على جملة من الشروط والدعائم والتي تتمثل أساسا في:

1- كفاءة تنظيم سوق رأس المال

يختلف التنظيم الخاص بسوق رأس المال من بلد لآخر باختلاف الأهداف المسطرة لكل سوق والإمكانات المتاحة، وتتأثر كفاءة سوق رأس المال بدرجة تنظيمه وذلك على عدة مستويات، يتم إدراج أهمها فيما يلي:[1]

1-1- هيئات المراقبة والفعالية

تعمل هيئات المراقبة على تنظيم سوق رأس المال، مراقبة طبيعة المعلومات المنشورة للجمهور والسهر على تحقيق العدل فيما بين المستثمرين أثناء عقد الصفقات، ومن خلال هذا الدور يتضح تأثير هذه الهيئات على كفاءة السوق وتتغير فعالية هذا الدور من سوق لآخر حسب قدرة تلك الهيئات على التحكم في تقنيات السوق ومدى استقلاليتها عن القرارات السياسية وحسب إدارتها والإمكانيات التي تستعملها في ذلك أيضا.

1-2- نشر المعلومات من طرف السوق أو الصحافة

بإمكان الهيئات الحاكمة والمكلفة بإدارة سوق رأس المال التأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك من خلال لفت انتباه المستثمرين نحو هذه الأوراق، وتجدر الإشارة إلى أن هناك

[1]- اعتمدت الباحثة على المرجعين:

- صلاح حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**"، مرجع سبق ذكره، ص ص:23-29.

- Gillet Philippe, **Op-cit**, pp : 164-171.

هيئات رسمية مثل لجان التنظيم والمراقبة وهناك أيضا هيئات غير رسمية كالصحف والمجلات المالية، ويتجلى تأثير هذه الهيئات على عدة مستويات هي:

أ- **التحريات التي تقوم بها هيئات السوق:** للجنة المراقبة الحق في القيام بتحريات عن المؤسسات المدرجة في سوق رأس المال ونشر نتائج هذه التحريات، وقد أكدت الدراسات أن الإعلان عن هذه التحريات يؤثر على كفاءة سوق رأس المال متجسدا ذلك في أسعار الأوراق المالية.

ب- **نصائح الصحف المالية:** قد تأثر النصائح والاستشارات التي تنشرها الصحف المالية على القرارات الاستثمارية للمستثمرين، حيث تصبح الفرصة متاحة أمام البعض منهم لتحقيق أرباح متميزة.

ج- **إدخال أو إخراج ورقة مالية إلى/من مؤشر بورصي ذو أهمية:** إن القيام بإدخال أو إخراج ورقة مالية إلى/من أحد المؤشرات البورصية الهامة يكون له تأثير على مردودية الورقة المعنية، فإدخال ورقة مالية إلى مؤشر بورصي مهم يجعلها ذات أهمية وسيولة كبيرتين ويظهر المؤسسة في وضع قوي وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاستثمار في تلك الورقة.

يظهر من خلال هذه العوامل التأثير اللاإرادي الذي تحدثه الهيئات الحاكمة لسوق رأس المال على مردودية المؤسسات وبالتالي على القرارات الاستثمارية، طبعا حسب الصورة التي تنشرها هذه الهيئات.

ومما سبق يمكن ملاحظة العلاقة المباشرة الموجبة التي تربط بين تنظيم سوق رأس المال وكفاءتها.

2- الكفاءة التقنية لسوق رأس المال

من أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي:[1]

2-1- تنويع الأدوات المالية

ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنويع مرضي بما يحقق لأصحاب هذه المحافظ الحصول على عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة.

[1]- محمد براق، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 194-195.

2-2- إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة وكذا آخر للمقاصة والتسويات

إن نظام التسعير المبني على أساس قوى العرض والطلب يعتبر أمرا ضروريا لتحقيق جانب من الكفاءة التقنية للسوق، كما أن تحديد العلاقة بين المتعاملين والوسطاء فيما يخص تنفيذ الأوامر من جهة وكذا التنظيم الجاد للعمليات الآجلة وإجبار كل الأطراف بتطبيق كل ما هو واجب عليهم من نقل الملكية وتنفيذ كلي للعمليات يساهم كذلك في جزء من الكفاءة التقنية.

2-3- التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة

إن هذه الوظيفة المهمة التي تعنى بتوفير الشروط الكفيلة بتحقيق عملية التداول وبشكل مستمر على الأوراق المالية وذلك بغية إيجاد السيولة الكافية لها. ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا كانت السوق تنعقد بشكل دوري كما ينبغي أن تتصف بالحركية الدائمة، مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة.

ولعل من أهم ما يساعد على تحقيق سيولة الأوراق المالية، خاصة منها تلك التي تتميز بمحدودية تداولها، هو إيجاد صناع السوق حيث يمكن أن يظهر دورهم في أنهم وسيلة لإصلاح السوق ومعالجة سلبياتها.

3- الكفاءة الإعلامية لسوق رأس المال

من الدعائم الأساسية التي تساهم في المحافظة على استقرار السوق وتحقيق الكفاءة المطلوبة لها الكفاءة الإعلامية، وتتجلى هذه الأخيرة في توافر نظام سليم ودقيق يمكن أن يقدم جميع المعلومات اللازمة والضرورية المساعدة للمتعاملين لان يحسنوا من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وتتحقق الكفاءة الإعلامية لسوق رأس المال من خلال:[1]

3-1- الإفصاح التام والشامل على كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسات المقيدة في البورصة

من التعاريف التي جاءت لتحديد مفهوم السوق الكفأة هي أنها السوق التي تستطيع أن تعكس جميع المعلومات المتوفرة في سعر الورقة المالية المعنية. كما أن التغيير الحاصل في الأسعار يكون تناسبيا مع

[1]- **المرجع السابق**، ص ص: 195-198.

درجة المخاطرة التي تنطوي عليها هذه الأوراق. ومن ثم جاءت الحاجة إلى الإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية على أن تكون سليمة ودقيقة وغير مضللة حتى يتسنى للمتعاملين اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

وفي هذا الشأن يمكن التمييز بين نوعين من المعلومات، يتم التعرض لهما على الترتيب كما يلي:

أ- **المعلومات ذات الطابع المحاسبي والمالي:** ويختص هذا النوع من المعلومات بإبراز جملة من المعطيات المتعلقة بالمركز المالي للمؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح، وعلى سداد مستحقاتها في المواعيد وكذا المحافظة على استمراريتها. ومجموع هذه المعلومات يتم عرضها في شكل تقارير مالية حتى يتسنى للجهات المختصة والأشخاص المعنيين الاستفادة منها في مختلف تحليلاتهم.

ب- **المعلومات الخاصة بعلاقة المؤسسة بالمحيط:** إن المعلومات المحاسبية والمالية لم تعد لوحدها المحدد لإحداث تغيرات في أسعار الأوراق المالية المتعلقة بها بل إن علاقة المؤسسة بالجانب الاجتماعي ومدى مقدرتها على التفاعل مع البيئة الداخلية والخارجية لها صارت عوامل ذات تأثير كبير. ومنه جاءت الحاجة الملحة لتقديم تقارير تهتم بالإفصاح عن الجانب الاجتماعي لأداء المؤسسة.

3-2- دور مهنة المحاسبة والمراجعة في مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة

إن المعلومات المحاسبية المنشورة في تقارير مختصة تكون عديمة الجدوى ومضللة إذا لم يكن الأشخاص المشرفون على المصالح المحاسبية والمالية بالمؤسسة ذوي مهارات عالية وكفاءات مقبولة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنه ينبغي على أصحاب مهنة المراجعة عامة والخارجيين منهم على الخصوص أن يتميزوا بمؤهلات مهنية تتماشى والتطورات الحاصلة في سوق رأس المال على النحو الذي يسمح لهم بالمصادقة على مختلف التقارير المالية للمؤسسة وكذا تقديم تقاريرهم الدورية حول مصداقية المعلومات التي تضمنتها تلك التقارير المقدمة من طرف المؤسسات وإبداء الرأي حول الوضعية الحالية للشركات وكذا التوقعات المستقبلية.

وبناء على ما سبق، فإنه يظهر جليا أن الاعتماد على المعلومات المحاسبية والمالية يتوقف على مدى كفاءة أصحاب مهنة المحاسبة والمراجعة على حد سواء ومن ثم، فإن الكفاءة الإعلامية تعتمد في جانب مهم على كفاءة المصالح المحاسبية والمالية بالمؤسسة، وكذا كفاءة محافظي الحسابات، وعليه فان مثل هذه المعلومات تعتبر من أهم مصادر المعلومات على الإطلاق والتي يتسابق على الإلمام بها كل من

المحللين الماليين والمستثمرين، وذلك لتكوين صورة صادقة على الحالة الحقيقية التي هي عليها المؤسسة. وعلى هذا الأساس، يمكن اتخاذ القرار الاستثماري الأكثر مناسبة.

3-3- دور الهيئات الوصية على السوق في توفير المعلومات للمستثمرين

تسعى البورصة من خلال الهيئات المشرفة عليها لتوفير المعلومات المهمة التي يكون المتعاملون في حاجة إليها لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة.

ومن بين أهم المعلومات المفيدة والتي تحرص هذه الهيئات على توفيرها ووضعها تحت تصرف المستثمرين ما يلي:

- تقديم مرشد عام خاص بالشركات المدرجة في البورصة.

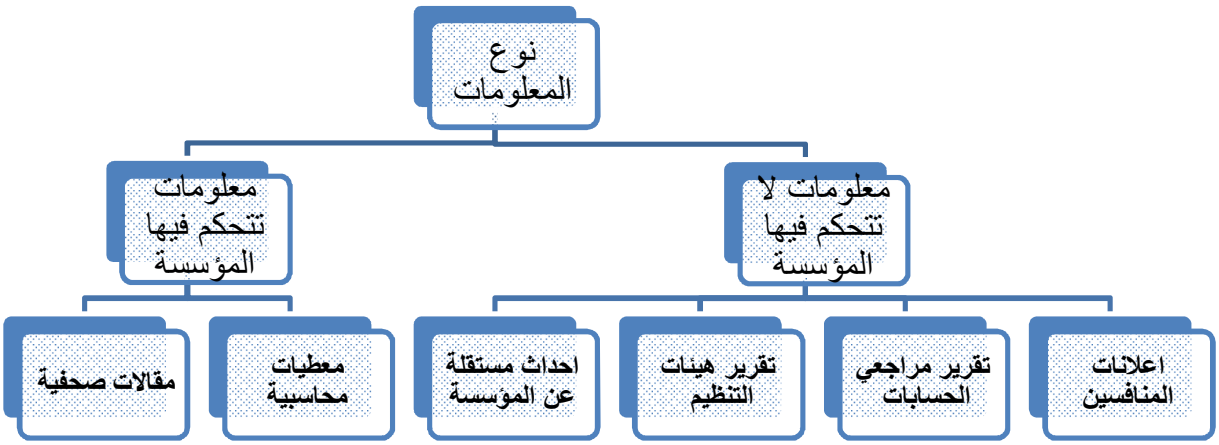
- القيام بدراسات دورية تهتم بربحية المؤسسات المدرجة وكذا تقديم تقرير سنوي يحتوي على المعلومات المهمة الخاصة بهذه المؤسسات كذلك.

- نشر حركة الأسعار اليومية وحجم التعامل، يضاف إليه تقديم نشرة دورية عادة ما تكون شهرية تختص بإبراز نشاط حركة التداول لمختلف المؤسسات المدرجة.

- نشر نتائج الدراسات المتعلقة بالجدوى الاقتصادية للشركات التي يراد تأسيسها.

ويمكن توضيح أهم البيانات والمعلومات التي تنشر عن المؤسسات المقيدة بالبورصة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (1-2): المعلومات المنشورة والمتعلقة بالمؤسسة



Source: Gillet Philippe, **Op-cit**, pp : 29.

الشكل رقم (1-2) يوضح أهم المعلومات التي تنشر عن المؤسسات المقيدة في البورصة والتي منها ما يمكنها أن تتحكم فيه مثل: نشر معطيات محاسبية عن نشاطها أو إجراء مقالات صحفية، ومنها ما لا يمكنها أن تتحكم فيه كتقرير هيئات التنظيم وإعلانات المنافسين.

4- التشريعات الحكومية

تعمل السلطات الحكومية على وضع التشريعات والقوانين التي تحكم وتنظم إجراءات التعامل على الأوراق المالية، وذلك لتحقيق الاستقرار للسوق وحماية المستثمرين، ويكون ذلك من خلال:[1]

- التزام الحياد في مراقبة أداء السوق وعدم التأثير على عمليات التداول لضمان استقلالية آلية العرض والطلب.

- صياغة، إعداد وتنفيذ القوانين المتعلقة بسوق رأس المال وفق ما يتناسب وتقنيات هذه السوق.

- اتخاذ إجراءات عقابية ضد الأفراد والمؤسسات التي تروج إشاعات مضللة عن الشركات المقيدة بغرض التأثير على حجم التداول في السوق.

[1]- نسرين بن زواي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 115.

– منع استغلال المعلومات غير المنشورة والتي يحاول البعض الحصول عليها بطريقة أو بأخرى والتي من شأنها التأثير على حجم التداول في السوق.

– تنشيط وتفعيل حركة التداول داخل سوق رأس المال وذلك بإصدار تشريعات وقوانين تشجع الأفراد والمؤسسات على التعامل داخل هذه الأسواق.

ثانيا: مؤشرات قياس كفاءة سوق رأس المال

يمكن تلخيص المؤشرات المتعلقة بقياس تطور سوق رأس المال في الجدول التالي:

الجدول رقم (2–2): مؤشرات قياس كفاءة سوق رأس المال

المؤشر الرئيسي	المؤشرات الفرعية	دلالة المؤشر الفرعي	أوجه القصور	دلالة المؤشر الرئيسي
حجم السوق	رسملة السوق	– يبرز النسبة بين القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة للتداول في سوق رأس المال إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي. – يدرس قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق سوق رأس المال.	عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة على الرغم من الدور الذي تؤديه في الاقتصاد.	– يدل على مدى انتشار ثقافة الاستثمار المالي. – يعطي فكرة على مدى جاذبية السوق بالنسبة للمستثمرين المحليين والدوليين.
	عدد الشركات المسجلة	تدل الزيادة في عدد الشركات المدرجة على: – انتعاش ثقافة الاستثمار المالي في هذه السوق؛ – توجه عدد اكبر من الشركات للاعتماد في تمويله على سوق رأس المال؛ – زيادة إقبال المستثمرين على السوق لتنوع الشركات المسجلة فيها؛ – تزايد حجم العمليات التي يجريها المستثمرون من تداول للأوراق المالية لهذه الشركات.	لا يأخذ بعين الاعتبار الاختلافات في قيم الشركات المسجلة لذلك فانه يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.	
	معدل التداول	يمثل هذا المعدل قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة في السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.	/	تسمح بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها

سيولة البورصة	**معدل الدوران**	يحسب بقسمة قيمة إجمالي الأوراق المتداولة على رسملة السوق.	/	تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أوراقهم المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة لذلك.
درجة التقلب في البورصة	**قسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية**	البورصة التي تتمتع بمعدلات مرتفعة من المؤشرين يكون حجم التداول مرتبط بتقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية	/	ارتفاع معدل التداول ومعدل الدوران نسبة إلى تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية يعتبر مؤشرا على سيولة البورصة
	قسمة معدل الدوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية		/	
درجة التركيز في البورصة	**تقاس بمدى مساهمة أكبر 10 شركات في رسملة السوق.**	/	/	للوقوف على مدى التقارب أو التباعد بين حصص كل الشركات المسجلة من حيث مساهمتها في رسملة السوق ودرجة تأثيرها على سيولته.
فعالية تسعير البورصة	**يتحدد بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول والذي يسمح بتحديد كفاءة السوق من خلال الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية والعائد على الاستثمار المحسوب وفق نموذج التسعير**	/	/	يتجلى اثر هذا المؤشر في: – تنوع استثمارات الحافظة؛ – توسع الشركات الساعية إلى تلبية احتياجاتها المالية من المصادر الأجنبية. – التطور الحاصل في تسيير الأصول المالية.
الهيكل المؤسسي التنظيمي	**نشر معلومات عن الشركات المسجلة**	يركز على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة، حيث تقيم الدول بقيمة 1 في حالة نشر معلومات، و0 في حالة عدم النشر.	/	– يسمح بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم وتسيير سوق رأس المال في تطويرها. – تؤدي فعالية هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليا ودوليا.
	المعايير المحاسبية	يهتم بالمعايير المتبعة من طرف الشركات المسجلة ومدى تطابقها مع المعايير الدولية، إذ تقيم الدول بقيم من 0 إلى 2 وفقا لدرجة القبول المحاسبي الدولي.	/	
	قوانين حماية المستثمر	بما أن حماية المستثمر تدعم استقطاب رؤوس الأموال المحلية، تقيم الدول تقيم الدول بقيم من 0 إلى 2 وفقا لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر.	/	
	العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رأس المال	تقيم الدولة ب 0 في حالة عدم وجود عوائق على تدفقات رأس المال، وب 1 في حالة وجود بعض العوائق، وتحصل	/	

		على 2 في حالة الحرية.		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على المرجع التالي:

- إيهاب الدسوقي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 40-41.

المطلب الثالث: صيغ كفاءة سوق رأس المال

تتباين كفاءة سوق رأس المال وفقا لنوعية المعلومات، فتظهر ثلاث صيغ وهي:

أولا: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

مضمون هذه الصيغة أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشان ما طرا من تغيرات على أسعار الأسهم وعلى حجم المعاملات وان التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة هذه المتغيرات هي مسالة عديمة الجدوى،[1] ولذلك تعرف هذه الظاهرة بنظرية "الحركة العشوائية للأسعار"، حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة إلى السوق بالعشوائية والاستقلال عن بعضها وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين اليوم والأمس وبين لحظة وأخرى.[2] وعليه فان المستثمرين غير قادرين في هذه السوق على تحقيق أرباح غير عادية. وتشكل هذه الصيغة رفضا صريحا لفلسفة التحليل الفني، التي ترى إمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتمادا على دراسة التغيرات الماضية في سعر السهم.[3]

ثانيا: الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق

وتقضي صيغة فرض السوق متوسطة القوة بان أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء كانت المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو القطاع أو بالشركة ذاتها،

[1]- إيهاب الدسوقي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 46.

[2]- جبار محفوظ، "**أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص : 283.

[3]- غازي فلاح المومني، "**إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 150.

أو خاصة بالبيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات والتحسينات المدخلة على المنتج.[1]

وفي ظل هذا الافتراض، يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق، وبالتالي قصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين تغير السعر في ظل هذه المعلومات كما تقتضي فرضية الكفاءة الاقتصادية، يجعل الأرباح الرأسمالية التي يتوقع تحقيقها محدودة إلى حد قد لا تكفي حتى لتغطية ما تكبده المستثمر من تكاليف إضافية في سبيل إجراء مزيد من التحليل للمعلومات المتاحة.[2]

ثالثا: الصيغة القوية لكفاءة السوق

تقتضي هذه الصيغة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم، وكبار العاملين فيها وفئة المحللين ذوي الخبرة والمهارة في التحليل،[3] بحيث لن يستطيع أي مستثمر حتى لو امتلك خبرة وكفاءة عالية في التحليل والتنبؤ بالأسعار أن يحقق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

في الأخير وبعد استعراض الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، يمكن القول أن الصيغة الضعيفة تحظا بقبول واسع لدى أصحاب القرارات الاستثمارية، في حين أن كلا من الصيغة متوسطة القوة والصيغة القوية لكفاءة السوق كانتا موضع نقاش عريض بين المختصين، وهو ما يدل على أن هناك فئة من المتعاملين ممن يستطيع تحقيق عوائد متميزة على حساب غيره من المستثمرين، وذلك من خلال إمكانية حصولهم على معلومات وتوظيفها قبل أن يتم انعكاسها على أسعار الأوراق المالية.

[1]– إيهاب الدسوقي، **مرجع سبق ذكره**، ص : 50.

[2]– جبار محفوظ، "**أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**"، مرجع سبق ذكره، ص: 311.

[3]– غازي فلاح المومني، **مرجع سبق ذكره**، ص: 151.

المبحث الثالث: دور الوسطاء في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

تنبع الحاجة للوساطة من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة. فهناك الذي يهدف إلى أن ينمي ثروته، ولا يستطيع تحقيق ذلك بنفسه بسبب أعمال أو التزامات أو نقص خبرة أو مهارة. وهناك الذي يملك المهارة والخبرة التجارية في استثمار الأموال، ولكنه لا يملك رأس المال. فإذا كان الأول بعيدا عن الثاني، أو لا يستطيع أن يتعرف عليه، تنشأ فرصة لطرف ثالث يتوسط الطرفين، ويحظى بثقتهما، يتولى التقريب بينهما، وتحقيق هدف كلا الطرفين، في مقابل ربح متفق عليه.[1]

المطلب الأول: دور الوسطاء في التخفيض من تكاليف التبادل

تسهم الوساطة المالية في التقليل من تكاليف التبادل المالية بطريقتين، فمن خلال وظيفة التفاوض على الأصول يؤدي الوسيط المالي دور سمسار بسيط، فهو طرف ثانوي في عملية التمويل المباشر وهذا ما يعرف بوساطة السوق وتعد الشكل السلبي للوساطة. أما من خلال وظيفة تحويلات الأصول، الوسيط المالي هو طرف رئيسي في التمويل المباشر وهذا ما يعرف بوساطة الميزانية، لأن الأموال تدخل ميزانية الوسيط وتغير فيها، وهي الشكل النشط للوساطة المالية.

بالإضافة إلى أن كل من الوساطة المالية وسوق رأس المال تعملان على الحفاظ على ميزة تخفيض تكاليف الحصول على التمويل،[2] وذلك من خلال علاقتين: علاقة تداخل، حيث تسهل وساطة السوق عمليات التبادل المالية. في حين تكمل وساطة الميزانية وظيفة سوق رأس المال من خلال العلاقة التكاملية.

---

[1] – وفاء أحمد محمد، "**الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)**"، مجلة الأستاذ، العدد 301، 2013، ص: 836.

[2] - Franklin Allen & Anthony M. Santomero, **"The theory of financial intermediation"**, Journal of Banking & Finance 21, USA, 1998, p: 272.

أولا: وساطة السوق

تتكون وساطة السوق من ثلاث مستويات:[1]

- جمع وتنفيذ أوامر المستثمرين، فدور الوسيط هنا ليس إلا سمسار؛
- شراء أصول مالية أكيدة وإعادة بيعها لمستثمرين آخرين، وهنا الوسيط يقوم بالمتاجرة؛
- وظيفة التقسيم، الوسيط هنا هو تاجر جملة للأوراق المالية.

هذه الأشكال الثلاثة للوساطة في السوق تحصر دور الوسيط المالي كعميل ينوب عن زبائنه في سوق رأس المال، ويمكن أن نميز أيضا بين الوسطاء الماليين الذين يقومون فقط بتجميع أوامر المستثمرين وبين الوسطاء الماليين الذين يملكون القدرة على تنفيذ هذه الأوامر ويسمون "الجامعون للأوامر" و"المفاوضون".

1- اقتصاديات السلم

يمكن تشبيه الوسيط المالي كتاجر جملة ويظهر هذا في وظيفته (التقسيم)، وذلك عند إدارة المحفظة.

حيث يسمح الوسيط المالي بإزاحة أهم العراقيل التي يواجهها المستثمر، والمتمثلة في ضخامة المبالغ التي يرغب فيها أصحاب الأوراق المالية، كما تسمح هذه الخاصية للمستثمرين بتنويع الأصول المالية في محافظهم (بهدف تخفيض المخاطرة)، كما تسمح الوساطة لهؤلاء الأعوان بتجنب تكاليف البحث عن الأصول المالية التي يرغبون بها من جهة وللمستثمرين الصغار بالدخول إلى سوق رأس المال.[2]

[1]- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، "**اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص: 110-112.

[2] - Christian BIALÈS, **"l'intermédiation financière"** , p: 27, disponible sur le site suivant : www.christian-biales.net, 12/13/2013, 17:36.

2- اقتصاديات التنوع ووفرات الحجم

الوسيط المالي يشبه كل مؤسسة اقتصادية، فهو يبحث عن تخفيض تكاليف الإنتاج من خلال تقنية تآزرية، تجارية وإدارية، تسمح بتوسيع منتجاته (اقتصاديات التنويع) ومن جهة أخرى الأثر الموازي الذي يرتكز على إنتاج خدمات مكملة (اقتصاد وفرات الحجم)، مما يؤدي إلى توسيع عرض هذه المؤسسات، كما تستفيد المؤسسات المالية من أثر إيجابي آخر يتمثل في الاستفادة من المعلومات التي تم جمعها لأجل خدمة معينة في خدمات أخرى دون بذل جهد ومن دون أن تفقد هذه المعلومات قيمتها.[1]

كما يسمح هذا الأثر للمستثمرين بتخفيض تكاليف التبادل من خلال قيامهم بمجموعة من العمليات لدى نفس الوسيط المالي.

وهناك تغييران يحصلان نتيجة لعمل الوسطاء الماليين على مستوى سوق رأس المال، يتمثل الأول في تحويل الادخار قصير الأجل إلى ادخار طويل الأجل والثاني يتمثل في ربح سوق الأوراق المالية لسيولة إضافية.

ثانيا: وساطة الميزانية

العديد من المستثمرين وخاصة صغار الحجم، لا يمكنهم الدخول بسهولة إلى سوق رأس المال للحصول على التمويل، ولتلبية حاجاتهم التمويلية يقترح عليم الوسطاء الماليون منتجات مالية خاصة، في شكل أصول غير قابلة للتفاوض في السوق من خلال عقود خاصة.

1- أسباب التحويل المالي للأصول

بصفة عامة، وعلى الرغم من الإبداعات المالية على مستوى سوق رأس المال خاصة خلال الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي، يظهر أن سوق رأس المال عاجزة عن التوفيق بين الطلب على رأس المال والعرض له، كما وخاصة نوعا. وهنا يأتي دور الوسطاء الماليون في التوفيق بين حاجات الطالبين للأموال (طويلة الأجل) وما يتوفر من قدرة على التمويل (عرض الادخار قصير الأجل) من خلال

[1]- أحمد أبو الفتوح الناقة، "**آثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية في تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر**"، ص: 17، متوفر على الموقع الالكتروني:
http://uqu.edu.sa/page/ar/72201, 12/13/2013, 21:30.

آلية تحويل الأصول المالية. وعليه ومن خلال هذه الآلية يطرح الوسطاء الماليون سيولة في السوق، كما يظهر تحليل دور الوسطاء الماليون أنهم يؤدون دورا تكميليا على مستوى سوق رأس المال.

2- أشكال التحويل المالي للأصول

ترتكز عملية التحويل المالي للأصول على ثلاث عناصر أساسية هي:[1]

- **تحويل آجال الاستحقاق؛** ويقصد بها التحويل المالي الأساسي والتقليدي، لأن الوسطاء الماليون يقومون بتحويل التمويل قصير الأجل إلى تمويل طويل الأجل، من خلال إصدار أصول مالية بهدف الحصول على سيولة.

- **تحويل المعدل؛** ويعني منح قروض بمعدل متغير من خلال استعمال موارد أو ودائع تم الحصول عليها بمعدل مدروس ومحدد مسبقا.

- **تحويل المخاطرة؛** نأخذ مثلا حالة منح قروض طويلة الأجل بالاعتماد على مصادر قصيرة الأجل من دون مخاطرة.

المطلب الثاني: دور الوسطاء في تخفيض المخاطرة

يتنازع المستثمر في سوق رأس المال عاملي جذب يعملان باتجاهين متعاكسين، ففي حين يجذب عامل الخوف المستثمر نحو الابتعاد عن المخاطر فإن عامل الطمع يجذبه نحو تحمل مخاطر كبيرة بهدف الحصول على العوائد المجزية. ويوفر علم الاستثمار الحديث مقاييس موضوعية لكل من العائد والمخاطرة بحيث يتمكن المستثمر من الدخول في استثمارات مدروسة تعتمد على تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال تكوين المحفظة الاستثمارية المناسبة.[2]

أما فيما يتعلق بالمخاطر فإن هناك شريك أساسي للمستثمر في التعامل مع هذه المخاطر، وهو الوسطاء الماليين إذ تتولى هذه الهيئة العمل على تخفيض المخاطر.

[1] - Christian BIALÈS, **Op-cit**, p : 29
[2] - Franklin Allen & Anthony M. Santomero, **Op-cit**, p: 1426.

أولا: الوسطاء، المستثمرون والمخاطرة

في سوق ما مخاطرة المقرضين والمقترضين مرتبطة، لكن الوساطة المالية تعمل على الفصل بينها، فهي تعنى بالتوفيق بين الطرفين، فالطرف الأول يرغب في توظيف أمواله بعائد يساوي معدل إقراض أقل من المعدل الذي يعرضه الوسيط المالي على المقترضين، والفارق بينهما يمثل العائد الذي يحصل عليه الوسيط المالي، وهو أيضا دليل على اختلاف تصرف كل من الوسطاء الماليين والمستثمرين اتجاه المخاطرة.

ثانيا: تحمل المخاطرة من طرف الوسيط المالي

الاختلاف في مستوى كره المخاطرة بين الوسطاء الماليين والمستثمرين يفسر ويعلل كيف أن الوسطاء الماليين في موقف أفضل من المستثمرين، وأن لهم قدرة أكبر على تحمل المخاطرة، ويرجع ذلك إلى:

– حصولهم على معدل عائد متزايد بزيادة المبالغ المقترضة مقابل تكلفة رقابة تزيد بمعدل أقل بزيادة المبالغ المقترضة.

– يحققون اقتصادا في التكاليف نتيجة تخصصهم، بسبب تعدد خبراتهم والقدرة على جمع ومعالجة المعلومة، التفاوض، التقسيم،...

– التحكم في المخاطرة من خلال تجميع الأصول وتنويعها.

– التكاليف الثابتة المرتبطة بعمليات البيع والشراء ضعيفة جدا لكبر حجم عمليات التبادل التي يقومون بها.

– بإمكانهم الحصول على سيولة دائما نتيجة التسهيلات والتحفيزات التي تقدمها البنوك المركزية والحكومات.

المطلب الثالث: دور الوسطاء في تخفيض عدم تماثل المعلومات

تم التوصل سابقا لأهمية الوسطاء الماليين في تخفيض تكاليف التبادل، وهناك سبب آخر لأهمية الوسطاء الماليين يتمثل في أنه في سوق رأس المال وفي غالبية الحالات احد أطراف التبادل المالي لا يعرف بما فيه الكفاية عن الطرف الآخر لكي يتخذ قرارات دقيقة، وعدم التساوي في المعرفة بين طرفي التداول المالي يسمى في نظرية اقتصاد المعرفة عدم تماثل المعرفة، فمثلا المقترض الذي يأخذ قرضا لديه معلومات أفضل عن العوائد المحتملة ودرجة المخاطر المقترنة بالمشروع الذي من اجله حصل على الأرصدة لتمويله

مقارنة بالمعلومات التي لدى المقرض، كما أن مديري الشركات يعرفون إذا كانوا أمناء أم لا، وهم لديهم معلومات أفضل عن جودة أداء الأعمال التي يقومون بها مقارنة بحملة أسهم شركتهم،[1] ويخلق نقص المعرفة مشاكل في النظام المالي من ناحيتين: الأولى قبل أن يتم التداول المالي وتسمى تلك المشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection) والثانية بعد أن يتم التداول المالي وتسمى المخاطر المعنوية (Moral Hazard).

لهذا فإن المشاكل التي تترتب على كل من الاختيار المعاكس والمخاطر المعنوية تشكل عائقا مهما في وجه الأداء والتشغيل الكفء للأسواق المالية، ومن هنا تبرز أيضا أهمية الوسطاء الماليون.

أولا: دور الوسطاء الماليون في التقليل من مخاطر الاختيار المعاكس

يحدث الاختيار المعاكس في سوق رأس المال عندما يكون المقترضون المحتملون هم الأكثر احتمالا أن يحققوا نتائج (عكسية) غير مرغوبة، لأن اختياراتهم تتميز بمخاطر ائتمانية رديئة، وهم المقترضون الأكثر نشاطا في البحث عن قرض، ومن ثم فهم الأكثر احتمالا أن يقع عليهم الاختيار. ونظرا لأن الاختيار المعاكس يجعل من الأكثر احتمالا أن يتم تقديم القرض لأكثر المخاطر الائتمانية رداءة، فإن المقرضين قد يفضلون ألا يمنحوا أي قروض، رغم وجود مقترضين يتميزون بمخاطر ائتمانية جيدة في نطاق السوق.[2]

لذلك فوجود الوسطاء الماليون في الاقتصاد يخفض الخسائر الناجمة عن الاختيار المعاكس، لأن الوسطاء الماليين مهيئين بطريقة جيدة أن يفرزوا المخاطر الائتمانية الجيدة من المخاطر الائتمانية الرديئة.

ثانيا: دور الوسطاء الماليون في التقليل من المخاطر المعنوية

المخاطر المعنوية في سوق رأس المال هي المخاطر التي تقترن بكون الأنشطة التي يقوم بها المقترض قد تكون غير مرغوبة من وجهة نظر المقرض، لأنها تعطي نتائج تجعل من الأكثر احتمالا ألا يتم

[1]– أحمد أبو الفتوح الناقة، **مرجع سبق ذكره** ، ص: 18.

[2]– **المرجع السابق**، ص ص: 18–19.

إعادة سداد القرض. ونظرا لان المخاطر المعنوية تخفض احتمال إعادة سداد القرض، فإن المقترضين قد يقررون ألا يقدموا قروضا.[1]

في حين تضمن الشركات القائمة على الوساطة المالية في السوق المتابعة اليقظة والضرورية لحسن تنفيذ العقود من خلال عدة وسائل، وهذا ما يساعدها على التحكم في التكاليف أكثر من خلال إدراج وظيفة أخرى تتمثل في الرقابة والضمان، بالاعتماد على خبرتها من جهة وغالبا على مبدأ الحذر.

المطلب الرابع: قدرة الوسطاء الماليون على خلق الثقة

يبرر وجود الوساطة المالية الثقة المتبادلة بين الوسطاء الماليون والمستثمرون.

أولا: تعريف الثقة وخصائصها

الثقة هي قاعدة المالية والنقود، حيث تعبر العبارة المعروفة "النقود الائتمانية la Monnaies fiduciaire" عن العلاقة بين النقود والثقة. فالائتمان يأتي من الكلمة اللاتينية (Fiducia) والتي تعني الثقة. وبصفة عامة مصطلح الثقة مرتبط بشكل وثيق بالاعتماد على شخص ما، ومنحه قرض، فالشخص موضع الثقة هو شخص يتم الاعتماد عليه ومنحه أموالا. وكذلك الوساطة المالية تقوم على خلق الثقة بين المتعاملين.

يمكن عرض خصائص الثقة من خلال النقاط التالية:[2]

– المكونات الأساسية للثقة هي السمعة والمصداقية، بحيث السمعة هي أن تعرف بشرفك، وهي نظرة معنوية، من خلال الصدق، الولاء، وهي تأتي من الأخلاق والبعد الاجتماعي للثقة. في حين أن المصداقية تعني أن شخصا ما يستحق أن يعتمد عليه، لأنه معروف باختصاصه وخبرته في ذلك المجال، وهي تعبر عن البعد الاقتصادي للثقة. وهذان البعدان يفسران جانب من المعاملات التي تكون اجتماعية قبل كونها اقتصادية.

[1] – **المرجع السابق**، ص: 19.

[2] - Christian BIALÈS, **Op-cit**, p : 33.

– تسمح الثقة بتخفيض التكاليف المرتبطة بالمبادلات، فهي عبارة عن تكلفة الفرصة البديلة، فيجب أن يتم بناء ثقة أولا ثم يتم محاولة الحفاظ على استمراريتها بدل اللجوء إلى البحث عن المعلومات حول الطرف الثاني.

– يمكن أن تكون علاقة الثقة غير متماثلة، ومن الممكن أن تصبح علاقة اعتماد أحد الطرفين على الآخر، وذلك عندما يكون أحد الطرفين ذو خبرة ويؤدي دورا رئيسيا، فهي في نفس الوقت علاقة وكالة، وهو بالضبط ما نجده في علاقة البنك مع زبائنه. لكن عدم تماثل المعلومات الذي يسود هذه العلاقة، والذي قد يؤدي إلى الإساءة في استخدام الثقة، يمكن احتواؤه من خلال عدة ضمانات كالضبط والرقابة على النظام المالي ككل (الحكومة)، وجود مقرضين آخرين (المنافسة)، أخلاق المهنة والتنظيم الداخلي للمؤسسة المالية.

– هناك حاجة دائمة للحفاظ على علاقة الثقة، والتي تبقى لمدة طويلة، وتعني وفاء الزبائن. فالثقة مرتبطة بقدم العلاقة بين الطرفين، والتي تعكس حجم تعامل كبير، غير أنها من الممكن أن تزول بسهولة من خلال سلوك انتهازي بسيط. وعليه قدم التعامل يعد استثمارا يجب الحفاظ على عائداته.

ثانيا: الثقة آلية تكميلية لتنسيق الأنشطة الاقتصادية

من خلال الخصائص السابقة للثقة يمكن اعتبارها كآلية تنسيق للأنشطة الاقتصادية على مستوى السوق، لأن الإطار الزمني للسوق هو التبادل الفوري حتى تصبح الاستراتيجيات الانتهازية غير مجدية، غير أن العلاقات الاجتماعية والاقتصادية في الحقيقة تأخذ فترة زمنية، لأن التبادل يحتاج إلى استقرار، إعادة التبادل،... وخاصة عند أخذ حالة عدم التأكد التي يتميز بها المحيط بعين الاعتبار، هنا يصبح السلوك الانتهازي أكثر خطورة، لكن بحضور الثقة والتي تعد كآلية تعمل على حماية المستثمرين، والتي يمكن تفضيلها على العقود، هذه الأخيرة التي غالبا ما تتميز بالنقص وعدم الكمال، يتم التخلص من مشكلة هذا السلوك.

ثالثا: دور الوساطة المالية في خلق الثقة بين المتعاملين

تظهر كل من عملية إدارة الأصول والإدارة المالية جملة من الخصائص المحددة خلال النشاط الاقتصادي وذلك لجميع المستثمرين، لأنه دائما ما تعنى هاتين الوظيفتين بأهمية إستراتيجية وحيوية داخل المؤسسة، وذلك لارتباطهما بدرجة عالية من المخاطرة، فالقرار المرتبط بهاتين الوظيفتين له آثار على المؤسسة في المدى البعيد، لذا فهما تتطلبان الكثير من الخبرة والاستقرار أكثر من الوظائف الأخرى، خاصة

فيما يتعلق بالعلاقات بين الوسطاء الماليين والمستثمرين (جانب الوظيفة المالية)، والتي ليست تقليدية كالتبادلات الاقتصادية، ولكن يمكن القول عنها أنها علاقات شراكة، وهذا يعني أنها علاقات طويلة الأمد، بالإضافة إلى العلاقات التي تنشأ بين الأفراد والتي تؤدي دور محرك، حيث تؤدي إلى تكوين شبكات لسير المعلومات وقيام التبادلات، وتعد الثقة فيها كرأس المال لتطور هذه العلاقات والشراكات[1].

يوفر الوسيط المالي للمستثمرين مؤسسة منتجة للثقة بهدف القدرة على القيام بنشاطاتها المالية في أحسن الأحوال وبأفضل الشروط، من خلال النوعية/السعر؛ أي التكلفة، الضمان والعائد، ومن خلال هذه الثقة العامة في مؤسسات الوساطة يمكن أن تكون هناك ثقة شخصية بين الأفراد كالمسؤولين عن مؤسسات الوساطة والمستثمرين، إلا أن هذه الأخيرة أكثر هشاشة.

[1] - **Idem**, p : 34.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر سوق رأس المال مجالا واسعا للتعامل في الأموال المتوسطة والطويلة الآجال، حيث يتم من خلالها تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، وذلك بانسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز.

من خلال المبحث الأول من هذا الفصل يمكن القول أن لسوق رأس المال مكانة بالغة الأهمية تتجلى في أدائها لجملة من الوظائف تعمل في مجملها على تحقيق التخصيص الكفء للموارد من خلال التوجيه الأمثل لها نحو القطاعات الإنتاجية.

تقسم سوق رأس المال إلى سوقين، سوق أولية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها والاكتتاب فيها لأول مرة، وسوق ثانوية يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها.

كذلك تتميز سوق رأس المال بتنوع المنتجات المالية المتداولة فيها، إذ يمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وأوراق مالية تمثل مديونية وأخرى هجينة بالإضافة إلى أوراق مالية أخرى حديثة نسبيا.

يجري التعامل في سوق رأس المال بين مجموعة من المتعاملين هم الطالبون لرؤوس الأموال، العارضون لها، الوسطاء، المحكمون والمراقبون.

أما المبحث الثاني من هذا الفصل الذي خصص لكفاءة سوق رأس المال، فقد مكن من الوقوف على مفهوم ومتطلبات كفاءة السوق، حيث تم الوصول إلى أن السوق الكفأة هي تلك السوق التي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليلا جدا.

وارتكازا على هذا المفهوم، هناك نوعين من كفاءة السوق، كفاءة كاملة يتسم السوق من خلالها بعدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وبالنظر للشروط الواجب توفرها يعتبر تحقق هذا النوع من الكفاءة غير ممكن في الواقع العملي، مما يوجه التركيز نحو النوع الثاني من الكفاءة والمتمثل في الكفاءة الاقتصادية، هذه الأخيرة يقتضي تحقيقها تحقق كل من الكفاءة التسعيرية والتشغيلية.

وتم حصر كفاءة السوق وفقا لمعلومات السوق في ثلاث صيغ: صيغة الفرض الضعيف لكفاءة السوق، التي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن الأسعار في الماضي وتتحرك بصورة عشوائية، وبالتالي تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى بالنسبة للمستثمر. والصيغة الثانية هي صيغة الفرض متوسط القوة لكفاءة السوق، والتي تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات في الاقتصاد. بينما الصيغة الثالثة تتمثل في صيغة الفرض القوي لكفاءة السوق، وفيه تكون أسعار الأوراق المالية بمثابة انعكاس لكل المعلومات العامة والخاصة.

هناك العديد من المؤشرات التي يمكن اعتمادها في قياس كفاءة سوق رأس المال، والتي من بينها مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق، مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية الذي يعتمد على توافر مصادر المعلومات ومدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية.

في حين تناول المبحث الثالث دور الوسطاء الماليين في تحقيق كفاءة سوق رأس المال من خلال دورهم في تخفيض تكاليف التداول، تخفيض المخاطرة، تخفيض عدم تماثل المعلومات والقدرة على خلق الثقة.

الفصل الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال في ظل اقتصاد المعرفة

الفصل الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال في ظل اقتصاد المعرفة

تمهيد

رغم النجاحات التي حققتها بعض الدول في المجال المالي إلا أن ذلك لم يمنع تعرضها للاضطرابات وعدم الاستقرار، ولقد ارتبطت أزمة "الدوت كوم" التي أصابت شركات الانترنت سنة 2000 كأهم انهيار مالي باقتصاد المعرفة لتثير جدلا كبيرا حول مدى نجاعة الاندماج في اقتصاد المعرفة.

أحدث التحول إلى اقتصاد المعرفة العديد من التغيرات في محيط الاقتصاد، حيث حلت مفردات ومعايير جديدة تساهم في تحقيق الأرباح والحصول على القيمة المضافة، وهذه المفردات ذات خصائص غير ملموسة وخلاصتها المعرفة. هذه التغيرات الناجمة عن مظاهر الاقتصاد المعرفي تؤثر على كفاءة أسواق رأس المال لعدم تكيف هذه الأسواق معها. وتؤدي ركيزتا اقتصاد المعرفة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ورأس المال الفكري دورا مهما في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.

ولتفعيل دور اقتصاد المعرفة يجب توفير مجموعة من الآليات العملية، كالحوكمة وإعادة الهندسة المالية، فالحوكمة نظراً لدورها في تجنيب الهيئات التعرض لحالات التعثر والفشل والإفلاس المالي والإداري، فضلاً عن دورها في تعظيم قيمة الهيئة في السوق وضمان بقائها ونموها واستمرارها في عالم الأعمال. أما إعادة الهندسة المالية لما لها من دور في التصميم، التنفيذ وإعادة التطوير لمختلف آليات وصيغ حل مشاكل التمويل.

المبحث الأول: اقتصاد المعرفة والأزمات المالية في سوق رأس المال

تعتبر الأزمات المالية من الهواجس التي تعيش عليها الاقتصاديات المالية للدول، فرغم النجاحات التي حققتها بعض الدول في مجال الاستقرار المالي، إلا أن ذلك لم يمنع تعرضها للاضطرابات وعدم الاستقرار. لقد جاءت أزمة "الدوت كوم" التي أصابت شركات الانترنت سنة 2000 كأهم انهيار مالي في ظل اقتصاد المعرفة لتثير جدلا كبيرا حول مدى الحكمة من الاندماج في اقتصاد المعرفة والأسباب التي تقف وراء هذه الانهيارات.

المطلب الأول: جوهر وطبيعة الأزمة المالية

الأزمات المالية وإن تشابهت من حيث المبدأ وتأثير عامل العدوى، إلا أنه يبقى لكل أزمة مميزاتها، كذلك كان لأزمة "الدوت كوم" مميزاتها وجملة العوامل التي ساهمت في انفجارها وآثار خلفتها.

1- تعريف الأزمة المالية

يمكن تعريف الأزمة على أنها: "أثر ينجم عن سياسة خاطئة تؤدي إذا ما تعمقت إلى أزمة كبيرة تشمل كافة القطاعات".[1]

بالرغم من أنه لا يوجد تعريف محدد للأزمة المالية، إلا أن معظم التعاريف المعطاة تركز على كونها اختلالا عميقا، جادا ومفاجئا في بعض التوازنات المالية، يتبعها انهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها، وتعبر عن انهيار مفاجئ في مجموع المتغيرات المالية، مثل حجم الصادرات وأسعار الأسهم والسندات وقيمة القروض والودائع المصرفية وأسعار الصرف ويمتد آثار ذلك إلى القطاعات الأخرى.[2]

عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة، نتيجة لأزمة الثقة في النظام المالي التي يكون سببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل، يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض، وعندها

---

[1]- علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 180.

[2]- محسن الندوي، "**تحديات التكامل الاقتصادي العربي في عصر العولمة**"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2011، ص: 211.

يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية، حيث يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة، مما يؤدي إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج.[1]

2- أعراض الأزمة المالية

أجمعت العديد من الدراسات على المظاهر المختلفة للأزمات المالية، ويكفي وجود عدد منها كي يكون النظام المصرفي والمالي معرضا لأزمة مالية، أهم هذه المظاهر:[2]

- ركود أو تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي؛

- اتجاه رؤوس الأموال الأجنبية للخارج (مخاطر هيكلية)؛

- قيام البنوك بالإفراط في الإقراض بدون ضمانات كافية (مخاطر معنوية)؛

- القرارات الخاطئة للمستثمرين والمقرضين بسبب المعلومات غير الكاملة أو غير الصحيحة أثناء الأزمة (سلوك القطيع) مما يؤدي إلى تعميق الأزمة؛

- تدهور معدلات التبادل وانخفاض قيمة الصادرات (بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية)؛

- التوجيه غير السليم لأسعار الصرف؛

- هيكل تدفقات رأس المال الأجنبي عنصر هام، حيث كلما كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل تزايد ميل الاقتصاد للتعرض إلى أزمة مصرفية؛

- انهيار العملة يؤدي إلى تدهور أوضاع البنوك وتزايد خسائرها وتعرضها للإعسار وتنشأ معها أزمات مصرفية جديدة.

---

[1]- هالة حلمي السعيد، "**الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة**"، بنك الكويت الصناعي، العدد 58، سبتمبر 1999، ص ص: 63-64.

[2]- محمد يوسف القريوتي وآخرون، "**الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية**"، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص: 03.

3- عناصر الأزمة المالية

تشتمل الأزمة المالية على عناصر، موضحة كما يلي:[1]

- **المفاجأة وعدم التوقع:** حيث أثبتت التجارب السابقة مع الأزمات الفشل المتكرر في توقعها، بل وفي بعض الأحيان توقعات معاكسة تماما للأحداث فيما بعد، وهذا ما يجعل الأزمة أكثر حدة وقسوة.

- **التهديد للمصالح الأساسية للدولة:** إن المصالح الاقتصادية والمالية هي من أهم المصالح الأساسية للدولة، حيث تواجه الدولة أزمة مالية إذا تعرضت مصالحها المالية إلى تهديد مفاجئ وغير مفاجئ، وبقدر هذا التهديد تكون خطورة الأزمة، مما يدفع بصناع القرار إلى استعجال إجراءات مواجهة هذه الأزمة.

- **الحاجة إلى التدخل السريع:** تشتد خطورة الأزمة كلما كان العمر الزمني للأزمة بمدى تشابك موضوعاتها، أو تعدد أطرافها، إذ تزداد حدتها، كلما ترتفع درجة الصعوبة في التعامل معها بحسب كثرة تداخل المصالح التي تهددها، فعندئذ يتسم الوقت المتاح لاتخاذ القرارات الملائمة بشأنها بضيقه وعدم كفايته.

4- أسباب الأزمة المالية

هناك جملة أسباب تتضافر لإحداث الأزمة، وهناك عوامل تزيد من حدتها وعلى اختلاف الأسباب المطروحة إلا أنها يمكن أن تتركز في الآتي:[2]

- **نقص الشفافية**، إذ أن عدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من المؤسسات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية من العملات الأجنبية، يؤدي إلى فقدان الثقة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

---

[1]- إبراهيم عبد العزيز النجار، "**الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص: 19-20.

[2]- اعتمدت الباحثة على المرجعين التاليين:

- عبد الله شحاتة، "**الأزمة المالية: المفهوم والأسباب**"، ص ص: 4-6، متوفر على الموقع الالكتروني: www.pidegypt.org/download/forum-papers/15.pdf, le 25/04/2014, 21 :00.

- جميلة الجوزي، "**أسباب الأزمة المالية وجذورها**"، متوفر على الموقع الالكتروني: www.jinan.edu.lb/conf/money/1/dreldjouzi.pdf, le 25/04/2014, 21 :00.

– **تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل والتي يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين،** مما يعمل على زيادة حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية. وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية. وهذا ما يؤدي إلى موجة من التدفقات الرأسمالية نحو الخارج.

– **ضعف الإشراف والرقابة الحكومية،** مما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة وقدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.

– **وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية الملائمة،** خاصة إذا تزامن ذلك مع انعدام الشفافية والفساد والتلاعب في البيانات والقوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب.

– **الطبيعة الدورية للاقتصاد الرأسمالي،** حيث أن أي اقتصاد يمر بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط"، وأثناء مرحلة النمو تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجددا، ولكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحها المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ ألازمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ الأموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجددا.

– **الانفصام المتزايد بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي والنقدي،** حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من سبعينات القرن الماضي، وقد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي. وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضا بين المضاربة والاستثمار. وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطفيلي للرأسمالية المعاصرة.

المطلب الثاني: أزمة "فقاعات شركات الانترنت" 2000 كأهم انهيار مالي في ظل اقتصاد المعرفة وآثارها

تتكون "الفقاعة" (Bubble) عندما ترتفع أسعار الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسالة وقت عندما يكون اتجاها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.[1]

1- جوهر أزمة "فقاعات شركات الانترنت" 2000

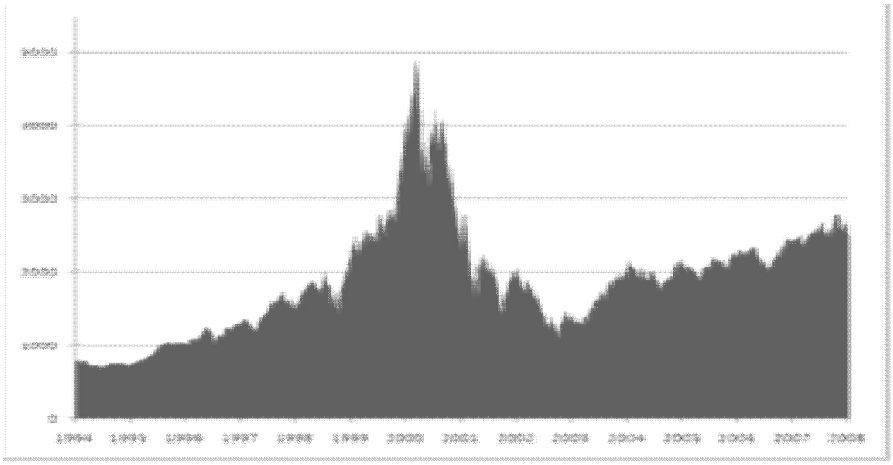
عادة ما يشير إلى فقاعة "الدوت كوم" على أنها تمثل الفترة من 1995 إلى مارس 2000 حيث بلغ مؤشر نازداك "NASDAQ" قمته متجاوزا حد 5100 نقطة، لينهار المؤشر بعد ذلك محدثا أزمة عنيفة في الولايات المتحدة الأمريكية امتدت آثارها لبعض الدول الأخرى في العالم. فمؤشر نازداك، أي سوق نازداك، هو سوق موازي لبورصة نيويورك للأوراق المالية، وقد حل محل سوق الوسطاء في الأوراق المالية " OVER the CONTER" ويضم مؤشر السوق شركات التكنولوجيا، ومنها بالطبع شركات الانترنت، والتي كان يطلق عليها اسم شركات "الدوت كوم" (dot com)، أي الشركات التي تبيع السلع عبر الانترنت أو التي تعرض مواد عبر الانترنت أو التي تقدم خدمات الاتصال بالانترنت ...، ولذلك فإن آثار هذه الأزمة تظهر على هذا المؤشر بصفة أساسية.

تجدر الإشارة أنه قبل بدأ أي فقاعة لابد من رجوع فكرة استثمارية يتم الاستناد إليها في ترويج الخطة الاستثمارية التي تدور حولها، ومع التوسع الكبير في شبكة الانترنت وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وتطوير آليات فعالة للتجارة الالكترونية، بدأت تنتشر في وسائل الإعلام في مجال الأعمال عبارة جديدة هي "الاقتصاد الجديد" (New Economy)، حيث يقوم الانترنت بالدور الأساسي في تسيير الأعمال وتسهيل التجارة وعمليات التسويق وحركات المخزون...الخ. فسلم المستثمرون أنفسهم للوهم الكبير، وهم الثروة القادمة مع هذا الاقتصاد الجديد، والذي سيفتح آفاقا هائلة للمعاملات والقيمة المضافة في الاقتصاد، وبالطبع تحقيق أرباح خيالية في القطاعات المختلفة في الاقتصاد الجديد سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

[1]- عبد الله شحاتة، **مرجع سبق ذكره**، ص: 04.

فقاعة "الدوت كوم" هي إذا نتاج نمو في تكنولوجيا المعلومات والاعتقاد السائد بان الشركات المقدمة للانترنت ولسلسلة السلع والخدمات المرتبطة به هي التي ستمثل نموذج الأعمال الأمثل في الاقتصاد الجديد.[1] الشكل الموالي يوضح تطور مؤشر نازداك خلال الفترة 1994-2008.

الشكل رقم (1-3): تطور مؤشر نازداك 1994-2008



Source: http://en.wikipedia.org/wiki/dot-com_bubble, 27/04/2014, 19: 00.

2- العوامل التي ساهمت في نفخ فقاعة "دوت كوم" قبل انفجارها

ساهمت العديد من العوامل في نفخ فقاعة "الدوت كوم" قبل انفجارها في مارس 2000، وأهمها:[2]

- الاعتقاد الجازم الذي كان سائدا بين المستثمرين بأن شركات "الدوت كوم" هي صناعة المستقبل، وأن هذه الشركات ستمثل الأركان الأساسية للاقتصاد الجديد، وأن الاستثمار فيها هو السبيل الوحيد لاقتطاف ثمار العوائد الناجمة عن النمو في هذه الصناعة.

- سوء عملية تقييم الأسهم، حيث كان أداء أسهم شركات "الدوت كوم" في مؤشر نازداك استثنائيا، فقد كانت أسعار أسهم هذه الشركات تنمو نموا سريعا في البورصة حتى دون أن تحقق أرباحا تساند هذا النمو في القيمة الرأسمالية السوقية لها، (عند النظر إلى المؤشرات التي كشفت عنها الأزمة نجد أن الجميع حتى

[1]- محمد إبراهيم السقا، "**عالم لا يتعلم من أزماته-فقاعة الدوت كوم-**"، متوفر على الموقع الالكتروني: http://www.aleqt.com/2010/08/20/article431805.html, 27/04/2014, 21: 00.

[2]- **المرجع السابق.**

المستثمرون المؤسساتيون لم يأخذوا في الحسبان أي أسس للتحليل الفني أو الجوهري عند اتخاذ قرارات الشراء والمضاربة على أسهم شركات الدوت كوم).

– أدت وسائل الإعلام دورا مهما في تكون الفقاعة، وذلك من خلال التقارير التي كانت تبث يوميا من كل حدب وصوب، والتي تهدف إلى خلق مناخ تفاؤلي حول عمليات الاستثمار في قطاع الدوت كوم. وتشير تجارب العالم مع أزماته إلى أنه ما إن تتم تهيئة المضارب نفسيا، فإنه يكون مستعدا لفعل أي شيء بما في ذلك إغراق نفسه بالديون بحثا وراء وهم الثراء السريع.

– دخول مستثمرين ليس لديهم خبرة في مجال شراء الأسهم، يحركهم دافع واحد، هو حلم الثروة القادم، ومن الطبيعي أن لا يهتم مثل هؤلاء بالأسس السليمة التي يفترض أن يقوم عليها القرار الاستثماري، أو بأهمية تكوين محافظ استثمارية لها القدرة على الاستدامة. أكثر من ذلك، فإن الدراسات التي تمت على الأزمة أثبتت أنه حتى مثل هؤلاء المستثمرين الذين يفترض إنهم يتسمون بالرشد، قد ساهموا بالفعل في رفع درجة عدم الاستقرار في السوق. على سبيل المثال أشارت بعض الدراسات إلى أن صناديق التحوط كانت تقود فقاعة "الدوت كوم" خلال الفترة من 1998–2000، وهو ما يعني أن المستثمرين الذين يفترض أنهم يتسمون بالرشد قد يشاركون في نفخ الفقاعة لفترة من الزمن قبل خروجهم من السوق، ومن ثم يسهمون في رفع درجة عدم استقرار السوق.

مابين 8 جانفي 2000 حتى مارس 2001، خسر المتعاملون في السوق تريليون دولار، حيث محيت من ثروة المستثمرين ومن القيمة الرأسمالية للأسهم المتداولة في سوق نازداك، وهي خسارة ضخمة جدا. فقبل حدوث الإنهيار كانت القيمة السوقية لأسهم شركات التكنولوجيا تتجاوز 1.4 تريليون دولار، وعند انتهاء الانهيار كانت مؤشرات القيمة السوقية تشير إلى انخفاض هذه القيمة الرأسمالية إلى نحو 400 مليار دولار فقط. انتهت الأزمة ولم يتحول العالم إلى هذا الاقتصاد الجديد على النحو وبالصورة التي روج لها المحللون، حيث مازالت قواعد أداء الأعمال واحدة سواء في ظل الانترنت أو دونه، فكل منتوج، سواء كان سلعة أو خدمة، لابد له من منتج ينتجه ومن سوق يوزع فيها ومستهلكين يشترونه ومن أرباح أو خسارة تتحقق من ورائه، بغض النظر عن الطريقة التي ستتم بها تأدية العمل. هذا بالطبع لا يعني أن الانترنت غير مهم في مجال الأعمال، فمما لا شك فيه أن الانترنت قد غير الطريقة التي تمارس بها الأعمال بصورة

جذرية، وأثر في كيفية أداء عمليات الإنتاج والتوريد، وخفض التكاليف وحسن بشكل كبير من الإنتاجية في القطاعات المنتجة للسلع والخدمات في العالم.[1]

3- آثار أزمة "فقاعات شركات الانترنت" 2000

ولقد ترتب عن هذه الأزمة ما يلي:[2]

- استمرار انخفاض مؤشر نازداك إلى غاية سنة 2003، حيث قدرت نسبة الانخفاض بحوالي 78%.

- تزامن أحداث 11 سبتمبر 2001 مع هذه الأزمة أدى إلى غلق الأسواق المالية الأمريكية بشكل مؤقت إلى حين زوال آثار تلك الأزمة.

- انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث لم يتجاوز 0.8% سنة 2001.

- قيام البنك الفدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة من 6.25% إلى حدود 1% خلال فترة قصيرة. من أ

جل تحفيز النمو الاقتصادي وخوفا من شبح الركود الاقتصادي.

[1]- محمد إبراهيم السقا، **مرجع سبق ذكره.**

[2]- ثريا الخزرجي، "**الأزمة المالية العالمية الراهنة وآثارها في الاقتصاديات العربية: التحديات وسبل المواجهة**"، جامعة بغداد، ص: 10، متوفر على الموقع الالكتروني:
www.kantakji.com/media/8963/34.pdf, le 27/04/2014, 21:00.

المبحث الثاني: دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

إن التحول إلى اقتصاد المعرفة أحدث تغيرات في بيئة الأعمال، حيث حلت مفردات ومعايير جديدة تساهم في تحقيق الأرباح والحصول على القيمة المضافة، وهذه المفردات ذات خصائص غير ملموسة وخلاصتها المعرفة. هذه التغيرات الناجمة عن مظاهر الاقتصاد المعرفي تؤثر على كفاءة أسواق رأس المال لعدم تكيف هذه الأسواق معها. وتؤدي ركيزتا اقتصاد المعرفة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ورأس المال الفكري دورا مهما في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.

المطلب الأول: علاقة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بكفاءة سوق رأس المال

من الدراسات التي تناولت مدى استخدام تكنولوجيا المعلومات في سوق رأس المال، دراسة (Gogan1991) ودراسة (Manson et Al 1997) حول استخدام تكنولوجيا المعلومات في الأنشطة المالية، حيث استنتجوا أن هناك حاجة قوية لاستخدام تكنولوجيا المعلومات في الأنشطة المالية. كما استنتجوا أن تكنولوجيا المعلومات تسهل انسياب الأنشطة المالية وتخفض التكلفة اللازمة لإجرائها.[1]

أولا: التداول الالكتروني

بدأ استخدام التداول الالكتروني في أسواق رأس المال منذ ما يقارب ثلاث عقود. وقد تزايد الاعتماد على الحاسب الآلي ليقوم بإجراءات التداول، التي كانت تدار يدويا في هذه الأسواق، مع مرور الوقت. ومن أشهر الأسواق المالية العالمية التي تعتمد بشكل أساسي على نظام الكتروني للتداول أسواق تورنتو، باريس وطوكيو؛ حيث يستخدم سوق تورنتو نظام (CATS) وهو من أشهر أنظمة التداول الالكتروني وأقدمها حيث بدء في استخدامه سنة 1977. ويستخدم سوق باريس نظام (CAC) منذ سنة 1986 وسوق طوكيو نظام (CORES) منذ سنة 1982.

[1]– وليد زكريا صيام، "**أثر تحديث الأسواق المالية وإدخال نظام التداول الالكتروني على تنشيط الاستثمارات (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية –المملكة الأردنية الهاشمية–)**"، المؤتمر الدولي العلمي الثاني "سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية إشارة خاصة لحالة الجزائر"، جامعة سكيكدة، ص: 2، متوفر على الموقع الالكتروني: islamfin.go-forom.net/t1870-topic, le 27/04/2014, 21:00.

يعد نظام التداول الالكتروني في السعودية من أقدم أنظمة التداول الالكتروني في العالم العربي؛ حيث بدأ العمل بهذا النظام في النصف الثاني من سنة 1990.[1] وقد شاع استخدام أنظمة التداول الالكتروني خلال العقد الماضي في أسواق رأس المال لبقية الدول العربية.

1- تعريف التداول الالكتروني

التداول الالكتروني هو جميع المبادلات والصفقات والتدفقات المعلوماتية الخاصة بالأدوات المالية، التي تتم باستخدام الأشكال المتعددة للإرسال والاتصال الالكتروني مثل الهاتف والتلفزيون وشبكات الحاسب الآلي والانترنت.

ويبدأ نظام التداول الالكتروني بقبول رسائل المتداولين باعتباره نظام اتصالات بين أطراف التداول، وتكون هذه الرسائل في شكل أوامر بيع وشراء، ويتم تجميعها في سجل الأوامر، ويبثها في صورة عروض وطلبات، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة، وينتهي بتسوية الصفقات المنفذة بعد المقابلة التلقائية لتلك الأوامر،[2] ويقوم النظام بتحديد من يحق له إدخال أوامر البيع والشراء في النظام ونوع الأوامر المقبولة، وفترة صلاحيتها، كما يوفر النظام معلومات عن العروض والطلبات السائدة وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها، والمعلومات اللحظية المتعلقة بالشركات المساهمة.

وعموما تسعى قواعد التداول الالكتروني في أسواق رأس المال الالكترونية على الرغم من اختلافها إلى تحقيق هدفين:[3]

- **توفير السيولة:** ويعد هدفا لأن قدرة السوق على جذب تيار الأوامر للسوق تعتمد على مدى وجود التزامات ثابتة من المتداولين فيه، أو على الأقل طائفة منهم لتوفير السيولة في السوق. كما أن توافر السيولة في سوق معينة يغري المتداولين الآخرين لإرسال أوامرهم إلى هذا السوق؛ مما يزيد من سيولتها.

[1]- محمد بن إبراهيم السحيباني وعبد الله بن محمد العمراني، "**قواعد التداول الالكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي**"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 2.

[2]- وليد زكريا صيام، **مرجع سبق ذكره**، ص: 2.

[3]- محمد بن إبراهيم السحيباني وعبد الله بن محمد العمراني، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 3-4.

ويوجد في الواقع ارتباط قوي بين سيولة السوق وتكلفة التداول، فزيادة السيولة يعني مزيدا من الكميات المعروضة والمطلوبة، وبالتالي مزيدا من التنافس على توفير السيولة عند أسعار أفضل، مما يقلل من الفرق بين أفضل العروض والطلبات. وهو ما يؤدي إلى تقليل تكلفة التداول حيث يتمكن المتداول من تنفيذ أمره، حتى لو كان كبيرا، بسرعة وبتكلفة أقل.

- **توفير آلية لاكتشاف أفضل الأسعار:** ويعد اكتشاف الأسعار هدفا رئيسيا لقواعد التداول الالكتروني، لأنه يجعل السوق أكثر كفاءة من حيث قدرتها على دمج المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية في أسعارها بأقل وقت ممكن، مما يقلل من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها، فتزداد ثقة المتداولين في السوق.

2- فوائد التداول الالكتروني

إن عملية التغيير من نظام قديم إلى آخر أكثر تطورا يعني أن هناك جملة من الايجابيات التي تحقق أداء أفضل ونتائج أدق. ومن بين فوائد التداول الالكتروني ما يلي:[1]

- تعزيز وتحقيق عدالة السوق وشفافية عملية التداول.

- زيادة فعالية التداول من حيث توفير القدرة على استيعاب وتنفيذ أحجام تداول كبيرة.

- تقليل المخاطر وحماية صغار المستثمرين من خلال تعريف اللوائح، الأنظمة والقرانين.

- توفير إمكانية التداول عن بعد.

- تسهيل وتسريع نقل الملكية من خلال الربط الآلي بين السوق مركز الإيداع والتحويل.

- تسهيل الإدراج المشترك بين أسواق رأس المال.

---

[1]- اعتمدت الباحثة على المرجعين:

- دعاء نعمان الحسيني وعدنان سالم قاسم، "**أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002-2003**"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 21، جامعة تكريت، 2011، ص: 56.

- عبد الحميد قصراوي، "**دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية (البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق)**"، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني "سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي"، 2007/9، ص ص: 5-6.

– إمكانية فتح عدة أسواق في نفس الوقت.

– إمكانية استرجاع السوق للوضع الذي توقفت عنده في حالات الطوارئ.

– تسهيل عمل شركات الوساطة من مواقعها المختلفة حيث يتم عقد جلسات التداول وتمكين المستثمرين من تنفيذ صفقاتهم.

– إعطاء الثقة للمستثمر وطمأنته على استثماراته من خلال توفير آخر ما توصلت إليه التكنولوجيا المتطورة في السوق، ووجود أنظمة حماية للأجهزة والبيانات والبرامج وتوفير أجهزة احتياطية سواء بالنسبة لأجهزة الكمبيوتر والشبكات أو مصادر توفير الطاقة الكهربائية.

3- مخاطر التداول الالكتروني

يجب على المستثمر المستخدم للانترنت قبل استخدامه لخدمة التداول أن يعرف القواعد والمخاطر التي تنطوي عليها عملية التداول عبر الانترنت، إضافة إلى إدراكه التام بان استخدام شبكة الانترنت يلازمه عدد من المخاطر التي قد تحقق له خسارة غير مرغوب فيها، وقد ترتبط هذه المخاطر بشبكة الانترنت نفسها أو البرنامج المستخدم أو بنظام التداول الالكتروني، إضافة إلى سوء استخدام الخدمة من قبل المستثمر، لذا على المستثمر أن يقر بأنه يدرك ويقبل بهذه المخاطر التي قد يواجهها أثناء التداول عبر الانترنت، ومن هذه المخاطر:[1]

– المخاطر المتعلقة بالتدخل أو خرق البرامج من قبل قراصنة الكمبيوتر أو أي طرف ثالث؛

– فقدان كلمة المرور الخاصة بحساب المستثمر أو استخدامها من قبل طرف آخر أو أطراف غير مخولين لذلك؛

– المخاطر المتعلقة بخلل في أنظمة التداول أو تأخيرات في التنفيذ أو تقديم الأوامر أو فقدان الأوامر من خلال الاتصال؛

– أعطال جهاز الحاسب الآلي المستخدم من قبل المستثمر؛

– القيام برفض الأمر أو عدم الالتفات له من قبل البورصة في حال مخالفته للتشريعات أو شروط وأحكام الاستخدام؛

[1]– كابيتال للاستثمارات، "**نشرة توعية بالإضافة إلى بيان إفصاح المخاطر للتداول عبر الانترنت**"، ص ص: 1-3، متوفر على الموقع الالكتروني: http://www.capitalinv.com/capital-inv-disclaimer.pdf, le 28/04/2014, 21:00.

– مخاطر الازدواج أو تكرار الأوامر من قبل العميل من خلال البرنامج بصورة متعمدة أو غير متعمدة؛

– حدوث أخطاء مفاجئة في الأسعار والمعلومات التي يبثها برنامج التداول؛

– المخاطر المتعلقة بفيروسات الكمبيوتر؛

– الأعطال التي تتعرض لها شبكة الانترنت قد تؤدي إلى الانقطاع الجزئي أو التام للخدمة مما يؤدي إلى فقدان الاتصال مع الأوامر المدخلة إلى نظام التداول الالكتروني؛

– مخاطر الطلبات المحددة بصورة غير مناسبة وعدم تعبئة نموذج الطلب بصورة مناسبة أو بطريقة خاطئة؛

– مخاطر متعلقة بعدم ضغط العميل على تأكيد الأمر الصادر عنه الذي يترتب عليه إلغاء الأمر.

ثانيا: علاقة التكنولوجيا بتحقق كفاءة سوق رأس المال

لتحقيق كفاءة سوق رأس المال ينبغي توافر العديد من الشروط التي يصعب جدا تحقيقها دون استخدام كبير للتكنولوجيا، ومن أهمها:[1]

– إتاحة معلومات السوق للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف (أنظمة بث معلومات تداول آنية).

– عدم وجود قيود على التعامل وتقليل تكاليف المعاملات والبيروقراطية (أنظمة تداول الكترونية).

– للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر (إجراءات تداول الكترونية).

– وجود عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم (توسيع قاعدة المستثمرين).

– اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم (التوعية الاستثمارية).

– تعزيز الرقابة، حيث أن تطبيق نظام الرقابة الالكتروني ومن خلال تعريف محددات خاصة بالرقابة المطلوبة يمكن السوق من مراقبة وضبط حركة التداول والسلوكيات المتبعة لديه مما يعكس ويحافظ على

[1]– عبد الحميد قصراوي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 6-8.

مصداقية السوق وثقة المستثمرين. ويساعد هذا النظام على الكشف عن أية محاولات لخلق سوق زائفة وتحديد الممارسات الممنوعة على نطاق أوسع فور حدوثها وتحديد التداول الذي يتم بناء على معلومات حساسة وغير معلنة.

– تعزيز الإفصاح، حيث يعتمد التقرير المالي على الانترنت على تطورات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، إذ اعتمدت معظم المنشآت خاصة في الدول المتقدمة على المزايا التي توفرها تقنيات الانترنت لتلبية احتياجات الأطراف المهتمة بالمنشآت من البيانات والمعلومات في توقيت ملائم. تجلى ذلك في مراحله الأولى بنشر القوائم المالية اعتمادا على وسائل مقيدة للنشر مثل برنامج بحث لا يمكن ربط البيانات المنشورة مع بيانات أخرى تتعلق بها. إلا أن تطورات وسائل وأدوات الشبكة العالمية أتاح وسائل عرض وإفصاح أكثر تقدما وقبولا بالنسبة لمستخدمي الشبكة والشركات في آن واحد، باتجاه الوصول إلى التقرير المالي المباشر في توقيت حقيقي.

ويقدم هذا النوع من الإفصاح العديد من المزايا للشركات والأفراد على حد سواء، فبالنسبة للشركات:

– إمكانية الوصول إلى أكبر قاعدة من المستثمرين في العالم.

– تعمل هذه اللغة وفقا لطريقة التقرير المالي الموسع، وهي تعمل كبرنامج مستقل وطريقة منتظمة قابلة للامتداد لتبادل البيانات. ويمكن استخدامها بشكل مستقل أو بإدخالها إلى تطبيقات الحاسب الآلي.

– تمكن من الربط بين أجزاء أو عناصر المعلومات الملائمة للتقرير المالي، بشكل يؤدي إلى إيجاد نظام يمكن من تجميع البيانات لأغراض إعداد التقارير المالية بكفاءة، مما يوصل إلى تنويع واسع في التقارير المؤتمتة.

– تتضمن هذه التكنولوجيا إمكانيات تصنيف للبيانات المالية بشكل يسمح بإمكانية إجراء المقارنات أفقيا وعموديا.

– إمكانية توصيل المعلومات في وقت ملائم يتناسب مع تطورات التجارة الالكترونية والاستثمار المباشر والتعامل المباشر على الأوراق المالية.

– اعتبارات تكليفية، إذ تؤدي إلى تخفيض تكاليف إعداد ونشر التقارير والقوائم المالية.

وأبرز مزاياها بالنسبة لمستخدمي المعلومات تتمثل في تخفيض تكاليف ووقت الحصول على البيانات وتجميعها وتحليلها مقارنة بالوقت الذي كانوا يقضونه تقليديا من خلال الاستغراق في قراءة القوائم المالية المطبوعة أو الاعتماد على المعلومات التي يوفرها المحللون، مما كان يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات وتزايد احتمالات الخطأ بها. كما كان يؤدي إلى تبديد وقت طويل في عمليات الحصول على المعلومات وتجميعها وتحليلها.

المطلب الثاني: علاقة رأس المال الفكري بكفاءة سوق رأس المال

يؤدي رأس المال الفكري دورا مهما في تحقيق كفاءة سوق رأس المال من خلال مواطن تواجده في هذه السوق.

أولا: دور هيئة سوق رأس المال في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

وجدت هيئة سوق رأس المال لتكون الجهة الرسمية المشرعة لعمل السوق والحامية لحقوق المستثمرين، حيث أن أي نشاط أيا كان نوعه يحتاج إلى مظلة قانونية وتشريعات تضبط حيثياته، ومهدّ هذا القانون لتشكيل الهيئة بصفتها الجهة المسؤولة عن سلامة تطبيق قانون الأوراق المالية، وضمان مقومات العدالة، الكفاءة والشفافية لدى سوق رأس المال. كما أن الهيئة تشرف على أعمال متعهدي التغطية ووكلاء الإصدار وأعمال السوق كذلك، من خلال إصدار واعتماد الأنظمة المناسبة ورقابة سلامة تطبيقها والعمل بموجبها.[1]

إن آلية سوق رأس المال لا تخضع إطلاقا للروتين أو دواليب الهيكل التنظيمي وتعبئة الخانات الوظيفية والمناصب بأفراد غير مؤهلين في حقل الاختصاص، لذا وجب القول بأن التركيب الميكانيكي لا بد من أن يعتمد على دراسة عميقة في توظيف الكوادر وتوصيف الوظائف والاعتماد على قواعد الاحتراف

[1]– سوق فلسطين للأوراق المالية، "**دليل المستثمر نصائح وإرشادات في سوق فلسطين للأوراق المالية**"، برنامج التوعية الاستثمارية، 2006، ص: 14.

المهني والخبرات والتدريب الاستشاري في الداخل والخارج. وبالرجوع إلى الهيكل التنظيمي لهيئة سوق رأس المال يمكن اقتراح التصور التالي، حيث يمكن أن تشمل هذه الهيئة ما يلي:[1]

أ- جهاز التوجيه الفني والاستشاري: يتولى هذا الجهاز مهاما استشارية فنية وأخرى متعلقة بالتطوير التنظيمي والإداري والتجديد المستمر لأنشطة سوق رأس المال نحو الأهداف المرجوة. كما أن هذا الجهاز يكون على علاقة مباشرة بالمدراء التنفيذيين.

ب- جهاز البحوث والدراسات الاقتصادية: يتولى كافة المهام المتعلقة بالدراسات والأبحاث الاقتصادية والمعلومات المالية والإحصائية ووضع الأسس التخطيطية والمعايير المنظمة لأعمال سوق رأس المال ويرفع التقارير والاقتراحات الخاصة بتطوير أعمال وأنشطة سوق رأس المال.

ج- جهاز الرقابة والتفتيش: تناط به متابعة تنفيذ اللوائح والنظم والتعليمات والتفتيش على الأعضاء (الشركات والوسطاء) للتحقق من مراكزهم المالية وإعطاء المعلومات الدقيقة وإحالة المتلاعبين بالبورصة إلى جهاز الشؤون القانونية لاتخاذ الإجراءات والمعالجات الضرورية.

د- جهاز الشؤون القانونية: هو جهاز مهم يملي وظائفه خبراء في الشؤون القانونية والعلاقات المالية ولديهم معارف في العلوم الاقتصادية أو ذوو اطلاع واسع بقضايا الاقتصاد والمال والأعمال والعلاقات الدولية. ويجب اختيار هذه الكفاءات بدقة صارمة، ويترتب على نشاط هذا الجهاز وضع القوانين والنظم الخاصة بسوق رأس المال. ويمكن أن يتفرع عن هذا الجهاز ذاته لجان التحكيم ومجلس التأديب ولجنة التحقيقات. وتتراوح صلاحياته بين التنبيه والإنذار إلى التغريم المالي وإحالات إلى القضاء في الحالات التي تستدعي النظر من قبل المحاكم المدنية أو التجارية ومحاكم الأموال.

[1]- حسن صبحي العباس، "**الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية**"، مجلة بحوث مستقبلية، العدد العاشر، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحدباء الجامعة، 2005، ص ص: 119-120. متوفر على الموقع الالكتروني: http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=62908, le 29/04/2014, 21:00.

والخلاصة أن هيئة سوق الأوراق المالية عبارة عن إطار توجيهي ورقابي وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال إداري ومالي خاص له صفة الهيئات الحكومية الأخرى. ويجب على هذه الهيئة العمل على تحقيق كفاءة سوق رأس المال من خلال استخدام الأدوات التالية:[1]

- استقصاء الانتهاكات وتفعيل القانون؛

- تزويد المستثمرين بالمعلومات وتثقيفهم حول النظام المالي من أجل تشجيعهم على حماية أنفسهم وتجنب المخاطر؛

- ضمان التقاء أعضاء الشركات المدرجة والتزامهم بالحد الأدنى من معايير الإفصاح والحوكمة؛

- مراقبة الانصياع للأنظمة والقوانين والقيام بحملات مراقبة؛

- تثقيف العاملين بالصناعة حول التزاماتهم؛

- تطوير نظام ذاتي فعال بما في ذلك قوانين السلوك وخطط مناقشة القرارات في مجال الصناعة.

ثانيا: الوعي الاستثماري

تمثل قضية الوعي الاستثماري مفتاح الاستقرار والنجاح لأي سوق مالي. ذلك لأن الوعي يعني قرارا استثماريا رشيدا يثري صاحبه وكذلك يساهم في كفاءة واستقرار السوق من خلال التسعير العادل لأدوات الاستثمار المتداولة فيها، ومن خلال خلق ديناميكية التداول الفعال شراء وبيعا، بناء على اختلاف توقعات المستثمرين وتقييماتهم.

1- الجوانب المختلفة للوعي الاستثماري

للوعي الاستثماري جوانب مختلفة سيتم تجسيدها في:[2]

أ- ثقافة الاستثمار في السوق المالي: على اعتباره أداة مهمة في إحداث جوانب الإصلاح الاقتصادي والمالي وخاصة فيما يتعلق بمسألة الإصلاح لكافة أوجه النشاط الاقتصادي، الاجتماعي، السياسي والثقافي.

[1]- ياسر شاهين، "**دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية (سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي)**"، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007، ص: 8.

[2]- **المرجع السابق**، ص ص: 5-7.

ب- ثقافة الاستثمار في السوق الأولي: تأتي أهمية سوق رأس المال وفوائدها بالنسبة للدول النامية بقدر ما تستطيع هذه الأسواق تفعيل النشاط الاقتصادي من خلال وجود أسواق إصدار وأسواق تداول تكون مفيدة، أما إذا اقتصرت على التداول فقط فليس من المؤكد أن تكون ذات فوائد ايجابية وخاصة على المدى الطويل، طبعا تتبع الفوائد الايجابية في الدول النامية بوجود إمكانيات استيعابية باستمرار لرفع الطاقة الاستثمارية الإنتاجية، وهذا ما تعكسه سوق الإصدار التي يجب أن تسبق سوق التداول. أما الآثار السلبية فتأتي من جانب فيما لو تم التركيز على سوق التداول لشركات موجودة دون زيادتها أو زيادة نشاطها مما قد يؤدي إلى تضخم وارتفاع في أسعارها بشكل نقدي وليس حقيقي.

ج- ثقافة استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية: حيث أن ذلك سيعمل على دخول خبرات أجنبية ذات كفاءة عالية في السوق وسيزيد من المنافسة وسيجعل سوق المال سوقا مفتوحة، كما أن من شأن هذا الأمر رفع التصنيف العالمي لسوق رأس المال وهو ما يعرف "بتصنيف التنافسية"، والذي سيعمل على ضخ رؤوس أموال أجنبية إلى السوق.

د- ثقافة إدراج بعض الشركات في سوق الأسهم: مما سيزيد من عمق السوق وتزيد من عدد الأوراق المالية المتاحة أمام المستثمرين لتنويع محافظهم وهو ما يقلل من درجة مخاطر الاستثمار عموما.

هـ- مشكلة تفشي الشائعات وتسريب المعلومات غير الصحيحة: من خلال بعض الأخبار المنشورة وغير الدقيقة التي تخلق المناخ الملائم لاستقبال هذه الشائعات. مما يتطلب من تلك الوسائل ضرورة التحري قبل نشر المعلومة كونها تؤثر على أداء سوق رأس المال، كما أن على إدارة السوق والمحللين الماليين دور مهم في عمليات التوعية.

و- غياب الأسس العلمية في تقرير مسار السوق: إن من العوامل الرئيسية التي أدت إلى تراجع الأسواق الزيادة التي حصلت في رأس مال الشركات المساهمة وكذلك تجزئة أسهم بعض الشركات، ما أدى إلى زيادة كبيرة في العروض مقابل الطلب وسمح بالتالي بدخول صغار المستثمرين إلى الأسواق دون خبرة ودراية كافية بتحركات الأسهم وأساليب الاستثمار فيها، وبالتالي أصبحت القرارات الاستثمارية التي تقرر مسار حركة السوق تتخذ دون الاستناد إلى الأسس العلمية والفنية السليمة التي تدرس كافة المعطيات المحيطة بأداء الشركات وحركة الأسهم ولذلك أصبحت الأسواق تتحرك بعيدا عن الأسس المنطقية.

ي- ضعف دور الإعلام الاقتصادي وخاصة الصحافة: تعد الصحافة من أفضل الوسائل لتعزيز الاستثمار والوعي بأهمية الأسواق وهي مطالبة بدور أكثر فاعلية في حماية المستثمر الصغير من خلال البيانات والمعلومات الدقيقة. وإن غياب المعلومات عن المستثمر وتركه فريسة للإشاعات يلحق أضرارا كبيرة بالسوق ومن هنا يبرز دور الشركات التي تتحمل المسؤولية كاملة في تثقيف مساهميها وتعزيز وعيهم، سواء من خلال الاتصال المباشر أو من خلال علاقاتها مع الصحافة لتفنيد الإشاعات وتقديم الإيضاحات وطمأنة المستثمرين دون مبالغة بحيث يدخل المستثمر في السوق بوعي تام ومعلومات متكاملة حول الشركة التي يرغب والقطاع الذي يستهدفه، وبالتالي يتم العمل على تعزيز ثقافة الاستثمار لدى الجميع.

ن- الممارسات السلبية للمستثمرين ومكاتب الوساطة والبنوك: إذ أن بعض ما يحدث في الأسواق هو نتيجة لكثير من الممارسات السلبية التي يقوم بها بعض المتعاملون ومكاتب الوسطاء وبعض المضاربين الكبار. وفي ظل انخفاض مستوى الوعي لدى المستثمرين الذين يظنون أن التعامل مع أسواق المال للربح فقط.

2- مقومات الوعي الاستثماري الجيد

إن الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في أسواق رأس المال يتطلب الإلمام بعدة أمور منها:[1]

أ- الثقافة العامة والاتجاه نحو الادخار وظروف مواتية وإمكانيات متاحة: والثقافة العامة هنا تعني بأنه لابد لأفراد المجتمع وخاصة صغار المستثمرين أن تكون لديهم توعية كافية بمعنى كلمة بورصة وبكل ما تحتويه البورصة من مؤسسات وأدوات مع معرفة كيفية الاستثمار فيها، وكذلك المعلومات المرتبطة بها، وهنا تجدر الإشارة إلى أن الوعي الاستثماري لا يتواجد في لحظة ولكن عبر سنوات نتيجة تراكم خبرات وأيضا من أهم ما يجب أن يعيه المستثمر هو أن الاستثمار في البورصة ليس استثمارا آمنا أو عديم المخاطر.

ب- إن من أهم الأشياء التي يجب أن يعيها المستثمر هو احتمال انخفاض سعر السهم الذي يمتلكه: والذي يحدث لعدة ظروف أهمها انخفاض أداء الشركات. ولا بد أن يدرك تماما أنه أمر وارد في تعاملاته فيها، بالإضافة إلى معرفته بتقييم أداء الشركات التي استثمر أمواله فيها سواء بنفسه أو عن طريق وكيل يقوم بهذه العملية، وبذلك يتمكن من متابعة أداء الشركة التي يمتلك سهمه فيها، وأيضا من ضروريات الوعي

[1]- **المرجع السابق**، ص ص: 7-8.

الاستثماري للمستثمرين أن يقوم هذا المستثمر بتنويع محفظة الاستثمار بحيث تتضمن جميع الأدوات المالية من أسهم وسندات وودائع وهو بذلك يقلل من حجم المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها.

ج- الاتجاه للاستثمار المؤسسي وليس للمضاربة فقط: فلا بد للمستثمر عند شرائه للسهم أن يكون هدفه هو إصابة جزء من الربح الذي تحققه الشركة في نهاية العام المالي، أو تحقيق الربح الرأسمالي الناتج عن الفرق بين سعري الشراء والبيع، وليس الغرض من التعامل في البورصة هو المضاربة. فعندما يقوم بشراء سهم لشركة لابد وأن يكون أداء هذه الشركة متوقعا وجيدا وأن احتمالات توزيع الأرباح عالية.

د- الظروف المواتية والإمكانيات المتاحة: بمعنى أن التعامل مع سوق رأس المال لابد وأن يكون من واقع نظام عملي، فني وعلمي بمعنى أن تكون جميع الأنشطة القائمة في سوق رأس المال والعلاقات المتبادلة بينها تتميز بالشفافية والسرعة، وأن المستثمر الصغير يفاد بالمعلومة الواضحة السريعة، وأن يكون من حقه أيضا أن يعامل بقدر كبير من الشفافية والإفصاح من خلال إدارة معينة أو جهاز في الشركة وأن تكون المعلومات المتاحة له مصنفة وموضحة. أيضا لابد وأن يشمل ذلك جميع معاملاته في المؤسسات المالية بمعنى أن تنفذ طلباته بسرعة كافية في شركات السمسرة سواء كان حجم شرائه كبيرا أو صغيرا فالكيان السليم لسوق رأس المال يتطلب كيانات معاونة.

3- أثر ضعف الوعي الاستثماري على كفاءة سوق رأس المال

يعتقد الكثير من الكتاب والمحللين أن من أهم الأسباب لحالة عدم الاستقرار في أسواق رأس المال في الدول النامية، هو عدم توفر الوعي الاستثماري الكافي خاصة لدى صغار المستثمرين، وأساليب التحليل المختلفة اللازمة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة في الوقت السليم. وكذلك حول أهمية سوق رأس المال ودورها في الاقتصاد الوطني، إذ أن تعاملهم بسوق رأس المال لابد أن يكون مبني على دراية بماهيتها والتعامل فيها. ولكن الكثير من المستثمرين يفضلون الاعتماد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على ما يسمعونه من أحاديث جانبية عن سوق رأس المال وهي في الغالب تعبر عن شائعات أكثر من كونها حقائق، وفي ظل غياب للإفصاح والشفافية والالتزام بالمعايير الموجودة، ناهيك عن وجود الكثير من الشائعات. لذا فان المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار الصائب تكون غير كافية مما يؤدي بالمستثمرين إلى الجري وراء

الشائعات والسعي إلى المضاربة دون إتباع الطرق السليمة في التحليل الفني والمالي للقوائم المالية للشركات التي يتم التداول عليها.[1]

في الأخير يجب الإشارة إلى أنه على أسواق رأس المال أن تسعى بشتى الوسائل إلى توعية المستثمرين وحمايتهم من التعرض للخداع ومن أنفسهم لكي لا يتخذوا قرارات قد تعود عليهم بالضرر الكبير، وذلك من خلال:[2]

- **بث المعلومات:** حيث يجب أن تحرص كل سوق رأس مال على ابتكار وتوفير أحدث وأنجع وسائل التكنولوجيا من أجل إيصال المعلومة إلى جميع المستثمرين أينما وجدوا وتمكينهم من الإطلاع على حركة التداول في السوق والتي من شأنها حث المستثمرين وتشجيع الاستثمارات المختلفة.

- **لعبة التداول عبر الانترنت:** حيث باستخدام هذا النظام "اللعبة" يمكن للمستثمر الجديد التجريب في بيئة وهمية وليس على حساب تعرضه لأية خسائر محتملة.

ثالثا: دور المنتجات المالية في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

إن سوق رأس المال والأدوات المتداولة بها تعتمد بدرجة كبيرة على الإنتاج المعرفي، ولذلك يتوقع أن تتأثر هذه الأسواق بمظاهر وعناصر اقتصاد المعرفة وباتجاهين:[3]

الاتجاه الأول: تداول أسهم الشركات الصانعة للمعرفة في هذه الأسواق؛

الاتجاه الثاني: ارتفاع نسبة مساهمة مخرجات المعرفة في رفع قيمة المشروع وإدخال عناصر جديدة في تحليل وتقييم الشركات ونتائج أعمالها تعتمد على اللاملموسات بنسبة كبيرة.

إن من عوامل رفع كفاءة أي سوق رأس مال ضخ المزيد من المنتجات المالية،[4] الحاجة التي دفعت المؤسسات المالية إلى الاستعانة بالأكاديميين وتبني الأبحاث والدراسات ذات العلاقة بمنتجاتها المالية، إلا أن

---

[1]- **المرجع السابق**، ص: 4.

[2]- عبد الحميد قصراوي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 9.

[3]- دريد كامل آل شبيب، **مرجع سبق ذكره**، ص: 13.

[4]- بومدين نورين واحمد مداني، "**دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص: 02.

هذه الحاجة ليست ذات جانب واحد حيث أن الأمر لا يتوقف على أن تطور منتجا جديدا، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها، ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج لغرض اتخاذ قرار الشراء، يجب أن يكون لديهم أفراد ذوو معرفة ومهارة في مجال الصناعة المالية.

رابعا: الوسطاء الماليون

يتأثر سلوك الوسيط المالي في بناء سوق رأس مال كفأة بما يتوفر لديه من معرفة، والتي يمكن تصنيفها إلى معرفة صريحة يسهل نقلها والمشاركة فيها مثل النماذج الرياضية والبرامج الحاسوبية، ومعرفة ضمنية وهي عادة شخصية إلى حد بعيد ولا يمكن تحديد معالمها والتعرف عليها وكذلك لا يمكن تناقلها والمشاركة فيها، وبالتالي يمكن الإشارة هنا إلى مدى تأثير المعرفة التي يمتلكها الوسيط المالي بشقيها في بناء سوق رأس مال كفأة تلبي حاجات المستثمرين المختلفة حول العائد والمخاطرة.

1- أهمية الوعي والمعرفة الاستثمارية للوسطاء الماليين

إن انعدام الوعي والمعرفة الاستثمارية في مجال الأسهم، وعدم المعرفة الحقيقية بشركات السوق والتمييز بين الشركات الرائدة والمتعثرة تعتبر عوامل هلع للمتداولين وخصوصا الصغار منهم وأولئك الذين لا يملكون الحد الأدنى من الوعي والمعرفة الاستثمارية في مجال الأسهم، مما يدفعهم إلى اللجوء إلى الشائعات والمنتديات للأخذ بالتوصيات المتاحة.

نشر النصائح مساعدة المتداولين الجدد في سوق الأسهم دون توصيات أمر ضروري، بل يعتبر من وسائل نشر المعرفة الاستثمارية، والتي تساعد على نشر الخبرات والمعلومات بين المتداولين الحديثين في السوق. توفير المعرفة الاستثمارية، هي الطريقة السليمة للقضاء على ظاهرة الشائعات والتوصيات، ومن غير المناسب التغاضي عن نقص الوعي والمعرفة الاستثمارية في السوق وذلك حفاظا على السوق والمناخ الاستثماري بشكل عام، وحماية لمصداقية السوق من المضاربات والتذبذبات الحادة.

إن تقديم البنوك أحدث كتيبات هيئة السوق المالية لعملائها حتى تكون مرجعا وعونا في اتخاذ القرارات الاستثمارية وللتخطيط للمستقبل المالي، غير كاف للرقي بالوعي والمعرفة الاستثمارية إلى أبعاد جديدة ولكن إذا رغبت في تطوير المعرفة الاستثمارية الحقيقية فعليها أن تؤدي دورها في الاستثمار بالآتي:

– إنشاء الجهاز المتخصص في المعرفة الاستثمارية وتزويده بالعناصر البشرية والمستشارين الماليين ذوي التأهيل العلمي والمهني؛

– بناء جيل مهني محترف ومتمكن يمثل المستقبل وتشجيع وتدريب الكوادر الشابة للانخراط في هذا المجال الواعد؛

– بناء قاعدة معلومات مالية تؤدي دورا مهما في استقراء المستقبل المالي وأبعاده؛

– إصدار نشرات دورية تستعرض فيها مستجدات الوعي والمعرفة الاستثمارية.

كلما حرصت شركات الوساطة على توظيف مستشارين ماليين ذوي تأهيل عال وامتلكت معلومات مالية أو قاعدة بيانات، كانت في موقف تنافسي أقوى، خصوصا مع فتح باب المنافسة لشركات الوساطة الاستثمارية الأجنبية. وتوفير هذه الخدمات للمستثمرين تعتبر دعامة لهم لاختيار شركات الوساطة المالية التي تتميز بتقديم هذه الخدمات لعملائها في المستقبل القريب.

في كل الأحوال لا يمكن تبرير تقصير شركات الوساطة المالية في توفير ونشر الوعي والمعرفة الاستثمارية بل يمكن اعتبارها مصدر قلق وحيرة ومعاناة دائمة للمتداولين في السوق وليس من مصلحة شركات الوساطة المالية والسوق والاقتصاد بشكل عام. وعدم توفير ونشر المعرفة الاستثمارية مصدر قلق على السوق بالمزيد من الضبابية والمضاربات والتذبذبات الحادة المنعكسة على السوق سلبا.[1]

2– دور معرفة الوسطاء الماليون في الرفع من كفاءة سوق رأس المال

حسب كوز ووليامسون[2] فإن وجود المؤسسة كآلية للتنسيق بين العرض والطلب يرجع إلى عدم قدرة السوق من خلال آلية السعر على إحداث التوازن بين العرض والطلب، وقد برر كل من كوز ووليامسون

[1]– جريدة الاقتصادية، "**أهمية الوعي والمعرفة الاستثمارية للبنوك وشركات الوساطة المالية**"، متوفر على الموقع الالكتروني: http://www.aleqt.com/2006/06/24/article_45400.html

[2]– اعتمدت الباحثة على المرجعين:

- R. H. Coase, **"The Nature of the Firm"**, The London School of Economics and Political Science, Economica, New Series, Vol. 4, No. 16, 1937,United kingdom, p p: 386-405.
- Michel GHERTMAN, "Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction", Revue française de gestion, n° 160, 2006, p: 194.

استنتاجهما عن طريق تكاليف الصفقات، بحيث تتميز المؤسسة بقدرتها على التقليل من تكاليف الصفقات مما سمح لها بالتغطية على عدم كفاءة السوق في تخصيص الموارد.

بتطبيق نظرية تكاليف الصفقات على سوق رأس المال نجد أن المؤسسة المالية (الوسيط في سوق رأس المال) تعمل على تخفيض تكاليف الصفقات في سوق رأس المال التي تتصف بعدم كفاءتها.

تندرج نظرية تكاليف الصفقات ضمن النظريات التقليدية التي ترتكز على تخفيض تكاليف الصفقات وعدم تماثل المعلومات لتبرير الحاجة إلى وسطاء ماليون على مستوى سوق رأس المال، غير أنه في أواخر السبعينات من القرن الماضي ظهرت الآلات الحاسبة ورافق ظهورها العديد من النماذج الإحصائية بالإضافة إلى ظهور الشبكة العنكبوتية مما خفض من تكاليف التبادل وحل مشكل عدم تماثل المعلومات نتيجة لإسهام هذه التطورات في توفير المعلومة بتكلفة صغيرة جدا وفي وقت قصير، كل هذه التطورات الحاصلة جعلت من المبررات التي ارتكزت عليها النظريات التقليدية للوساطة المالية غير قادرة على تغيير دور الوسطاء على مستوى سوق رأس المال.[1]

في محاولة لتفسير وجود الوسطاء الماليين على مستوى سوق رأس المال رغم زوال مبررات الحاجة إلى وسطاء ماليين والتي نادت بها النظريات التقليدية، قام كل من فرانكلين آلن وانتوني سانتوميرو بدراسة لحجم الوساطة خلال فترة زمنية تمتد من قبل السبعينات من القرن العشرين إلى أواخر الثمانينات من القرن العشرين تحت فرضية التوجه نحو اللاوساطة، لكن الدراسة توصلت إلى تناقض مع الواقع، بحيث أن زوال مبررات الحاجة إلى وسطاء يعني بالضرورة انخفاض وزوال هذه الفئة، غير أن آلن وسانتوميرو توصلا إلى أن حجم الوسطاء زاد عوض أن ينخفض، وقد قاما بتفسير ذلك من خلال سببين: تسيير المخاطرة وزيادة عدد الأدوات المالية المستحدثة.[2]

- **تسيير المخاطرة:** خفض التقدم التكنولوجي تكاليف كل من التبادل وعدم تماثل المعلومات غير، أن هذا الانخفاض لم يرافقه انخفاض في حجم الوساطة المالية، وعلى العكس فقد اكتسب الوسطاء الماليون أهمية أكبر من خلال عمل الوسيط المالي على نقل المخاطرة أو إلغائها حسب نوع المخاطرة الموجودة، فالمستثمر بحاجة إلى من ينوب عنه في المتاجرة وتسيير المخاطرة.

[1]- Franklin Allen & Anthony M. Santomero, **Op-cit**, pp: 1462-1467.
[2]- **Idem**, p: 1483.

- **زيادة عدد الأدوات المالية المستحدثة:** في السنوات الأخيرة شهد النظام المالي في العديد من الدول تحولا كبيرا، فقد ظهرت أدوات مالية جديدة أهمها المشتقات المالية التي اكتسبت أسواقا كبيرة. نتج عن هذا الاتساع والعمق في سوق رأس المال ارتفاع وزيادة في استعمال هذه الأدوات من طرف الوسطاء الماليين والمؤسسات، وعليه توجه الأفراد نحو الوسطاء الماليين من أجل استعمال هذه الأدوات المالية المستحدثة.

المبحث الثالث: آلية تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال

ولتفعيل دور اقتصاد المعرفة يجب توفير مجموعة من الآليات العملية القادرة على إحداث نوع من التوافق بين الهياكل الحالية بسوق رأس المال وبين متغيرات اقتصاد المعرفة وذلك في إطار نظام الإصلاح والتحديث بهذه الأسواق.

تعتبر كل من آلية حوكمة هيئة سوق رأس المال لمهامها وأداء أعمالها، آلية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وآلية إعادة الهندسة المالية من أهم آليات تفعيل اقتصاد المعرفة التي حظيت باهتمام عالمي كبير، الحوكمة نظراً لدورها في تجنيب الهيئات التعرض لحالات التعثر والفشل والإفلاس المالي والإداري، فضلاً عن دورها في تعظيم قيمة الهيئة في السوق وضمان بقائها ونموها واستمرارها في عالم الأعمال.

وإعادة الهندسة المالية لما لها من دور في التصميم، التنفيذ وإعادة التطوير لمختلف آليات وصيغ حل مشاكل التمويل.

المطلب الأول: الحوكمة في سوق رأس المال

إن عدم استيعاب الهيكل البنائي الحالي لسوق رأس المال لضبط عمليات التداول في ظل طبيعة ومتغيرات اقتصاد المعرفة، إضافة إلى طبيعة المخالفات التي يمكن أن تحدث في سوق رأس المال بسبب هذه المتغيرات، وأيضا الثغرات التي تمكن بعض المتعاملين في هذه الأسواق من المرور خلالها والتأثير على كفاءة سوق رأس المال، يستوجب حوكمة من طرف هيئات سوق رأس المال لأعمالها وأداء مهامها إضافة إلى حوكمة لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات على مستوى السوق أيضا.

أولا: طبيعة الحوكمة في سوق رأس المال

تميزت الفترة اللاحقة للانهيارات المالية والأزمات المالية، والتي جاءت كنتيجة للقصور في آليات الشفافية والحوكمة التي تطبقها بعض المؤسسات المالية العالمية وافتقار إدارتها إلى الممارسة السليمة في الرقابة والإشراف ونقص الخبرة والمهارة، بتركيز الاهتمام حول مفهوم الحوكمة وتطبيق آلياتها، وأصبحت من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الوحدات الاقتصادية. وفي هذا المجال عمدت سوق رأس المال على تأكيد مزايا هذا المفهوم والحث على تطبيقه في مجالاتها المختلفة.

1- نشأة الحوكمة

على الرغم من اتساع دائرة الجدل حالياً بين الباحثين حول أنسب ترجمة لمصطلح Corporate) Governance)، إلا أن هناك اتفاق فيما بينهم حول نشأته والغرض منه، حيث ظهر مفهوم حوكمة الشركات بعد سلسلة الأحداث والأزمات والفضائح والانهيارات المذهلة لبعض الشركات دولية النشاط والتي وقعت في خلال العقدين الأخيرين مثل فضيحة بنك الاعتماد والتجارة الدولي وكارثة بنوك الادخار والإقراض في الولايات المتحدة وأزمة بعض الشركات الأمريكية أمثال إنرون، وورلد كوم وغيرهم.

استوجبت هذه الأحداث المذهلة ضرورة تحديد وتحليل أسبابها كمدخل لمنع تكرار حدوثها مستقبلاً، وقد أرجع البعض أهم أسباب هذه الأحداث إلى عدم كفاءة الإدارة في اقتناء واستخدام الموارد المتاحة، بينما أرجعها البعض الآخر إلى افتقار التقارير والقوائم المالية إلى الشفافية والإفصاح المحاسبي الكافي والعادل بفعل فشل النظم الرقابية الخاصة بالشركات، فضلاً عن وجود فجوة كبيرة بين مرتبات ومكافآت المديرين وبين أداء الشركات التي يديرونها.

كنتيجة لما عكسته هذه الأسباب أو غيرها من آثار، ترتب عليها فقد مساهمي هذه الشركات معظم استثماراتهم وفقد آلاف العاملين وظائفهم بها، وحدوث هبوط حاد في أسعار أسهم تلك الشركات بالبورصة، فقد طالبت المنظمات الدولية بضرورة إعادة النظر في الطريقة التي تحكم بها الشركات ضماناً للحفاظ على استمرارها من ناحية والحفاظ على اقتصاديات الدول التي تعمل بها من ناحية أخرى، فضلاً على ضرورة إعادة النظر في دور الهيئات والمؤسسات المنوط بها رقابة أعمال تلك الشركات بطريقة محكمة، والتي من أهمها هيئات أسواق المال بالدول المختلفة.[1]

2- تعريف الحوكمة

تعرف الحوكمة على أنها "مجموعة الآليات التي تضمن رسم التوجيه الاستراتيجي للمنظمة، للسيطرة على متغيرات بيئتها الداخلية، وتلبية متطلباتها والاستعداد لمواجهة متغيرات بيئتها الخارجية والتكيف

[1]- محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، "**إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية (مدخل تحليلي لتفعيل اقتصاد المعرفة)**"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس "اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونية الأردنية، 25-27 أفريل 2005، ص: 14.

معها، ضمن منظور أخلاقي، وبتوافر مقدرات إدارية محترفة، لتحقيق مطالب أصحاب المصالح كافة، وديمومة بقاء المنظمة، وبمنأى عن تسلط لأي فرد فيها".[1]

من التعريف السابق يمكن استنتاج بعض النقاط والتي يمكن اعتبارها كمبادئ عامة لمصطلح الحوكمة تمكن من تبسيط ربطها بالمتغيرات الأخرى ذات العلاقة:

– وجود ضرورة لحوكمة نشاط معين معناه أن هناك بعض الغموض والتعقيد الذي يعتريه في التطبيق؛

– وجود العديد من الأطراف التي يمكنها التأثير في قيادة واتخاذ القرارات المتعلقة بهذا النشاط؛

– هناك احتمال استفادة طرف دون آخر أو على حسابه (منافع متوقعة)؛

– وظيفة الحوكمة صياغة رسالة معينة، وأيضا لمبادئ أساسية تقود نشاطا معينا؛

– تساهم الحوكمة في تحفيز سلوكيات والتخلي عن سلوكيات أخرى؛

– الحوكمة معناها الوضوح في دور ومسؤولية كل طرف من الأطراف ذات العلاقة بنشاط معين.

– أصبح مصطلح الحوكمة يربط مع بعض المصطلحات الأخرى مثل حوكمة تكنولوجيا المعلومات. تعتبر تكنولوجيا المعلومات أداة مهمة في إدارة موارد سوق رأس المال، تربطها بمختلف المتدخلين فيها (أطرافها)، وتعزز القيام بالصفقات المختلفة بالسرعة والكفاءة المطلوبة، كما أنها تعتبر أداة لتخزين المعلومات والمعرفة المرتبطة بهذه الأسواق.

كشفت دراسة (Dave, 2003) عن توجه معظم الشركات بالدول المتقدمة نحو تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وبطريقة أسرع من الشركات الوطنية بالدول النامية التي تتصف هياكلها المالية والإدارية بتدني ملحوظ في درجة الإفصاح والشفافية بفعل القصور في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.[2]

[1]– رياض عيشوش وفواز واضح، "**حوكمة تكنولوجيا المعلومات: ميزة إستراتيجية في ظل اقتصاد المعرفة**"، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة بسكرة، 6–7 ماي 2012، ص: 04.

[2]– محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص: 04.

مما سبق يتضح أن هناك أربعة أطراف رئيسية تتأثر وتأثر في التطبيق السليم لقواعد الحوكمة، وتحدد إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد، فيما يلي توضيح هذه الأطراف:[1]

– **المساهمين:** يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم، وأيضا تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهم من لهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم.

– **مجلس الإدارة:** يمثلون المساهمين وأيضا الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح، ومجلس الإدارة يقوم باختيار المديرين التنفيذيين الذين يوكل إليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة، بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم، كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات العامة للشركة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين.

– **الإدارة:** هي مسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة. وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها اتجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين.

– **أصحاب المصالح:** وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين والموردين والعمال والموظفين، ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف يكون لديهم مصالح قد تكون متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال، يهتمون بمقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال والموظفون على مقدرة الشركة على الاستمرارية.

ثانيا: حوكمة هيئة الأسواق المالية لأعمالها وأداء مهامها

إيمانا بأهمية الحوكمة والتطوير والتحسين الدائم في أساليب الإدارة، وسعيا لتطبيق أفضل الممارسات والمعايير في مجال سوق رأس المال، يجب على هيئات أسواق رأس المال اعتماد حوكمة لمهامها وأداء أعمالها. وتأتي هذه الحوكمة في إطار الإجراءات التطويرية المستمرة التي يجب أن تتخذها هيئة سوق رأس المال نحو تعزيز أعمالها وتطبيق أفضل مبادئ ومعايير الحوكمة والمسؤولية وترشيد اتخاذ القرارات، بما ينعكس على أدائها للمهام والمسؤوليات المنوطة بها في نظام سوق رأس المال على الوجه الأكمل والأمثل، ويزيد من كفاءتها في ممارستها لتلك المهام والمسؤوليات.

[1]– محمد مصطفى سليمان، "**حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري– دراسة مقارنة–**"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص: 17–18.

وفي هذا المجال على مجلس هيئة سوق رأس المال إنشاء وتشكيل عدد من اللجان المتخصصة في الهيئة، واعتماد اللوائح والقواعد المنظمة لعمل تلك اللجان، حيث يجب على المجلس اعتماد لائحة عمل "لجنة المراجعة الداخلية في هيئة سوق رأس المال"، ولائحة "قواعد عمل اللجان المتخصصة في هيئة السوق المالية". وذلك بإنشاء لجنة للمراجعة الداخلية تخضع لإشراف مجلس الهيئة ومكونة من عدد من الأعضاء منهم أعضاء مستقلون من خارج الهيئة ويرأسها أحد أعضاء مجلس الهيئة. وتتولى اللجنة متابعة أعمال المراجعة الداخلية في الهيئة ودراسة التقارير الخاصة بها من أجل التحقق من فعاليتها في تنفيذ أعمالها ومهامها، وتقييم نظام الرقابة الداخلية في الهيئة وتقديم المقترحات والتوصيات لتحسينه وتطويره، ومتابعة أعمال مراقب الحسابات المعين لتدقيق القوائم المالية للهيئة وحساباتها الختامية ودراسة القوائم المالية للهيئة وحساباتها الختامية قبل عرضها على مجلس الهيئة وإبداء الرأي والتوصية في شأنها وتقديم المقترحات والتوصيات لمجلس الهيئة لتطوير البيئة الرقابية في الهيئة.

وتسعى قواعد عمل اللجان المتخصصة المعتمدة إلى تطوير أساليب وسياسات العمل داخل الهيئة وتعزيز الإجراءات الداخلية لسير العمل فيها بما يحقق أعلى درجات المهنية في اتخاذ القرار وانجاز العمل، حيث انه بموجب هذه القواعد على مجلس الهيئة إصدار قرار بإنشاء وتشكيل عدد من اللجان المتخصصة الخاضعة لإشراف مجلس الهيئة، أبرزها لجنة تنفيذية تتولى دراسة الموضوعات ذات العلاقة بالشؤون المالية والإدارية في الهيئة وما يحال إليها من موضوعات ومسائل من مجلس الهيئة لدراستها وإبداء الرأي في شأنها، ولجنة الإشراف على مؤسسات سوق رأس المال وتمويل الشركات والإصدار، التي تتولى دراسة الموضوعات المتعلقة بالإشراف على مؤسسات سوق رأس المال وتمويل الشركات والإصدار في الهيئة، ولجنة الإشراف على السوق والمتابعة والتنفيذ، وتتولى دراسة الموضوعات المتعلقة بالإشراف على السوق والمتابعة والتنفيذ في الهيئة.[1] وتقوم اللجان المشار إليها بوضع التوصيات اللازمة وإبداء الرأي في شأنها ما يحقق سرعة وسهولة إجراءات العمل ويرفع من مستوى المهنية في الإنجاز.

[1]– هيئة السوق المالية السعودية، "**هيئة السوق المالية تطبق معايير الحوكمة على أعمالها وأداء مهامها**"، متوفر على الموقع الالكتروني:
http://www.cma.org.sa/Ar/MediaCenter/PR/Pages/CMA-governance-.aspx, 10/O4/2014, 18: 00.

المطلب الثاني: حوكمة تكنولوجيا المعلومات كآلية لتفعيل دور اقتصاد المعرفة

لقد أصبح الاعتماد على تكنولوجيا ونظم المعلومات أكثر في اقتصاد المعرفة، أين صارت المنظمات تستخدمها في إدارة وتطوير المعلومات والمعارف، وكلما زادت كفاءة المنظمات في توفير المعلومات والمعارف بالجودة والكفاءة المطلوبة أثر ذلك بشكل مباشر على نجاحها.

إن هذا الاعتماد الكبير، يعكس بعض جوانب الضعف، خاصة إذا تم التحدث حول بعض بيئات التكنولوجيا المعقدة، فبالإضافة إلى أنها مكلفة للغاية، فهي مصاحبة للخطر، سواء تعلق الأمر بالكلفة العالية للاستثمار فيها، أو بخطر التهديدات الخارجية خاصة ما تعلق باختراقها وسرقة المعلومات التي تحتويها، وكثير منها يعتبر أسرار تتعلق بأعمال المنظمات، أو ما تعلق بإهمالها وعدم صيانتها أو إساءة استعمالها.

أولا: تعريف حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وأهميتها لسوق رأس المال

ارتبطت تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بمفهوم الحوكمة وآلياتها بغية الوصول إلى الاستخدام الأمثل لهذه التكنولوجيا وسوق رأس المال لم تكن بمنأى عن التطور الحاصل في استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

1- تعريف حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات

حسب ما جاء به دليل معيار ISO/IEC 38500 (2008) فإن الحوكمة الجيدة لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، هي النظام الذي من خلاله يتم التوجيه والرقابة على الاستخدام الحالي والمستقبلي لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، ويتضمن التقييم والتوجيه استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لدعم المنظمة والرقابة على هذا الاستخدام لتحقيق الخطط، ويتضمن أيضا الإستراتيجية والسياسات لاستخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات داخل المنظمة.[1]

هذا المعيار قدم ستة مبادئ أساسية للحوكمة الجيدة لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات:

- **المسؤولية:** هناك فهم وقبول من طرف الأفراد والفرق لمسؤولياتهم التي لديهم السلطة الكافية لأدائها مع احترام العرض من الطلب لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

[1]- Alan Calder, **"ISO/IEC 38500 : The IT Governance Standard"**, IT Governance Publishing, United Kingdom, 2008, p p: 17-18.

– **الإستراتيجية:** الخطط الإستراتيجية المتعلقة بتكنولوجيا المعلومات والاتصالات ترضي الاحتياجات الآنية والآجلة لإستراتيجية المؤسسة.

– **الاكتساب:** يكون اكتساب تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لسبب مبرر؛ يعتمد على تحليل منطقي، مع اتخاذ قرار شفاف وواضح مبني على موازنة بين الفوائد، الفرص، التكاليف، الأخطار، وعلى المستويين القصير والطويل الأمد؛

– **الأداء:** تستخدم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لدعم المنظمات وتوفير الخدمات، والمستويات المناسبة ونوعية الخدمات يجب أن تقابل الاحتياجات الحالية والمستقبلية؛

– **المطابقة:** تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يجب أن تستجيب لكل أنواع التشريعات والتعليمات، حيث تكون السياسات والتطبيقات محددة بوضوح، معززة وقابلة للتطبيق.

– **السلوك الإنساني:** سياسات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، التطبيقات والقرارات تحترم السلوك الإنساني، وتتضمن الاحتياجات الحالية والمتطورة لكل الأفراد المشاركين في العمليات.

وهناك تعريف آخر يقدمه معهد حوكمة تكنولوجيا المعلومات (IT Governance Institute) حيث يعتبرها مسؤولية مجلس الإدارة والمشرفين والمديرين التنفذيين، وهي جزء متكامل من حوكمة المنظمة، وتتكون من الهياكل والعمليات التنظيمية والقيادية التي تضمن استدامة وتعزيز تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في المنظمة لأهداف واستراتيجيات المنظمة.[1]

2-أهمية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بالنسبة لسوق رأس المال

تأخذ ميزانية تكنولوجيا المعلومات والاتصالات نسبة من الإيرادات تتراوح ما بين 5%-30%، وتعتبر هذه النسبة تكلفة ضئيلة مقارنة مع ما تنجزه من أعمال، وهذا يعتبر سببا كافيا لحاجة سوق رأس المال إلى وجود حوكمة لتكنولوجيا المعلومات للوصول إلى سوق يكون فيها تكامل للأعمال، ورؤية واضحة

[1]– بيشان جانغ ونيكولاي شولكوف، "**عملية إدارة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في المنظمات التابعة لمنظومة الأمم المتحدة**"، وحدة التفتيش المشتركة، الأمم المتحدة، جنيف، 2011، ص: 11، متوفر على الموقع الالكتروني: www.fao.org/docrep/meeting/027/mf819a.pdf, le 15/05/2014, 21: 00.

للأهداف، وإدارة جيدة للسيطرة على كافة أعمال وقرارات تكنولوجيا المعلومات.[1] ويمكن إدراج أهمية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في النقاط التالية:[2]

– الإدارة الفعالة لرغبات واحتياجات المستثمرين في إطار الإستراتيجية العامة لسوق رأس المال.

– توجيه الإدارة العليا ومشاركتها نحو تحقيق مصالح المتعاملين مع سوق رأس المال.

– أهمية تحقيق عائد اقتصادي على كافة الأنشطة التي تقوم بها سوق رأس المال وتتحمل تكاليف مقابلها.

– تحسين وتطوير التقنيات المستخدمة باستمرار لتفي بالمتطلبات المتغيرة بالبيئة المحيطة.

– التطور السريع والمعقد في تقنية المعلومات والاتصالات المستخدمة في جميع المجالات.

– تعدد الإدارات والقطاعات التي تستخدم تقنية المعلومات والاتصالات داخل سوق رأس المال الواحدة وتنوع اهتماماتها واحتياجاتها.

– توفير القيادة والتحفيز ورفع مستوى الأداء بسوق رأس المال.

– تعميق دور الرقابة على تقنية المعلومات والاتصالات ومخرجاتها.

– ثورة الاتصالات وما أحدثته في مجال الأعمال من تغيرات للاستجابة السريعة للطلبات والحصول على الاحتياجات.

– ظهور العديد من التشريعات القانونية المنظمة لاستخدام التقنيات الحديثة.

– الاعتماد بشكل جوهري على تقنية المعلومات كشرط أساسي تفرضه الجهات الرقابية والإشرافية والتطبيقات الجيدة لحوكمة الشركات وزيادة القدرة التنافسية لأسواق رأس المال.

---

[1]– زياد عبد الحليم الذيبة، "**حاكمية تكنولوجيا المعلومات**"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع عشر، العددين الثالث والرابع، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، الأردن، ديسمبر 2011، ص: 50.

[2]– عادل حنفي حسين، "**حوكمة تقنية المعلومات كمدخل لحماية أمن المعلومات والخصوصية بالمؤسسات الاقتصادية**"، متوفر على الموقع الالكتروني:
www.shaimaaatalla.com/vb/showthread.php?t=3914, le 07/05/2014, 21: 00.

الأهمية السابقة ما هي إلا مقدمة للنتيجة التي تهدف إليها أسواق رأس المال، وهو الوصول إلى الربحية من خلال حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، ففي دراسة أجراها كل من (Weil and Ross, 2004) على الربحية من خلال حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وجدا أن الشركات التي تطبق برامج حوكمة المعلومات والاتصالات بشكل فعال حصلت على أرباح أعلى بنسبة 20% عن الشركات التي تتبع استراتيجيات متواضعة ولا تطبق الحوكمة بشكل فعال.[1]

ثانيا: الهيكل والإطار الأساسي لعملية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في سوق رأس المال

لا توجد صيغة واحدة أو هيكل واحد لعملية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات تلائم جميع المنظمات ومع ذلك توجد عناصر مشتركة متفق عليها تشكل الهيكل الأساسي لإطار حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، حيث أن إيجاد إطار فعال لعملية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات هو أمر ينبغي أن يشمل ما يلي:[2]

– لجنة أو هيئة مناظرة لعملية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات تؤدي عملها بصورة جيدة وتتألف من مديرين كبار من جميع أجزاء سوق رأس المال وتجتمع بصورة منتظمة، ويخضع أداؤها للاستعراض بصورة دورية.

– قيادة قوية تمارسها الإدارة التنفيذية على هيكل عملية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، ويفضل أن يكون ذلك على مستوى نائب رئيس المنظمة المعنية.

– تعيين كبير موظفي معلومات مناسب أو شخص مناظر في منصب رفيع المستوى يتولى المسؤوليات والسلطة الإجمالية في هذا الشأن وتكون له إمكانية الوصول إلى الإدارة التنفيذية.

– وضع إستراتيجية مؤسسية كاملة بشان تكنولوجيا المعلومات والاتصالات تكون متوائمة مع احتياجات وأولويات العمل لدى سوق رأس المال، وتجعل الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يحقق القيمة الحقيقية المتوخاة منه، وهي إستراتيجية ينبغي مراجعتها وتحديثها على نحو دوري.

– إيجاد آلية ذات أساس متين لرصد تنفيذ الإستراتيجية المتعلقة بتكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

---

[1]– **المرجع السابق**، ص: 50.

[2]– بيشان جانغ ونيكولاي شولكوف، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 4–5.

– تعزيز الجهود الرامية إلى تتبع تكاليف تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في سوق رأس المال وإجراء استعراضات لاحقة للاضطلاع بالاستثمارات الكبيرة في مجال هذه التكنولوجيا بغية تيسير صنع القرارات الإستراتيجية وتحقيق فعالية التكاليف والمساءلة والشفافية.

ثالثا: إنشاء وحدة متخصصة لحماية وأمن نظم المعلومات بسوق رأس المال

في ضوء ضخامة حجم الاستثمارات في تقنية المعلومات فإنه من الضروري تبني سوق رأس المال توجها نحو تخصيص أو إيجاد قسم أو إدارة متخصصة تكون مسؤولة عن حماية وأمن نظم المعلومات. وبغض النظر عن تبعية هذا القسم أو الإدارة في الهيكل الإداري للسوق، إلا أنه يمكن أن يكون من مهامه الأساسية ما يلي:[1]

– إجراء تقييم دوري للمخاطر المرتبطة بأمن المعلومات ونظم المعلومات المستخدمة كالدخول غير المرخص به والإفشاء والتدمير والتعديلات وغيرها من المخاطر.

– وضع الأدلة والإجراءات والسياسات التي تتبع في تقييم المخاطر وزيادة العائد من الاستثمارات في تقنية المعلومات وتخفيض المخاطر المرتبطة بأمن المعلومات إلى المستويات المقبولة.

– التأكد من توافر إجراءات آمنة للمعلومات في كل مرحلة من مراحل نظم المعلومات بسوق رأس المال بشكل عام.

– التأكد من توافر متطلبات أمن وحماية المعلومات طبقا لما تقرره الإدارة العليا ومجالس الإدارة والتشريعات والجهات الإشرافية.

– تقديم المساندة والدعم حيث تأمين المعلومات للشبكات والمرافق ونظم المعلومات والمجموعات المختلفة من مستخدميها.

– تدريب العاملين وكل من يستخدم نظم المعلومات وتنمية معارفهم فيما يتعلق بأمن المعلومات. وإعلامهم بالمخاطر المرتبطة بأنشطتهم ويتعلق بأمن المعلومات، وكذلك مسؤولياتهم طبقا لما تحدده سياسات وإجراءات العمل الموضوعة بسوق رأس المال لتقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن.

[1]– عادل حنفي حسين، **مرجع سبق ذكره.**

– الفحص والاختبارات الدورية لمدى فعالية سياسات أمن المعلومات وإجراءاتها والممارسات العملية لها بواقع مرة على الأقل سنويا.

– إيجاد آلية لمتابعة ما تم اتخاذه من إجراءات لمعالجة أية ثغرات في سياسات وإجراءات أمن المعلومات وممارساتها العملية.

– إبلاغ الجهات المسؤولة بسوق رأس المال أو جهات الإشراف والرقابة أو الجهات المحددة قانونا عن الأحداث الطارئة التي تؤثر على أمن ونظم المعلومات لديها ووضع النظم والإجراءات التي تكفل الاكتشاف المبكر لهذه الأحداث والتعامل معها لتخفيض مستوى المخاطر قبل وقوع الضرر.

وستدرس هذه الإجراءات من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (1–3): إجراءات مراجعة أمان النظام وعمليات إنشائه وتعديله

الإجراءات/الأهداف	التأكد من احتياطات الأمان المتخذة لحماية تجهيزات النظام وبرامجه واتصالاته وبياناته من الوصول غير المصرح له أو التعديل أو التخريب	تقييم عملية إنشاء البرامج وتطويرها (الناحية الفنية)	التأكد من أن إنشاء البرامج وتعديلها تم بموافقة الإدارة وبتصريح منها
مراجعة حالات التلاعب والأخطاء نتيجة خلل في الأمان	– التخريب المقصود وغير المقصود لموارد النظام. – إفشاء أسرار المؤسسة. – حالات الوصول غير المصرح له.	أخطاء البرمجة المهملة	أخطاء البرمجة المهملة
التأكد من مدى تطبيق ضوابط رقابية تخفض أخطاء الأمان إلى الحد الأدنى	– التقيد الشديد للوصول المادي والمنطقي إلى النظام. – الحماية ضد الفيروسات. – الاحتياط ضد إخفاق النظام بالكامل أو تدميره. – جدران الحماية وتشفير	– مراجعة شهادة اعتماد البرامج. – توثيق الأنظمة بالكامل. – موافقة الإدارة ومصادقتها على إنشاء البرمجيات أو تعديلها.	– قائمة المكونات البرمجية التي تم رفعها إلى الإدارة للتعديل. – صلاحيات الإدارة للمصادقة على تعديل البرامج.

	البيانات.		– توثيق التغيرات البرمجية.
تقييم إجراءات الرقابة الداخلية للرقابة على الأنظمة	– سجلات اختبار الوصول. – سياسات التأمين. – المقابلات الشخصية. – خطة استعادة البيانات.	– مراجعة مدى استقلالية عمليات تطوير الأنظمة. – مراجعة معايير تقييم البرمجيات. – مراجعة معايير توثيق البرمجيات.	– مراجعة مدى استقلالية عمليات تطوير الأنظمة. – مراجعة معايير تقييم البرمجيات. –مراجعة معايير توثيق البرمجيات.
القيام باختبارات على الضوابط الرقابية المستخدمة	– التحقق من نطاق تشفير البيانات وفعاليتها وجدران الحماية. – مراقبة ملفات التخزين الاحتياطية. – التأكد من فعالية الصيانة الوقائية.	– مقابلة المستخدمين الذين لعملهم علاقة بإنشاء النظام وتطويره وتنفيذه. – التأكد من تسجيل الخروج للمستخدمين والإداريين من النظام في أثناء القيام بعمليات التطوير.	– إن التغييرات على البرامج لا تتم من قبل المستخدمين أو المبرمج نفسه بشكل ذاتي. – استخدام تقنيات لمراجعة التغيرات البرمجية غير المصرح لها مثل: أ– إعادة المعالجة بواسطة نسخة من البرامج من المصدر الأصلي لها. ب– المحاكاة المماثلة: وهو إعادة معالجة من قبل برنامج مختلف.
مراجعة الضوابط الرقابية المعوضة	– الرقابة الفعالة من قبل المستخدمين: فالمستخدم الجيد يستطيع أن يكشف المخرجات غير العادية. – الفصل الكافي بين الواجبات المتضاربة.	القيام باختبارات معالجة البيانات من قبل شخص مستقل	القيام باختبارات معالجة البيانات من قبل شخص مستقل

المصدر: سليم مسلم الحكيم، "**إمكانية الرقابة على نظم المعلومات المحاسبية المؤتمتة للمؤسسات العامة ذات الطابع الاقتصادي من قبل مفتشي الجهاز المركزي للرقابة المالية**"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد الأول، 2010، ص: 577.

المطلب الثالث: إعادة هندسة مالية لسوق رأس المال لتحقيق كفاءته في ظل اقتصاد المعرفة

لتكييف سوق رأس المال مع تغيرات اقتصاد المعرفة وتحقيق كفاءتها، سيتم تطبيق إعادة هندسة مالية لسوق رأس المال كآلية للتصميم، التنفيذ وإعادة التطوير.

أولا: مفاهيم حول الهندسة المالية في سوق رأس المال

جاءت الهندسة المالية في إطار البحث والتطوير الذي تسعى إليه أسواق رأس المال، حيث أدخلت أدوات مالية جديدة تستجيب لشريحة كبيرة من متعاملي سوق رأس المال في الاستثمار والمضاربة والتحوط، إضافة إلى طرحها لمجموعة من طرق التداول التي زادت من سرعة تداول الأدوات المالية وجعلتها أكثر سيولة

1- مفهوم الهندسة المالية وأنشطتها

تعتبر الهندسة المالية من الأدوات المهمة التي عمل رأس المال البشري من خلالها على إيجاد أنشطة مالية حديثة تعمل على تزويد سوق رأس المال بها قصد تفعيل وظيفة هذه السوق.

1-1- مفهوم الهندسة المالية

ارتبط مصطلح الهندسة المالية بإيجاد حلول للمشاكل المالية وتصميم عقود مالية جديدة من أجل إدارة أفضل للمخاطرة وضمان كفاءة أعلى للنظام المالي ككل، في محيط مالي يتميز بالتعقيد وارتفاع المخاطر.

1-1-1- نشأة الهندسة المالية

في مطلع الثمانينات من القرن العشرين بدأت بورصة نيويورك للأوراق المالية (وول ستريت) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة أمثال (Fisher Black & Rechard Roll) لتطوير منتجات أسواق المال، إذ أن أغلب هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم. وكانت كلما زادت هذه المنتجات المطورة تعقيدًا كلما زادت الاستعانة بهؤلاء الأكاديميين.

وفي منتصف نفس الفترة أخذت هذه العملية اسما أكثر قبولا وتداولا وهو الهندسة المالية (Financial Engineering)، وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو هذه الأخيرة، وبينما كانت المخاطرة دائمًا حاضرة، فإن تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة[1].

ولقد استفادت بورصة نيويورك للأوراق المالية كثيرًا من البحوث والدراسات التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، وأدى تطور الكمبيوتر دورًا بارزًا في تقدم صناعة الهندسة المالية.

1-1-2- تعريف الهندسة المالية

تتسم الهندسة المالية بالحداثة نسبيا من حيث المصطلح والتخصص، وتوجد لها عدة تعاريف تختلف حسب وجهات نظر الباحثين، حيث تعرف الهندسة المالية بأنها: "وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي في صورة نظام تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها".[2]

كما يمكن النظر إليها كعملية بناء لأدوات مالية معقدة لا تختلف في مضمونها عن قوالب البناء في تشييد المباني، ولكن عناصر البناء هنا هي الأدوات المالية الموجودة، كالعائد، ومخاطر الائتمان، ومخاطر الأسعار كأسعار الفائدة وأسعار الصرف.[3]

ومنه يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها: "التصميم، التطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل".[4]

---

[1]- سمير عبد الحميد رضوان حسن، "**المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها _ دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية _**"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 92.

[2]- **المرجع السابق**، ص: 83.

[3]- فريد النجار، "**البورصات والهندسة المالية**"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص: 58.

[4]- عبد الكريم أحمد قندوز، "**الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية**"، المؤتمر الدولي الخامس عشر حول "الأسواق المالية: الواقع والتحديات"، كلية الشريعة والقانون بمشاركة غرفة تجارة وصناعة دبي، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6-8 مارس2007 ، ص: 3.

والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل يعني أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، أي لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزًا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة.[1]

ومن الأسباب التي دفعت إلى زيادة المنتجات المالية وليدة الهندسة المالية نذكر:[2]

– انهيار اتفاقية بريتون وودز (Bretton Woods) الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، الأمر الذي أدى إلى تطوير عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

– زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات من القرن العشرين وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

– الانهيارات المتتالية لأسواق الأوراق المالية العالمية والتي دفعت بالمستثمرين إلى البحث عن حماية لأصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.

– احتدام المنافسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية الذي دفع بهذه الأخيرة إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر، تقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

1-2- أنشطة الهندسة المالية

يشير التعريف السابق إلى ثلاث أنواع من الأنشطة التي تتضمنها الهندسة المالية يتم ذكرها فيما يلي:

[1]– سامي السويلم، "**صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي**"، مركز البحوث شركة الراجعي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، 2004، ص: 05.

[2]– سمير عبد الحميد رضوان حسن، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 77-78.

1-2-1- استحداث أوراق مالية جديدة

يعتبر استحداث أوراق مالية جديدة أكثر مجالات الهندسة المالية خصوبة، حيث يمكن تصنيف الأوراق المالية المستحدثة إلى ثلاث أنواع:

1-2-1-1- أوراق مالية تمثل استحداثا لأوراق مالية تقليدية

هناك العديد من الأوراق المالية التي طورها المهندسون الماليون من الأوراق المالية التقليدية يتم ذكرها في النقاط التالية:

أ- **الاتجاهات المستحدثة للأسهم العادية:** إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت اتجاهات حديثة يتم ذكر أهمها فيما يلي:[1]

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي أسهم تصدرها الشركات، وتربط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة. حيث أصدرت شركة جينرال موتورز مجموعة من الأسهم أطلق عليها اسم "E CLASS"، وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها، بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها "H CLASS"، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:** تسمح تشريعات بعض الدول، ومنها الولايات المتحدة الأمريكية، للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة. هذا بالإضافة إلى نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها من طرف هذا الصندوق.

[1] - للمزيد راجع:
- صلاح السيد جودة، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 247-248.
- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 35.
- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 277-282.

- **الأسهم العادية المضمونة:** هي أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة لها بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة عقب الإصدار. أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المسموح به، أو حتى في حالة عدم تجاوزه لذلك الحد، ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون لحامل السهم الحق في المطالبة بأي تعويض.

ب- الاتجاهات المستحدثة للأسهم الممتازة: ظهرت أوجه حديثة في شأن هذا النوع من الأسهم يتم تمييز أهمها في الأنواع التالية:[1]

- **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** إذا تخلفت الشركة عن دفع الأرباح المقرر توزيعها في سنة ما لعدم وجود أرباح كافية لدفع النسبة المحددة للأسهم الممتازة، فإن الأرباح الموزعة لتلك السنة تنتقل للسنة القادمة. ويتوجب في السنة القادمة على الشركة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة والمستحقة قبل أن تستطيع القيام بأية توزيعات للأرباح على الأسهم العادية.

- **أسهم ممتازة مشاركة:** وتسمح لحملتها بعد استيفاء نسبة الأرباح المحددة لهم في عقد الشركة، مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية.

- **أسهم ممتازة لها حق التصويت:** يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحامله الحق في التصويت في مجلس الإدارة، وذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.[2]

[1]- اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:
- أحمد بوراس، **مرجع سبق ذكره**، ص: 17.
- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 283-284.
- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 32-34.

[2]- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 102-103.

ت- الاتجاهات المستحدثة للسندات: تميزت السندات التقليدية بتمتع حملتها بالحقوق العادية وهي الحصول على الفائدة المحددة واسترداد قيمة السندات في آجال الاستحقاق، في حين تتسم السندات المستحدثة بمرونة أكبر فيما يخص مواعيد الاستحقاق ومعدلات الفائدة. وهي كثيرة لذلك سيتم التطرق إلى أهمها:[1]

- **السندات التي لا تحمل معدلا للكوبون:** تباع هذه السندات بخصم على قيمتها الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق. ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع في حالة ما إذا باعه.

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هي سندات يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى، خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة، وتتم عملية التحويل وفقا لشروط محددة مقدما وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار. فحملة هذا النوع من السندات يمكنهم الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبيا، والتحول إلى مساهمين والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية.

- **السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات:** يسمح امتلاك هذا النوع من السندات لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا. حيث يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار. وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.

- **السندات المضمونة بأصول الشركة:** وهي سندات تصدرها الشركات بضمان بعض ممتلكاتها، كالأراضي أو المباني أو الآلات أو حتى أوراق مالية أخرى. حيث يكون للحملة الأولوية في استرداد مستحقاتهم من الأصل المرهون، وبالتالي لا يحق للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول بالبيع أو التنازل.

---

[2]- اعتمدت الباحثة على المراجع التالية:

- نضال الشعار، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 61-64.
- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 284-288.
- محفوظ جبار، "**الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 53-69.
- أحمد بوراس، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 23-33.

أما **السندات غير المضمونة** فهي تعتمد اعتمادا مطلقا على سمعة وموثوقية الجهة المصدرة، وعادة ما يتضمن عقد الإصدار عدم قيام هذه الجهة بأي عمل قد يضر بأصحاب هذه السندات.

1-2-1- 2- أوراق مالية جديدة في طبيعتها (عقود المشتقات المالية)

إن التطور والإقبال الذي عرفته الأسواق المالية قد دفع بالشركات والمستثمرين لإيجاد أدوات مالية جديدة تسمى بعقود المشتقات، وتعرف بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول محل التعاقد مثل الأسهم أو السندات.[1] ومن خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول يتحقق الهدف من استعمال المشتقات وهو التحوط (Hedging)، كما تعتبر كفرص استثمارية، إضافة إلى كونها تستعمل كأدوات للمضاربة.[2] ومن أهم أنواع عقود المشتقات يتم ذكر:

أ- **عقود الخيار**: تعتبر الخيارات إحدى أدوات الاستثمار الحديث، تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، وتعرف بأنها عقود بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معينا بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة مسبقا. ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه نظير مبلغ غير قابل للرد يدفعه كمكافأة.[3]

وتصنف الخيارات إلى عدة أنواع تختلف باختلاف المعيار المأخوذ به في التصنيف، وعلى أساس معيار نوع الصفقة يمكن تصنيف حق الاختيار إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي:

- **اختيار الشراء:** وهو اتفاق يعطي الحق لحامله بشراء عدد من الأوراق المالية بسعر اليوم شريطة أن يدفع مكافأة مالية تحدد بجزء من قيمة الورقة المالية، ويحق له بموجب هذا الاتفاق تثبيت الشراء عند حلول موعد العقد أو رفضه.[4]

[1]- إيهاب الدسوقي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 97.

[2]- Philipe Spieser, **Op-cit**, p p : 95.

[3]- سمير عبد الحميد رضوان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 153.

[4]- علي كنعان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 20.

- **اختيار البيع:** هو اتفاق لبيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا وذلك خلال مدة محددة مسبقا أيضا، يدفع بموجبه صاحب حق الخيار بالبيع مكافأة محددة بجزء من قيمة الورقة، وعند حلول الأجل إما أن ينفذ العقد أو يرفضه استنادا إلى المستوى العام للأسعار في السوق.[1]

- **الاختيار المزدوج:** يستخدم هذا النوع عندما يتم شراء خيار شراء وخيار بيع في نفس الوقت لذات الأصل المالي، متماثلة من حيث تاريخ التنفيذ وسعر الممارسة، وتستخدم هذا الاختيار عندما:

- يتوقع مشتري الخيار المزدوج تحركات كبيرة في سعر الورقة المالية لكنه لا يستطيع تحديد هذه التحركات.
- يتوقع بائع الخيار المزدوج حدوث تطور طفيف في أسعار الأوراق.

ويمكن إجمال محتوى سياسة الخيار المزدوج فيما يلي: إذا كان سعر الورقة المالية مرتفعا قبل تاريخ التنفيذ، فإن المستثمر يحقق أرباحا من خيار الشراء بينما يحقق خسائر من خيار البيع، والعكس إذا أصبح السعر منخفضا عند التنفيذ. ولكي تحقق هذه السياسة أرباحا يجب أن يكون الربح من أحد الخيارات أعلى من الخسائر المحققة من الخيار الآخر.[2]

ب- العقود الآجلة: تعتبر العقود الآجلة من أقدم المنتجات المالية المبتكرة، وهي عقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل ما في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم والتسديد في ذلك التاريخ اللاحق، وهي عقود تفتقر إلى النمطية والشروط المحددة حيث يخضع كل عقد في شروطه للاتفاق بين طرفي العقد.[3] فإذا كان سعر الأصل المتفق عليه بين طرفي العقد في تاريخ التسليم مرتفعا عن سعر العقد فإن المشتري يحقق مكاسب على حساب البائع، أما إذا انخفض هذا السعر فإن البائع هو من يحقق أرباحا على حساب المشتري.

ج- العقود المستقبلية: يعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير العقود المستقبلية، بسبب الهامش المبدئي الذي يودع من قبل الطرفين المتعاقدين لضمان تنفيذ العقد المستقبلي.

---

[1]- **المرجع السابق**، ص: 21.

[2]- محمود سحنون، "**دروس في الاقتصاد النقدي والمصرفي**"، مطبعة جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2004/2003، ص: 147.

[3]- إيهاب الدسوقي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 97.

ويشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتر بغرض تسليم أصل مالي في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق،[1] وغالبا ما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار دون تسليم الأصل محل التعاقد.

د- عقود المبادلة: تمثل عقود المبادلة أحد أدوات التغطية ضد المخاطر وتعرف على أنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...)، وهو ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح أو الخسائر لا يتم تسويتها يوميا، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة ولذلك يعرف بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.[2]

هـ- صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة: تعتبر هذه الصكوك من الأوراق المالية المتداولة في سوق الاختيار وغير المعروفة بالنسبة للكثير من المستثمرين، وهي عبارة عن شهادة يمكن لصاحبها تحويلها إلى سهم أو أكثر من الأسهم العادية حسب رغبته، ولإتمام ذلك يجب على حامل هذه الشهادة التخلي عنها للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد ودفع مبلغ من النقود.[3]

1-2-1- 3- أوراق مالية مخلقة من أصول مالية أخرى (التوريق)

التوريق هو أداة مالية لها صفة قانونية وتمويلية قائمة على أساس تجميع مجموعة متجانسة من الديون، من حيث الاستحقاق والضمان كأصول، وتحويلها إلى دين جديد بصيغة أوراق مالية معززة ائتمانيا بغرض تقليل المخاطر وضمان التدفق المستمر للسيولة المصرفية.[4]

1-2-2- الأنظمة المالية المبتكرة

تساهم الأنظمة المالية المبتكرة في رفع كفاءة سوق رأس المال، ويمكن تصنيف هذه الأنظمة إلى ما يلي:

---

[1]- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص: 77.

[2]- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 131.

[3] -Philipe Spieser, **Op-cit**, p p : 147.

[4]- نوردين بومدين ومداني أحمد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 05.

- الابتكارات الهادفة إلى تخفيض تكلفة المعاملات

يعتبر إجراء التسجيل على الرف أحدها، وهو إجراء يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، والجهة المصدرة من خلال إتباع هذا الإجراء يتحقق لها المرونة في مواجهة ظروف السوق، كما يتيح لها فرصة أفضل لتحديد توقيت الإصدار، بالإضافة إلى التخفيض في تكلفة الإصدار.[1]

- الابتكارات الهادفة إلى زيادة سرعة تنفيذ المعاملات المالية

ذلك من خلال استخدام الأساليب التكنولوجية الحديثة كنظام التداول الالكتروني، حيث في ظل هذا النظام تختفي الحاجة إلى المتخصصين الذين يتولون مهمة مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع. وتختفي الحاجة إلى النظام اليدوي الذي كان يقوم على تدوين تجار الأوراق المالية لأسعار الشراء والبيع على الورق،[2] حيث يقوم السماسرة أو شركات الوساطة المالية بتلقي الأوامر من العملاء ثم يقومون بإدخالها في النظام حيث تتم مقابلة أوامر الشراء مع البيع. وتكون أولوية التنفيذ للسعر ثم لتوقيت إدخال الأمر، وهذا النظام تشرف عليه البورصة بصورة مباشرة.

- الابتكارات الهادفة إلى تخفيض الرصيد النقدي العاطل

مثل التمويل بالهامش والبيع على المكشوف، حيث تعرف عمليات البيع على المكشوف بأنها "عمليات بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكها".[3]

أما التعامل بالهامش يعني دفع المشتري جزء من المال واقتراض جزء آخر منه من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض.

---

[1]- محمد يوسف ياسين، "**البورصة**"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص: 191.

[2]- نضال الشعار، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 50-51.

[3]- شعبان محمد إسلام البراوي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 195-196.

ويهيأ السمسار ذلك الجزء الذي يقترضه منه عميله، إما باستخدام تلك الأوراق المرهونة لديه في الاقتراض بضمانها من البنوك، ولكن بسعر فائدة أقل، وإما بإقراض المشتري (عميله) من الأرصدة الدائنة لعملائه المتراكمة لديه، وإما بإقراضه الأوراق المالية المشتراة لغيره من السماسرة الذين يقترضونها لصالح عملائهم القائمين بالبيع القصير.[1]

1-2-3- إيجاد حلول للمشكلات التي تواجهها منشآت الأعمال

وذلك من خلال التركيز على التطبيقات التالية:

- إدارة المخاطر الاستثمارية في السندات.

- إعادة الهيكلة للشركات من خلال تغيير هيكل رأس المال وشكل الملكية.

- تحويل الشركة المساهمة العامة إلى خاصة.

مما سبق يمكن استخلاص أن الهندسة المالية قامت بابتكار وتطوير المستحدثات المالية استجابة لرغبات المصدرين، والتي تتمثل أساسا في الحصول على أكبر قدر ممكن من الأموال بأقل تكلفة. وأيضا ستتحقق توليفات متنوعة من الأوراق المالية التي تتباين من حيث العائد، المخاطرة والسيولة للراغبين بالتنويع الاستثماري في توظيف أموالهم.

2- الهندسة المالية والمحيط السوقي

من شأن الهندسة المالية تقديم أدوات وآليات مالية مبتكرة وكذا المساعدة على بناء محافظ واستراتيجيات مالية، غير أنه يمكن لهذه المنتجات أن تتأثر بالضرائب، القوانين وكذا العلاقات بين المساهمين.[2]

2-1- الضرائب

يعد النظام الضريبي حصيلة لمجموعة من التطورات التاريخية، ويختلف من دولة إلى أخرى كما قد يكون مشتركا بين مجموعة من الدول. وسيتم التركيز هنا على أهم القرارات الاقتصادية التي تؤدي دورا

[1]- **المرجع السابق**، ص: 187.

[2] -Perry H.beaumont, **"Financial engineering principles"**, John wiley, Canada, 2004, p: 241.

مهما عند وضع السياسات الضريبية والتي تتمثل في: عرض العمل، الادخار وسلوك المستثمر اتجاه المخاطرة.

أ- تأثير الضرائب على عرض العمل: يتأثر عرض العمل بمستوى الأجور، فمستوى الأجور المرتفع يجعل من العمل أكثر جاذبية، ونفس الشيء ينطبق على الدخل الضريبي، أي زيادة مستوى الأجور تؤدي إلى زيادة الدخل الضريبي. الأمر الذي يدفع ببعض الأعوان الاقتصادية إلى مغادرة القطاع القانوني نحو القطاع الاقتصادي الموازي.

ب- تأثير الضرائب على الادخار: في أغلب الدول يحمل الدخل الضريبي على كل من الأجور والدخل الناتج عن الادخار. وقد أكدت معظم الدراسات أنه من المستحسن ألا يكون للضرائب أثر كبير على الادخار الكلي، وأكدت أيضا على الدور الذي تؤديه الضرائب في توجيه الاستثمار نحو قطاعات محددة.

ج- تأثير الضرائب على سلوك المستثمر اتجاه المخاطرة: تشكل الضرائب عائقا أمام المستثمرين المحبين للمخاطرة باعتبارها جزء من عائدات المشاريع عالية المخاطرة، ويعد النظام الضريبي الخاص بعائدات الأصول من أكثر الأنظمة الضريبية تعقيدا، باعتبار أن المعلومات المتاحة عن المحافظ الاستثمارية غير كافية، مما يجعل عملية توقع الأثر الضريبي على امتلاك أصول ذات مخاطرة عالية صعبة جدا.

2-2- تدخل الهندسة المالية في النظام الضريبي

للضرائب أثر كبير على عائدات المستثمرين وبالتالي على قرارات الاستثمار، فإذا كان من الممكن تطبيق سياسة ضريبية على مستوى سوق معينة دون ظهور تشوهات عليها، فمن المعقول أن تستمر هذه السوق لمدة أطول مقارنة بغياب سياسة ضريبية،[1] إضافة إلى أنه يمكن استعمال عدة أنواع من الضرائب حسب الغرض المراد منها، سواء لأنه ينظر لها كمصدر دخل هام، أو لتوجيه بعض السلوكيات على مستوى السوق، وأيضا مدى مساهمتها في زيادة الفرص الاستثمارية على مستوى السوق. لذا فإنه يمكن للهندسة المالية المساهمة في تطوير السياسات الضريبية المستعملة.

[1] -Salanie Bernard, "**The Economics of Taxation**", The MIT Press, Cambridge, England, 2003, p: 246.

2-3- الإطار القانوني

يحظى الإطار القانوني لأي سوق بأهمية كبيرة، فكلما زادت الأدوات المالية المستعملة تعقيدا، كلما أصبحت الاعتبارات القانونية أكثر تعقيدا هي الأخرى.[1] ويتيح الإطار القانوني والمحيط الضريبي العديد من الاختيارات الاستثمارية أمام المستثمرين، بحيث يختار كل مستثمر إستراتيجية خاصة به، بناء على تفضيلاته وأيضا بالنظر إلى الخطر المحتمل والربح الممكن.

تقدم الهندسة المالية العديد من الأدوات المالية التي تتميز بالتعقيد، وترافقها نسبة من المخاطرة. وينظر إلى هذه الأدوات من الجهة القانونية على أنها أكثر من إبداعات مالية، ويوضح أنها وضعت بمعرفة مسبقة للقوانين، وهذا من أجل كسب ميزة تنافسية من خلال تجنب البعض من هذه القوانين، ومنه فهندسة هذه الأخيرة أصبحت عملية ضرورية ومرافقة لمختلف الأدوات المالية المستحدثة، لضمان استقرار السوق.[2]

من جهة أخرى، تسمح الهندسة القانونية بإزاحة القوانين التي تعرقل الهندسة المالية وتقف حاجزا أمام ابتكار أدوات مالية جديدة، أو تعمل على تحسينها وتصحيحها لتوائم التطورات على مستوى السوق.

إلا أنه مع كل هذه الأهمية، لا يمنح للإطار القانوني العناية اللازمة، لذا فإضافة الإطار القانوني إلى مجالات تدخل الهندسة المالية، يسمح بإنشاء أدوات واستراتيجيات في المجال القانوني تضمن تطور السوق واستمرارها.

ثانيا: إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال كآلية لتفعيل دور اقتصاد المعرفة

أفرزت مظاهر اقتصاد المعرفة العديد من المعطيات التي تتعلق ببيئة وظروف سير سوق رأس المال، هذه المعطيات حتمت عملية إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال.

[1] -**Idem**, p: 248.

[2] -Doreen McBarnet**, "Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis"**, Working Paper, 2010, pp: 1-3.

1- تعريف إعادة الهندسة المالية

تعرف إعادة الهندسة بأنها "إعادة التفكير الأساسي وإعادة التصميم الجذري لإجراءات الأعمال لتوليد التحسين المستمر في الأداء"،[1] وبذلك تعنى الهندسة بإعادة ابتكار العمل وليس إدخال التغييرات السطحية أو التحسينات الهامشية إلى الطرق القديمة لعمل الأشياء.[2]

وبالتالي يمكن القول إن إعادة الهندسة المالية تكمن في إعادة التفكير الأساسي وإعادة التصميم الجذري للقوانين، المنظومات المالية والأدوات المالية،... لتحقيق تحسين الأداء المالي المستدام.

ويرتكز تعريف إعادة الهندسة على أربعة ركائز أساسية، ألا وهي:[3]

- **إعادة التفكير بصورة أساسية:** إن إعادة الهندسة المالية تبدأ من دون أي افتراضات راسخة أو ثوابت مسبقة، حيث ترفض كل الأساليب والممارسات التقليدية المتبعة في أداء العملية الحالية، وتبحث عن أساليب جديدة ومبتكرة لأدائها.

- **إعادة التصميم الجذري:** تعني التجديد والابتكار وليس مجرد تطوير وتحسين أساليب العمل الحالية.

- **تحسينات ثورية (فائقة):** يسعى مدخل إعادة الهندسة المالية إلى إحداث تحسينات ضخمة في معدلات الأداء الهامة مثل: التكلفة، الجودة، الخدمة وسرعة انجاز العمل.

- **العمليات:**• يركز مدخل إعادة الهندسة على عمليات المنظمة الجوهرية (ذات القيمة المضافة)، وذلك من خلال وضع تصميم جديد ومبتكر يمكن من خلاله تحقيق التحسينات الجذرية المطلوبة.

---

[1]- زياد عبد الكريم القاضي، "**هندسة الشبكات (شبكات الاتصال المحلية)**"، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، مصر، الجزء الأول، 2010، ص ص: 09-10.

[2]- MICHAEL HAMMER & JAMES CHAMPY, **" Reengineering The Corporation A Manifesto For Business Revolution "**, SUMMARIES.COM, 2000, p: 02.

[3]- أحمد السيد كردي، "**إعادة هندسة العمليات**"، متوفر على الموقع الالكتروني:

Kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/203407, le 14/05/2014, 13:00.

•- العملية مجموعة من الأنشطة المترابطة تمر عبر حدود وظيفية مختلفة هدفها تقديم مخرجات معينة.

2- آلية إعادة هندسة مالية لسوق رأس المال في ظل تداعيات اقتصاد المعرفة

تتكون مراحل إعادة هندسة سوق رأس المال في ظل اقتصاد المعرفة من مراحل أساسية تشكل في مجملها وحدة متكاملة ومتداخلة، هذه المراحل يمكن إدراجها في ما يلي:

2-1- عملية التشخيص

تتكون عملية التشخيص من مجموعة من الأنشطة الفرعية المتكاملة التي تعمل على الاهتمام بتشخيص الوضع الحالي وكيف يجب أن يكون، وتتمثل هذه الأنشطة فيما يلي:

2-1-1- دراسة وتقييم البنية الأساسية لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات

تهتم الهندسة المالية بتطبيق النماذج الرياضية والإحصائية إلى جانب التقنيات الحسابية في إيجاد الحلول للمشاكل المالية في سوق رأس المال،[1] إذ لابد أن تنطلق عملية التشخيص لسوق رأس المال وبشكل دوري من دراسة تقييميه للقاعدة التقنية والمعلوماتية الموجودة، أي من البنية الأساسية التي تتكون من نظم، أدوات، قواعد بيانات وكل أنماط وتطبيقات تكنولوجيا المعلومات والشبكات في السوق.

2-1-2- تشكيل فريق تصميم الهندسة المالية

تختلف أدوار كل فرد في فريق التصميم باختلاف وظائفه وأهمية هذه الوظائف ضمن إطار عملية التصميم ككل. إضافة إلى أن فرق البحث والتطوير في حاجة إلى خبراء وتقنيين في مختلف المجالات، ولضمان فعالية فريق التصميم لابد من وجود توازن بين الطرف الذي يضع التصميم والطرف الذي يعمل على تنفيذه،[2] ويمكن أن يتحقق هذا التوازن من خلال تعيين طرف ثالث يتميز بخبرات تنظيمية وقيادية.

2-1-3- استقطاب المعرفة التنظيمية

يتولى فريق التصميم تنفيذ الأنشطة الخاصة باستقطاب المعرفة التنظيمية والتي تتوزع بين المعرفة المكتوبة المرمزة والمعرفة الضمنية لدى خبراء المجال.

المهندسون الماليون لا ينتمون إلى بنوك الاستثمار والأعمال فقط، أو البنوك التجارية دون غيرها، ولكن أيضا إلى منشآت الأعمال التي تتاجر في الأوراق المالية، وينتشرون أيضا وعلى وجه الخصوص في جهات

[1]- John R. Birge & Vadim Linetsky, **"Financial Engineering"**, Elsevier, UK, 2008, p: 3.

[2]- سمير عبد الحميد رضوان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 89.

البحث والتطوير، ولاشك أن تنوع المهندسين الماليين يظهر الفرص المتاحة لأصحاب المناهج التحليلية لحل المشاكل والقدرة على إدراك الحلول الخلاقة للمشاكل المعقدة.[1]

2-2- الهندسة المالية لسوق رأس المال

في هذه المرحلة يتم تجسيد المواصفات التي سبق وأن تم تصميمها في المرحلة السابقة، حيث أن التغيرات التي صاحبت تطبيق اقتصاد المعرفة في البيئة الاقتصادية والاستثمارية فرضت معطيات جديدة يجب أخذها بعين الاعتبار عند إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال، وذلك من خلال:

- **هندسة قانونية:** تقدم الهندسة المالية جملة من الأساليب التي تستخدم _بعد معرفة مسبقة بالقوانين_ للقفز فوق القيود التي تنظمها بعض اللوائح والنظم أو المشاكل المالية التي تواجه المؤسسات المالية، ويترتب على ذلك أن تصبح هذه القيود والأنظمة عديمة الجدوى مما يستدعي مراجعة الأنظمة من جديد، وعليه فعملية إعادة الهندسة المالية الإسلامية للقوانين أصبحت ضرورية ومرافقة لمختلف المنتجات المالية المستحدثة.

- **هندسة المنظومات المالية:** ضرورة بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في ضوء مختلف التغيرات الداخلية والخارجية لسوق رأس المال والبيئة المحيطة في الأجل القصير والطويل وبصورة دورية، وفق متطلبات الهندسة المالية الإسلامية، لتكون مبدعة ومبتكرة لمنتجات مالية تتسم بالمصداقية الشرعية والفعالية الاقتصادية.

- **هندسة الأدوات المالية:** تتسم السوق بالتغير المستمر، مما ينتج عنه رغبات جديدة للمستثمرين تستدعي ضرورة إيجاد أدوات جديدة أو إدخال تعديلات على الأدوات الموجودة سابقا لتساعد على تلبية هذه الرغبات.

2-3- منتجات الهندسة المالية

بعد المرحلتين السابقتين ستتجسد منتجات الهندسة المالية في صورة أدوات مالية، آليات مالية أو استراتيجيات مالية،...

[1]- **المرجع السابق**، ص: 102.

2-4- اختبار وتطبيق منتجات الهندسة المالية

مرحلة الاختبار تتكون من إجراءات التأكد من صحة تصميم المنتج المالي وضمان تلبية هذا المنتج لاحتياجات المستفيدين.

وبعد اختبار المنتج للتأكد من كفاءته تبدأ مرحلة تطبيقه.

2-5- تطوير وتحديث منتجات الهندسة المالية

عندما يوضع المنتج المالي في متناول المستفيدين ستظهر النتائج الفعلية (نقاط القوة والضعف). ويتم من خلالها اكتشاف العناصر التي تحتاج إلى تطوير أو تحديث.

2-6- التقييم النهائي لمنتجات الهندسة المالية

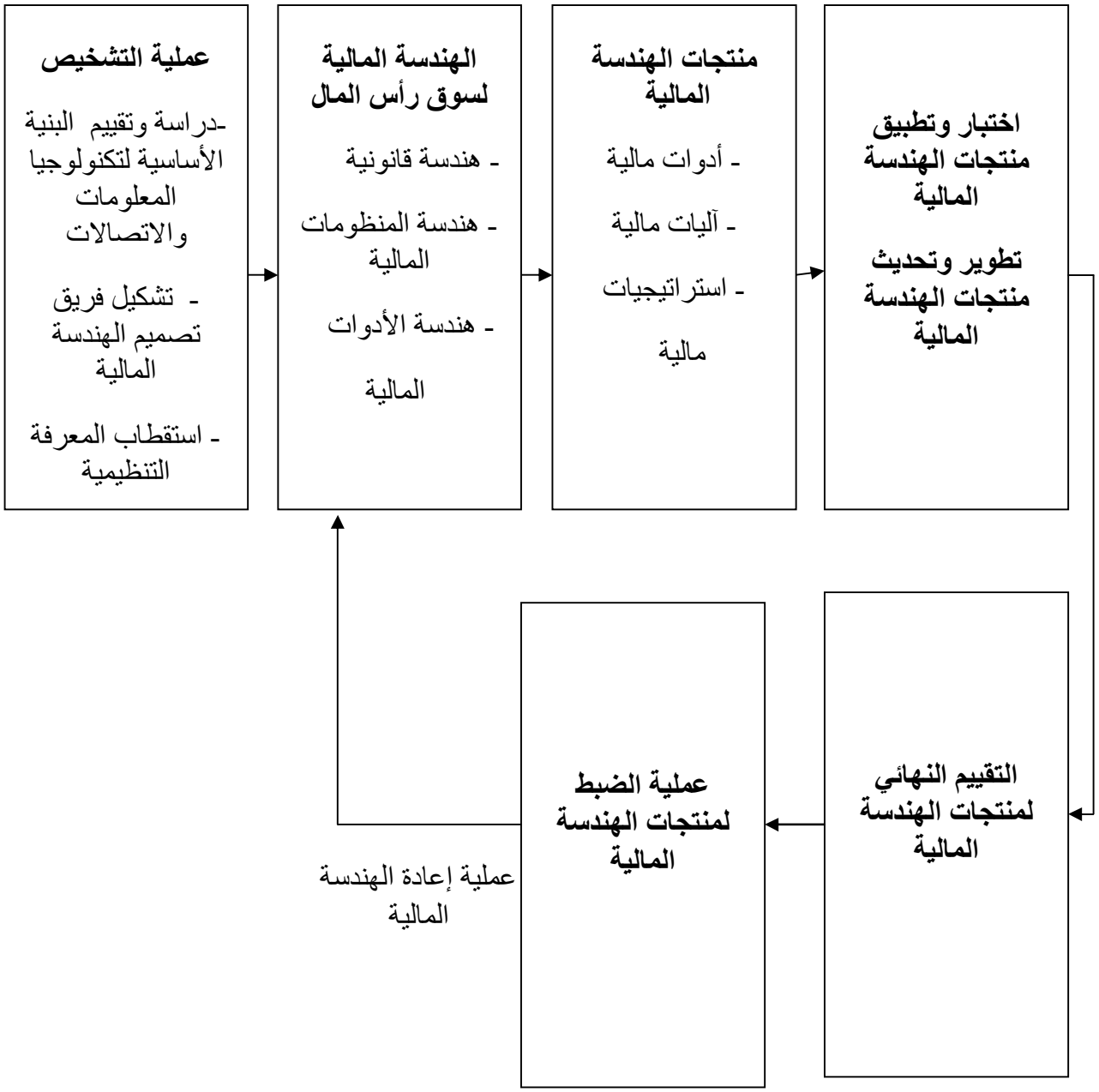
تحتاج عملية التقييم أن تتم بعناية ودقة، كما تجدر الإشارة إلى أنه يجب أن تتم كلا من عمليتي التقييم والتطوير في كل مرحلة من مراحل الهندسة المالية لا أن تتم في المرحلة النهائية.

2-7- عملية الضبط لمنتجات الهندسة المالية

ضرورة المحافظة المستمرة على وجود نظام للقواعد التنظيمية والرقابية لمنتجات الهندسة المالية ومراقبتها عن كثب لاكتشاف التغيرات التي تطرأ على اتجاهاتها لضمان استقرار السوق.

وعملية الضبط التي تهدف إلى السهر على أن تعمل منتجات الهندسة المالية كما يجب، تعتبر كمؤشرات تحذير مبكرة يتم من خلالها توجيه المنتجات المالية المعنية إلى إعادة الهندسة المالية لها. والشكل رقم (2-3) الموالي يلخص المراحل السابقة لنظام الهندسة المالية لسوق رأس المال.

الشكل رقم (2-3): نظام الهندسة المالية لسوق رأس المال



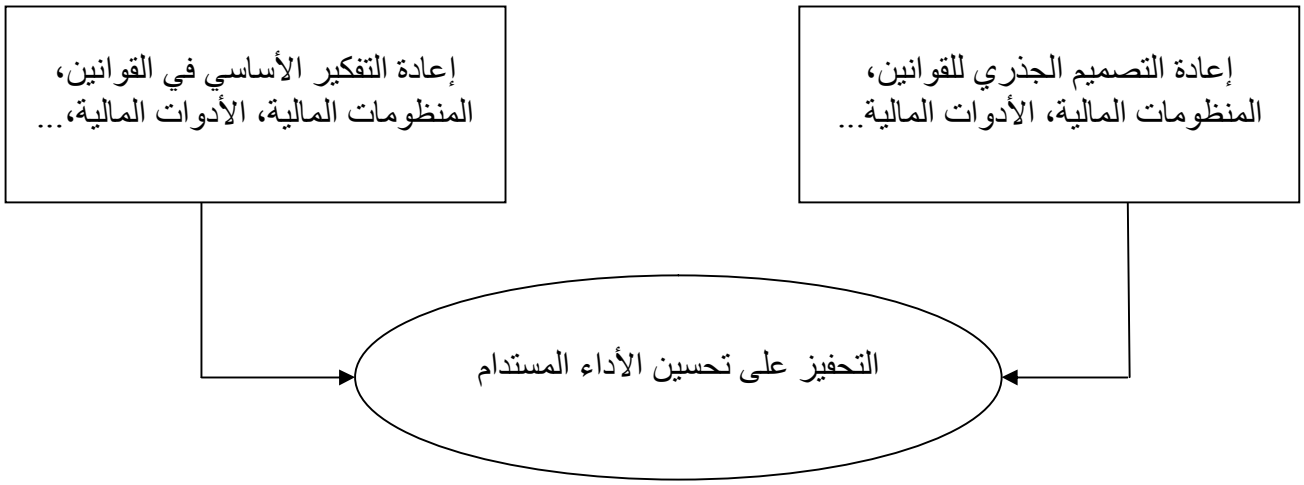
المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التحليل السابق.

3- عملية إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال

تتضمن عملية إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال إعادة التفكير الأساسي وإعادة التصميم الجذري لأساليب عمل منتجات الهندسة المالية لتحقيق التحسينات المطلوبة في معايير الأداء.

والشكل الموالي رقم (3-3) يوضح تفصيل عملية إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال.

الشكل رقم (3-3): إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال



Source : MICHAEL HAMMER & JAMES CHAMPY, Op-Cit, p : 02 .

(بتصرف)

خلاصة الفصل الثالث

تناول الفصل الثالث الأزمات المالية كأحد الجوانب السلبية التي ارتبطت باقتصاد المعرفة من خلال جمع بعض الأسباب والخصائص المشتركة بين الأزمات المالية، إلا انه يبقى لكل أزمة مالية مميزاتها الأساسية وآثارها الخاصة. وعلى هذا الأساس تم إدراج أزمة "الدوت كوم" والخوض في أسبابها والآثار التي كانت نتاجا لها، حيث تعرف فقاعة "الدوت كوم" بأنها نتاج نمو في تكنولوجيا المعلومات والاعتقاد السائد بان الشركات المقدمة للانترنت ولسلسلة السلع والخدمات المرتبطة به هي التي ستمثل نموذج الأعمال الأمثل في اقتصاد المعرفة.

أحدث التحول إلى اقتصاد المعرفة تغيرات في محيط الأعمال، حيث حلت مفردات ومعايير جديدة خلاصتها المعرفة تساهم في تحقيق الأرباح والحصول على القيمة المضافة، هذه التغيرات الناجمة عن مظاهر الاقتصاد المعرفي تؤثر على كفاءة أسواق رأس المال لعدم تكيف هذه الأسواق معها. وتؤدي دعامتي اقتصاد المعرفة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ورأس المال الفكري دورا مهما في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.

يكمن دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تسهيل انسياب الأنشطة المالية عن طريق تخفيض تكلفة التداول وتكلفة عدم تماثل المعلومات.

أما رأس المال الفكري فيؤدي دورا مهما في تحقيق كفاءة سوق رأس المال من خلال مواطن تواجده في هذه السوق: هيئة سوق رأس المال، الوعي الاستثماري، المنتجات المالية والوسطاء الماليين.

لتفعيل دور اقتصاد المعرفة يجب توفير مجموعة من الآليات العملية القادرة على إحداث نوعاً من التوافق بين الهياكل الحالية بسوق رأس المال وبين متغيرات اقتصاد المعرفة وذلك في إطار نظام الإصلاح والتحديث بهذه الأسواق.

تعتبر كل من آلية حوكمة هيئة سوق رأس المال لمهامها وأداء أعمالها، آلية حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وآلية إعادة الهندسة المالية من أهم آليات اقتصاد المعرفة التي حظيت باهتمام عالمي كبير. حوكمة هيئة سوق رأس المال لمهامها وأداء أعمالها عن طريق الإجراءات التطويرية المستمرة التي يجب أن تتخذها هيئة سوق رأس المال نحو تعزيز أعمالها وتطبيق أفضل مبادئ ومعايير الحوكمة

والمسؤولية وترشيد اتخاذ القرارات، بما ينعكس على أدائها للمهام والمسؤوليات المنوطة بها في نظام سوق رأس المال على الوجه الأكمل والأمثل ويزيد من كفاءتها في ممارستها لتلك المهام والمسؤوليات.

حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في سوق رأس المال، حيث هي النظام الذي من خلاله يتم التوجيه والرقابة على الاستخدام الحالي والمستقبلي لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، ويتضمن التقييم والتوجيه استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لدعم المنظمة والرقابة على هذا الاستخدام لتحقيق الخطط والاستراتيجيات المستقبلية.

أما عملية إعادة الهندسة المالية لسوق رأس المال فتتضمن إعادة التفكير الأساسي وإعادة التصميم الجذري لأساليب عمل منتجات الهندسة المالية لتحقيق التحسينات المطلوبة في معايير الأداء.

الفصل الرابع: دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي

الفصل الرابع: دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي

تمهيد

يتميز اقتصاد المعرفة بطبيعة ديناميكية تجعل الدول عرضة للتغير المستمر بحسب مستويات أداء البلدان وتطور تنافسيتها الدولية، ومثل هذه الديناميكية تدفع الدول دائما إلى تعزيز مركزها التنافسي على الخريطة العالمية لاقتصاد المعرفة بالارتقاء بمستوى مؤشراته الرئيسية والفرعية، وهي ليست بالمسألة السهلة في ظل التسابق بين الدول لاكتساب مزيد من مصادر المعارف والتي أصبحت أحد الرهانات الرئيسية للتنمية.

ودول مجلس التعاون الخليجي من الدول التي تسعى إلى تحسين أداء مؤشرات اقتصاد المعرفة لديها وبالتالي تحسين أدائها التنافسي على المستوى العالمي.

من جهة أخرى، توجه هذه الدول اهتماما متزايدا بأسواق رأس المال نتيجة للتطورات التي يشهدها النظام المالي، وذلك من خلال سعيها لتطوير وتحديث هذه الأسواق بتطبيق برامج الإصلاح والتطوير بما يتماشى مع متطلبات التنمية، هذه البرامج أدت إلى تطورات ملحوظة خلال السنوات الماضية تجسدت في نمو رسملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها.

يهدف هذا القسم من الدراسة إلى قياس أثر مؤشرات اقتصاد المعرفة على كفاءة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

المبحث الأول: استعراض تجارب دول مجلس التعاون الخليجي في بناء اقتصاد المعرفة وأسواق رأس المال

يؤدي اقتصاد المعرفة دورا كبيرا في تغير نمط الإنتاج وعوامل النمو، وفي هذا المجال تعمل دول مجلس التعاون الخليجي على تطوير مؤشرات اقتصاد المعرفة لتقليل الفجوة بينها وبين الدول المتقدمة والاستفادة من المميزات التي يوفرها تطبيق اقتصاد المعرفة. في سبيل نفس المسعى ولتواكب التطور الحاصل في الدول المتطورة تولي أيضا أهمية كبيرة لتطوير وتحديث أسواق رأس المال بها.

المطلب الأول: المركز التنافسي لدول مجلس التعاون الخليجي على خريطة الاقتصاد المعرفي

تسعى دول مجلس التعاون الخليجي لتحسين أدائها على مستوى مؤشرات اقتصاد المعرفة وفق تقييم البنك الدولي، وتحتل مراكز أفضل بالمقارنة ببقية الدول العربية.

أولا: مؤشرات اقتصاد المعرفة وفق منهجية البنك الدولي

يحدد معهد البنك الدولي أربع ركائز أساسية لوجود مؤشر اقتصاد معرفي يعمل بشكل فعال، وهي على النحو التالي:[1]

- **ركيزة الحافز الاقتصادي والنظام المؤسسي (Economic Incentive and Institutional Regime):** تقوم على أسس اقتصادية قوية تستطيع توفير كل الأطر القانونية والسياسية التي تهدف إلى زيادة الإنتاجية والنمو، وتشتمل السياسات التي تهدف إلى جعل تكنولوجيا المعلومات والاتصالات أكثر إتاحة ويسر، وتخفيض التعريفات الجمركية على منتجات التكنولوجيا وزيادة القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- **ركيزة التعليم (Education):** يعد التعليم من الاحتياجات الأساسية للإنتاجية والتنافسية الاقتصادية، حيث يتعين على الحكومات أن توفر الأيدي العاملة الماهرة والإبداعية أو رأس المال البشري القادر على إدماج التكنولوجيات الحديثة في العمل.

[1]– مراد علة، **مرجع سبق ذكره**، ص: 22.

- **ركيزة الابتكار (Innovation):** وهي نظام فعال من الروابط الاقتصادية مع المؤسسات الأكاديمية، وغيرها من المنظمات التي تستطيع مواكبة ثورة المعرفة المتنامية واستيعابها وتكييفها مع الاحتياجات الوطنية في ضوء المتغيرات البيئية العالمية.

- **ركيزة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات (Information and Communication Technology):** وهي التي تسهل نشر وتجهيز المعلومات والمعارف وتكييفها مع الاحتياجات المحلية لدعم النشاط الاقتصادي وتحفيز المشاريع على إنتاج قيم مضافة عالية.

ويقاس مؤشر اقتصاد المعرفة (Knowledge Economy Index) بواسطة نموذج رياضي يوظف سلسلة من الحسابات التي يستخرج من خلالها متوسط قيمة المؤشر لبلد أو منطقة ما، على أساس قيم متغيرات الركائز الأربعة لاقتصاد المعرفة.

يبلغ عدد متغيرات النموذج ثمانون (80) متغيرا كميا ونوعيا، اختيرت بعناية لتصف جميع العوامل المؤثرة على احتساب قيمة مؤشر اقتصاد المعرفة، أو المعرفة في البيئة التي تناولتها الدراسة. يتم تبويب البلدان التي تناولتها الدراسة من المستوى الأعلى باتجاه المستوى الأدنى، باستخدام القيم الواقعية المناظرة لكل متغير من متغيراتها. بعد ذلك تمارس عملية التطبيع على القيم وفق مقياس تتراوح قيمته بين (0-10)، حيث تمثل القيمة 10 أفضل أداء معرفي/اقتصادي في ظل اقتصاد المعرفة ، في حين تمثل قيمة صفر أسوا أداء بين البلدان المتباطئة في السعي لبلوغ اقتصاد المعرفة وترسيخ منظومته.

ثانيا: مكانة دول مجلس التعاون الخليجي بالمقارنة مع باقي الدول العربية

تتجه الدول العربية نحو الاقتصاد القائم على المعرفة بشكل يتفاوت من دولة لأخرى. وقد غطى تقرير 2012 ترتيب 146 دولة، فاحتلت الإمارات المرتبة 42 وموريتانيا المرتبة 134 في الترتيب العالمي. كما احتلّت الإمارات المرتبة الأولى بين الدول العربية، والبحرين وعمان والسعودية وقطر والكويت المراتب الخمس التالية على الترتيب. وذلك يشير إلى تقدّم مراتب 3 دول من مجلس التعاون هي الإمارات وعُمان والسعودية، وإلى تأخر مراتب ثلاثة دول هي البحرين وقطر والكويت، وكذلك إلى تقدّم السعودية 26 مرتبة وعُمان 18 مرتبة والإمارات 6 مراتب.

الجدول رقم(1-4): ترتيب الدول العربية وفق مؤشر الاقتصاد المعرفي

الدولة	الترتيب العام 2012	قيمة المؤشر	الترتيب العام 2000	مراتب التغير منذ 2000
الإمارات	42	6.94	48	6
البحرين	43	6.9	41	-2
عمان	47	6.14	65	18
السعودية	50	5.96	76	26
قطر	54	5.84	49	-5
الكويت	64	5.33	46	-18
الأردن	75	4.95	57	-18
تونس	80	4.56	89	9
لبنان	81	4.56	68	-13
الجزائر	96	3.79	110	14
مصر	97	3.78	88	-9
المغرب	102	3.61	92	-10
سورية	112	2.77	111	-1
اليمن	122	1.22	128	6
موريتانيا	134	1.65	123	-11
السودان	138	1.48	139	1
جيبوتي	139	1.34	136	-3

المصدر: تقرير البنك الدولي حول 146 دولة لسنة 2012، متوفر على الموقع الالكتروني:
www.Worldbank.org/kam

ويبين الجدول رقم (1-4) ترتيب بعض الدول العربية في هذا التوجه بحسب تقرير البنك الدولي لسنة 2012. وتتصدر دول مجلس التعاون الخليجي هذا الترتيب.

ثالثا: مؤشرات المعرفة واقتصاد المعرفة لدول مجلس التعاون الخليجي في إطار مقارن (1995، 2000 و2012)

وفقا للبيانات التي تضمنتها حسابات البنك الدولي هناك أربعة مستويات لقيم هذين الدليلين (دليل المعرفة ودليل اقتصاد المعرفة) تشمل مختلف مناطق العالم:

– **مستوى مرتفع:** تزيد قيمة الدليلين فيه على 7,0 وتتميز بلدان هذه المرتبة بسيادة مستوى رصين من أنشطة اقتصاد المعرفة، مع البدء في ترسيخ جذور مجتمع المعرفة وتقع في دائرة هذا المستوى، البلدان الصناعية السبعة ودول أمريكا الشمالية وأوروبا الغربية.

– **مستوى جيد:** تتراوح فيه قيمة الدليلين بين 6,0–7,0. وتتميز بلدان هذه المرتبة بمستوى مقبول في ميدان اقتصاد المعرفة، مع بدء التحول من مجتمع المعلومات باتجاه مجتمع المعرفة. وتقع في دائرة هذه المرتبة دول أوروبا وآسيا الوسطى ودول شرق آسيا.

– **مستوى متوسط:** تزيد فيه قيمة الدليلين على 5,0 وتقل عن 6,0، وتشمل البلدان التي نجحت في ترسيخ اقتصاد المعلومات، وبدأت بالتحول نحو إرساء اللبنات الأساسية لاقتصاد المعرفة، مع توفر مقومات مجتمع المعلومات. وتقع ضمن هذه المرتبة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

– **مستوى منخفض:** تقل فيه قيمة الدليلين عن 5,0، وتشمل البلدان التي لازالت تسعى للوصول إلى مجتمع المعلومات تمهيدا لبلوغ مجتمع المعرفة وتحديد معالم سياستها المستقبلية باتجاه اقتصاد المعرفة. وتقع ضمن هذه المرتبة دول أمريكا اللاتينية وإفريقيا وجنوب آسيا.

أما بالنسبة إلى دول مجلس التعاون الخليجي، فقد أجريت جميع الحسابات الخاصة بمؤشرات المعرفة واقتصاد المعرفة للسنوات (1995، 2000 و2012) على أساس القيمة الموزونة وللفرد الواحد (Weighted on Capita)، لكي تكون النتائج أكثر قربا من الواقع في حالات المقارنة بين البلدان أو الأقاليم، وذلك باستبعاد تأثير عامل حجم السكان على متغيرات المؤشرين، والتي قد تعكس صورة غير صحيحة عن المستوى الذي بلغته هذه البلدان في سعيها للوصول إلى اقتصاد المعرفة.

الجدول رقم (2-4): تطور مؤشرات دليل المعرفة واقتصاد المعرفة لدول مجلس التعاون الخليجي خلال 1995، 2000 و2012

البلد	مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي			مؤشر الابتكار			مؤشر التعليم			مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات		
	1995	2000	2012	1995	2000	2012	1995	2000	2012	1995	2000	2012
الإمارات	6,90	7,51	6,50	6,59	4,32	6,60	6,46	4,44	5,80	7,62	7,92	8,88
البحرين	6,95	7,45	6,69	6,93	6,37	4,61	6,49	6,34	6,78	7,52	7,26	9,54
عمان	6,33	7,51	6,96	5,48	4,25	5,88	3,65	4,22	5,23	5,89	5,12	6,49
السعودية	4,45	4,40	5,68	5,00	4,24	4,14	4,11	4,28	5,65	6,51	5,49	8,37
قطر	5,64	6,64	6,87	4,79	5,51	6,42	5,52	4,85	3,41	7,49	7,05	6,65
الكويت	5,36	7,00	5,86	5,50	5,38	5,22	4,51	5,17	3,70	7,46	7,09	6,53

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات تقرير البنك الدولي حول 146 دولة لسنة 2012، متوفر على الموقع الالكتروني: www.Worldbank.org/kam, 01/01/2015, 20: 00.

ويبدو جليا من قيم مؤشرات دليل المعرفة واقتصاد المعرفة لبلدان مجلس التعاون الخليجي خلال السنوات (1995، 2000 و2012) الواردة في الجدول رقم (2-4)، وجود اختلافات ملموسة في سياق التغيرات الحاصلة في هذه البلدان.

فعلى مستوى منظومة الاقتصاد الوطني حققت الإمارات تقدما في سنة 2000 عما كانت عليه في سنة 1995، ثم تراجعت في سنة 2012. ومرت كل من البحرين، عمان والكويت بنفس حالة الإمارات. فيما حققت السعودية تراجعا بسيطا في سنة 2000 عما كان في سنة 1995، إلا أنها تداركت ذلك في سنة 2012 بتحقيق تقدم أكبر. أما قطر فسجلت تقدما في سنة 2000 عن 1995 واستمر هذا التقدم أيضا بالنسبة إلى سنة 2012.

على صعيد الابتكار والقدرة التنافسية تراجعت كل من الإمارات وعمان في سنة 2000 عما كانت عليه في 1995، ثم حققت تقدما في عام 2012. تراجعت كل من البحرين، السعودية والكويت في سنة 2000 عما كانت عليه في 1995 واستمر هذا التراجع حتى في سنة 2012. حققت قطر على مستوى هذا المؤشر طفرة بمحافظتها على تقدمها من سنة 1995 إلى 2012 بالمقارنة مع باقي دول مجلس التعاون الخليجي.

على صعيد منظومة التعليم حققت كل من عمان والسعودية تقدما في سنة 2000 عما كان عليه في 1995 واستمر هذا التقدم حتى سنة 2012. تراجعت الإمارات في سنة 2000 عما كانت عليه في 1995، ورغم التقدم الذي أحرزته في سنة 2012 لكن بقي المعدل منخفض عما سجل في سنة 1995. تراجع طفيف سجل بالبحرين خلال سنة 2000 بالمقارنة مع 1995، وتسجيل ارتفاع في سنة 2012. حققت قطر تراجعا في سنة 2000 عما كان عليه في 1995، واستمر هذا التراجع حتى في سنة 2012. سجلت الكويت تقدما في سنة 2000 عما كان في 1995، ثم تراجعا في سنة 2012 إلى قيمة أقل مما كانت مسجلة في سنة 1995.

وعلى مستوى البنية التحتية للمعلومات والاتصالات حققت كل من الإمارات، البحرين، عمان والسعودية تقدما ملموسا في تطوير بنيتها التحتية خلال السنوات الثلاث. فيما سجلت قطر والكويت تراجعا في سنة 2000 عما كان في 1995 واستمر هذا التراجع حتى في سنة 2012.

والجدول الموالي يوضح ترتيب دول مجلس التعاون الخليجي وفق مؤشرات عالمية مرتبطة باقتصاد المعرفة.

الجدول رقم (3-4): ترتيب دول مجلس التعاون الخليجي وفق مؤشرات عالمية مرتبطة باقتصاد المعرفة

الدولة/المؤشر	اقتصاد المعرفة (2012)	الابتكار العالمي (2011)	التنافسية العالمية (2012/11)	تطور التعليم للجميع (2008)	دليل التنمية البشرية (2011)
	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب
قطر	54	26	14	-	37
السعودية	50	54	17	86	56
الإمارات	42	34	27	46	30
عمان	47	57	32	89	89
الكويت	64	52	34	55	63
البحرين	43	46	37	51	42
إجمالي عدد الدول	146	125	142	127	187

المصدر: التقرير العربي الخامس للتنمية الثقافية، "**الاقتصاد العربي القائم على المعرفة**"، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

يتبين من الجدول رقم (3-4) أن بعض دول مجلس التعاون الخليجي تتبوأ مراتب بعضها في الربع الأعلى وبعضها الآخر في النصف الأعلى عالميا على الرغم من تحسن ترتيبها بشكل عام. إلا أن اقتصاد المعرفة فيها يتسم بالتحسن البطيء مقارنة ببعض الدول النامية، وذلك عند مقارنة ترتيبها بدول أخرى في تقارير السنوات السابقة. ولتحسين وتيرة الارتقاء في الترتيب، ينبغي زيادة الاستثمار في المعرفة بمعدلات كبيرة وإحداث تغيير جذري في نوعية الاستثمار، مما سيؤثر حتما على نمو الإنتاجية والتنافسية.

المطلب الثاني: واقع، نظم إدارة وتطور التشريعات الخاصة بأسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي

جاء تأسيس أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي استجابة للدور المتعاظم لهذه الأسواق كقنوات لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة، إضافة إلى دورها في عملية التنمية المستدامة، وخلال السنوات الأخيرة بدأت هذه الأسواق تحظى بعناية خاصة من ناحية التأسيس، التطوير والتحديث. والجدول رقم (4-4) يلخص المجهودات التي تبذلها دول مجلس التعاون الخليجي لخلق أسواق رأس مال تجاري مثيلاتها في الدول المتقدمة.

الجدول رقم (4-4): واقع وتطور أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي

البورصة	النشأة	الإطار التشريعي	أهم شروط الإدراج	اعتماد التداول الالكتروني
سوق الكويت للأوراق المالية **(KSE)** سوق الكويت للأوراق المالية Kuwait Stock Exchange	- أوت 1972 تم افتتاح أول مقر للبورصة بمدينة الكويت. - 1976 إعادة تنظيم عمليات التداول وانشاء لجنة الأوراق المالية من اجل تنظيم التداول في السوق. - 1983 إعادة تنظيم السوق حيث أصبحت تمتلك شخصية معنوية ومستقلة ماليا وإداريا. - 2010 إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط سوق الأوراق المالية، التي تعنى بالتنظيم والمراقبة وتسعى لتحقيق الشفافية والعدالة.	- تتمتع السوق بالشخصية المعنوية وفقا لأحكام المرسوم الأميري المؤرخ في 1983/04/18. - القانون رقم (7) الصادر سنة 2010 المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط سوق الأوراق المالية.	- رأس المال يفوق 2 مليون دينار كويتي. - أن تحقق الشركة أرباح صافية خلال آخر سنتين قبل الإدراج. - الإفصاح بشكل فصلي.	- بدأ سوق الكويت منذ أواخر 1995 بتحويل نظام التداول إلى نظام التداول الآلي كاتس "KATS". - قام سوق الكويت بتوقيع عقد التعاون المشترك مع مجموعة نازداك أو أم اكس في أكتوبر 2009. - انطلاق نظام التداول الآلي الجديد "X-Stream" في 13 ماي 2012 وقد شمل عدة تغييرات خاصة: • إلغاء الوحدات وسوق الكسور ؛ • مزاد الاقفالات لزيادة التحكم بأسعار الاقفالات؛ • مؤشر "كويت 15"مؤشر جديد للسوق للأسهم المختارة؛ • الموقع الالكتروني الجديد للسوق لتقديم خدمة أفضل للعامة وبديل لنظام بث معلومات التداول "KARS". - بتاريخ ماي 2010 تم تطبيق نظام رقابي آلي "SMARTS" يعمل من خلال بيانات نظام التداول القديم "KATS" وبعد تطبيق نظام التداول "X-Stream" قام النظام "SMARTS" بالرقابة الفورية على التداولات. - موقع سوق الكويت للأوراق المالية: http://www.kuwaitse.com
السوق المالية السعودية **(TADAWUL)** تداول Tadawul	- البداية التاريخية لنشأة السوق 1932 وظلت غير رسمية إلى غاية 1984. - تولت مؤسسة النقد العربي السعودي دور الهيئة المشرفة والمعنية بتنظيم ومراقبة السوق إلى غاية 2003.	- أصدر المرسوم الملكي رقم 1230/8 سنة 1984 والذي نص على تنظيم التعامل بالأوراق المالية عن طريق البنوك المحلية. - تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 في 2003/07/31.	- ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 200 مساهم. - ألا تقل نسبة ملكية الجمهور عن 30% من هذه الأسهم. - ألا تقل القيمة الاسمية المتوقعة لإجمالي هذه الأسهم عند تاريخ	- شهد النصف الثاني لعام 1990 بداية تشغيل النظام الآلي "ESIS" لتداول الأسهم عبر البنوك التجارية وقد تم تحديثه تسع مرات في فترات متلاحقة. - في أكتوبر 2001 تم استبداله بنظام تداول الكتروني جديد أطلق عليه اسم "تداول"، وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والتقاص. - في أكتوبر 2007 تم تطوير نظام "تداول" بشكل جوهري.

	– 2003 تم تأسيس هيئة السوق المالية السعودية. – 2007 تم إنشاء شركة السوق المالية السعودية "تداول" كشركة تقدم الخدمات المالية المتنوعة والشاملة.		الإدراج 100 مليون ريال سعودي. – أن تستوفي الشركة جميع الشروط النظامية في المملكة الخاصة بالشركات.	– موقع السوق المالية السعودية: http://www.tadawul.com.sa
سوق مسقط للأوراق المالية **(MSM)**	– بدأ العمل بسوق مسقط للأوراق المالية في 1989/05/20. – في 1998 أصبحت الهيئة العامة لسوق المال مسؤولة عن الرقابة على أعمال السوق وتنظيم التداول فيها. – في 1998 أصبحت سوق مسقط كيانا قانونيا يتمتع بالشخصية الاعتبارية.	– أنشأ سوق مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 53/88 بسنة 1988 وكانت في بداية الأمر تابعة للدولة. – صدور المرسوم السلطاني رقم 80/98 الذي ألغى مرسوم 53/88 المنشئ لسوق مسقط ليحل محلها الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية. – نصت المادة 09 من القانون رقم 80/98 على أنه يتم التداول في سوق مسقط للأوراق المالية وتمتعها بالشخصية الاعتبارية. – تأسست بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 82/98 في 1998 شركة مسقط للمقاصة والإيداع.	– ألا يقل الرأسمال المدفوع عن مليوني ريال عماني. – أن تكون حققت أرباح خلال السنتين السابقتين لطلب الإدراج. – الالتزام باتفاقية الإدراج الصادرة عن السوق.	– في 1998/03 تم ربط السوق بنظام التعامل الالكتروني. – أكملت السوق إجراءاتها المتعلقة باستبدال نظام التداول الالكتروني المستخدم حاليا منذ 1998 بنظام أكثر حداثة وكفاءة يعمل وفقا للمعايير الدولية المطبقة في الأسواق المتقدمة ويتماشى مع تطلعات تطوير السوق. وقد تم تشغيل نظام التداول الالكتروني من شركة أتوس يورو نيكست (Atos Euronext) وهو نظام فرنسي متطور، تستخدمه العديد من البورصات العالمية المتقدمة، ويضمن النظام الجديد توفير البيانات والمعلومات بشكل فوري للجهات الرقابية لتفعيل دورها الرقابي على التعاملات في السوق أولا بأول، كما يقوم على بث بيانات التداول بشكل فوري لجميع المستخدمين وأيضا يمكن السوق من إضافة العديد من أدوات الاستثمار الجديدة مستقبلا وكذلك يسهل الربط مع الأسواق المالية الخليجية العربية. – موقع سوق مسقط للأوراق المالية: http://www.msm.gov.om
بورصة البحرين **(BHB)**	– بدأ التداول رسميا في 17 جوان 1989، وتشرف على هذه البورصة اللجنة العليا للأوراق المالية. – في منتصف التسعينات تم الإعلان عن تحويلها إلى سوق	– صدر المرسوم بقانون رقم 04 لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988. – أصدر المرسوم رقم (57) لسنة 2009 وتم بموجبه تحويل سوق البحرين للأوراق المالية إلى	– أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة سنتين على الأقل. – ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملات الأخرى.	– خلال النصف الثاني من سنة 2014 تم استبدال نظام التداول في البورصة من نظام "Horizon" إلى نظام "X-Stream"، حيث يتيح النظام الجديد حصول البورصة على نظام تداول متعدد الأصول ومستخدم في العديد من بورصات العالم، كما أنه متطابق مع المعايير الدولية. – موقع بورصة البحرين: http://www.bahrainbourse.net

بورصة البحرين BAHRAIN BOURSE	دولية. – 2002 انتقلت المسؤوليات الرقابية والتشريعية على قطاع رأسمال من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي.	شركة مساهمة.	– ألا يقل عدد الأسهم عن 500000 سهم. – ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم. – أن تكون الشركة قد حققت أرباح خلال السنتين السابقتين لطلب الإدراج. – أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية وان تلتزم باتفاقية الإدراج الصادرة عن البورصة.	
بورصة قطر **(QSE)** بورصة قطر Qatar Stock Exchange	– تأسست سوق الدوحة سنة 1995، وبدأت رسميا عملياتها في 1997/05/26. – بدأ العمل يدويا في قاعة التداول وادارة التسويات، بعد ذلك تم التحول نحو نظام التسجيل المركزي في 1998/08. – قامت سوق الدوحة بتاريخ 2005/04/03 بفتح الاستثمار لغير المقيمين بقطر. – في 2009 قامت شركة قطر القابضة بتوقيع اتفاقية شراكة مع مجموعة بورصات (NYSE Euronext) لتحويل بورصة الدوحة إلى بورصة دولية وفقا	– أسست سوق الدوحة بموجب القانون 1995/16. – في 14سبتمبر 2005 اصدر القانون رقم (33) والذي قضى بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية ليفصل بذلك بين الوظيفتين الرقابية والتنفيذية.	– أن لا يقل الرأسمال المكتتب به عن 40 مليون ريال قطري. – ألا تقل القيمة المدفوعة من القيمة الاسمية عن 50% عند طلب الإدراج. – الالتزام بمتطلبات الإفصاح.	– تنفذ مشروع التداول الالكتروني في 2003/03/21. – في 05 سبتمبر 2010 تم التحول لاستخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية UTP (Universal Trading Platform). – موقع بورصة قطر : http://www.qe.com.qa

	لأعلى المستويات.			
سوق دبي المالي **(DFM)**	– بدأت سوق دبي المالية نشاطها بتاريخ 26 مارس 2000. – تحولت في سنة 2006، وفي خطوة رائدة على المستوى الإقليمي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليار درهم. – تعتبر السوق الإسلامية الأولى على المستوى العالمي.	– تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار الوزارة الاقتصاد رقم (14) لسنة 2000.	– أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركات المساهمة. – ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 25 مليون درهم أو 35% من رأس المال المكتتب فيه. – أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.	– تعد سوق دبي المالية في طليعة الأسواق المالية الإقليمية على صعيد اعتماد أفضل منصات وتقنيات التداول على المستوى العالمي، ولقد دشنت السوق في سنة 2009 منصة التداول المتطورة "اكسترام". – وتعد أيضا في طليعة الأسواق المالية الإقليمية على صعيد توفير بيئة تداول تتسم بالعدالة والشفافية، إذ اعتمدت السوق في سنة 2010 نظام "سمارتس" المتطور لرقابة التداول. – موقع سوق دبي المالي: http://www.dfm.ae
سوق أبو ظبي للأوراق المالية **(ADX)**	– تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.	– تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية طبقا للقانون رقم 2000/3 كمؤسسة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري. – تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.	– أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركات المساهمة. – ألا تقل القيمة من رأسمال الشركة عن 50% من حقوق المساهمين التي يجب ألا تقل عن 20 مليون درهم. – أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية. – أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها	– في 2014 تم انطلاق تشغيل نظام "اكستريم" "X-Stream" من نازداك أو .أم.اكس (NASDAQ OMX) في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وقد تم تجهيز السوق بأحدث أنظمة التداول والرقابة لاستخدام هذا النظام الجديد. – موقع سوق أبو ظبي للأوراق المالية: http://www.adx.ae

			ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على المعلومات المتوفرة على المواقع الالكترونية لأسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي المذكورة آنفا.

المطلب الثالث: تقييم كفاءة أداء أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي

لغرض الوقوف على تطور أداء أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، سوف يتم الاستعانة ببيانات كل من صندوق النقد العربي والسعودي لدراسة أداء هذه الأسواق، وهذا من خلال إلقاء الضوء على التطور الذي لحق بالمؤشرات الرئيسية للسوق والمتمثلة في مؤشرات حجم السوق كالقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة، وكذا مؤشرات سيولة السوق كقيمة الأسهم المتداولة إضافة إلى معدل دوران السهم الذي يعبر عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا وشراء.

أولا: كفاءة أداء سوقي السعودية والبحرين خلال الفترة 2004-2014

فيما يلي يتم إدراج تطورات أداء كل من سوقي السعودية والبحرين.

1- تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014

عرفت السوق المالية السعودية منذ إنشائها تطورا كبيرا في أدائها، حيث شهدت كل المؤشرات الرئيسية ارتفاعا ملحوظا خلال فترة الدراسة، غير أنها مرت بمراحل انخفاض متأثرة بعوامل خارجية أبرزها الأزمة المالية العالمية 2008. ولقد اتخذت جل دول مجلس التعاون الخليجي إجراءات مالية للتخفيف من حدتها، ومن الإجراءات المتخذة من قبل دولة السعودية يتم ذكر:[1]

- طرح خيار للبنوك بإقراض 75% من الأوراق الحكومية.
- خفض نسبة الفائدة إلى 5% وخفض معدل الاحتياطي الإلزامي.

والجدول الموالي يوضح أهم مؤشرات تطور أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014.

[1]- فريد كورتل وكمال رزيق، "**الأزمة المالية، مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية**"، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والآفاق المستقبلية-"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 28-29 أفريل 2009، ص: 14.

الجدول رقم (5-4): تطور أهم مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014

البيان	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم %
2004	306300,0	472990,8	73	154,4
2005	650180,0	1103652,18	77	169,8
2006	326900,0	1402942,0	86	429,2
2007	519025,9	682056,7	111	131,4
2008	246540,0	523450,0	128	212,3
2009	318802,7	337069,9	135	105,7
2010	353400,0	202432,0	146	57,3
2011	338873,0	293000,0	150	86,5
2012	373365,0	514484,90	158	137,8
***2013**	459452,22	361867,54	163	78,8
***2014**	494245,34	561198,23	163	113,5

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012.

*: صندوق النقد العربي، "**قاعدة بيانات أداء الأسواق المالية العربية**"، متوفر على الموقع الالكتروني:

http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%20Performance/Yearly%20Performance/ar/prv_yearly_summary.htm, 02/01/2015, 18: 00.

يوضح الجدول السابق أهم التغيرات التي طرأت على المؤشرات المالية في السوق السعودية، حيث تم تسجيل تطور في القيمة السوقية بانتقالها من قيمة 306 مليار دولار سنة 2004 إلى 650 مليار سنة 2005، ويرجع سبب هذا الارتفاع إلى التطور الكبير الذي عرفه مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، لاسيما بعد التحسينات التي أدخلت على نظام التداول الالكتروني وعمليات الانفتاح المالي التي عرفتها السوق. ولكن الأزمة المالية كان لها أثر كبير حيث بلغت القيمة السوقية 246 مليار سنة 2008، وهي أدنى قيمة سجلت خلال فترة الدراسة، وخلال الفترة الموالية استعاد المؤشر قيمته ليصل سنة 2014 إلى حوالي 494 مليار دولار.

وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية شهدت ارتفاعا ملحوظا خلال فترة الدراسة، إذ بلغ عدد الشركات 163 شركة في نهاية سنة 2013 مقارنة بعدد 73 شركة سنة 2004.

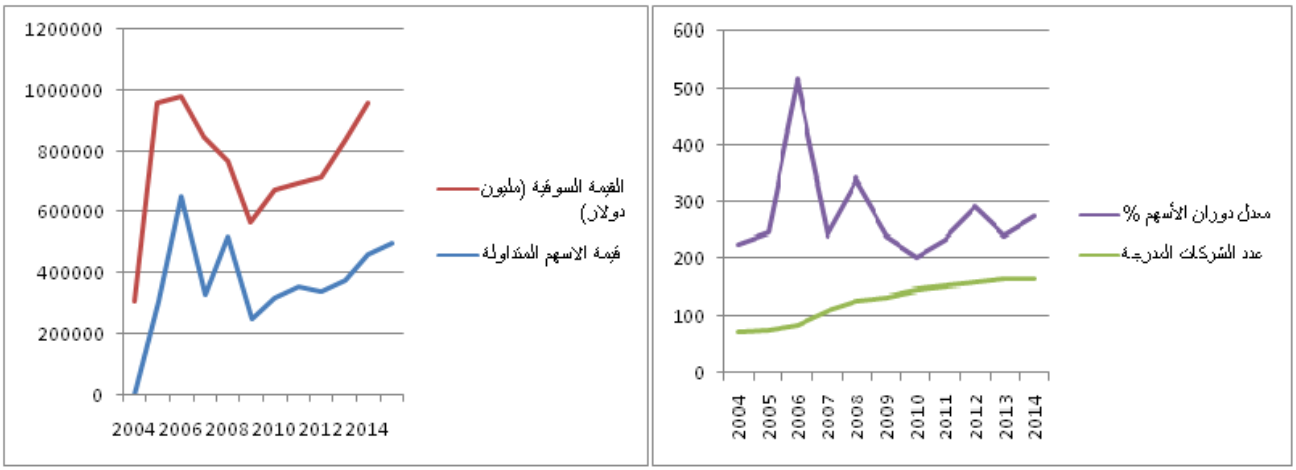
وفيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة فقد سجلت ارتفاعا متتاليا خلال الفترة 2004-2006 حيث بلغت 1402 مليار دولار سنة 2006 وهي أقصى قيمة بلغتها خلال فترة الدراسة، واستجابة لتداعيات الأزمة

المالية انخفضت القيمة المتداولة للأسهم وبلغت أقل قيمة لها وهي 202 مليار دولار سنة 2010. وفي الفترة اللاحقة سجلت قيمة الأسهم المتداولة تذبذبا حتى بلغت حوالي 561 مليار دولار سنة 2014.

أما فيما يخص معدل دوران الأسهم، فقد تميزت السوق المالية السعودية بمعدل مرتفع نسبيا، حيث يكمل هذا المؤشر القيمة السوقية في توضيح درجة نشاط السوق، لكن تداعيات الأزمة المالية 2008 تسببت في تراجع قيمته.

ويمكن عرض التطورات السابقة لأداء السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (1-4): تطور أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (5-4).

2- تطور مؤشرات أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014

كباقي دول مجلس التعاون الخليجي كان للأزمة المالية 2008 أثر على أداء بورصة البحرين، والتي تحاول جاهدة من خلال الجهات الساهرة عليها أن تحقق تطورا مستمرا في أدائها. والجدول أدناه يوضح أهم مؤشرات تطور أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014.

الجدول رقم (6-4): تطور أهم مؤشرات أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014

البيان	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم %
2004	13500,0	463,05	45	3,43
2005	17360,0	711,10	47	4,10
2006	21100,0	1386,9	50	6,6
2007	27016,3	1069,2	51	4,0
2008	19947,0	2088,0	51	10,5
2009	16263,0	473	49	2,9
2010	20060,0	289,0	49	1,4
2011	16590,0	279,0	49	1,7
2012	15532,0	584,85	47	3,8
***2013**	18466,25	549,58	47	3,0
***2014**	21058,17	680,16	47	3,2

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012.

*: صندوق النقد العربي، "**قاعدة بيانات أداء الأسواق المالية العربية**"، متوفر على الموقع الالكتروني:

http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%20Performance/Yearly%20Performance/ar/prv_yearly_summary.htm, 02/01/2015, 18: 00.

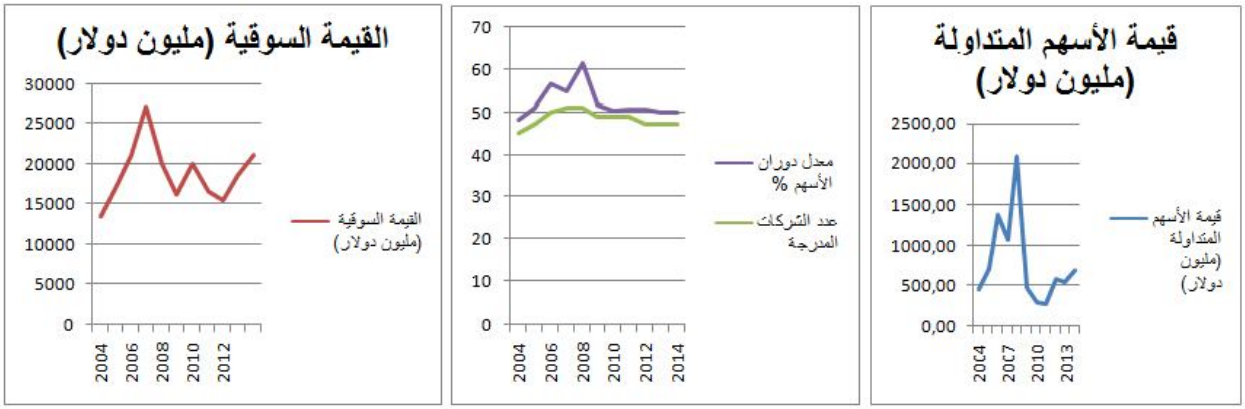
يبين الجدول أعلاه أهم التطورات التي عرفتها المؤشرات المالية ببورصة البحرين، ففيما يخص القيمة السوقية بعد أن بلغت حوالي 13 مليار دولار سنة 2004، وبسبب تداعيات الأزمة المالية 2008 بقيت هذه القيمة متأرجحة بين الارتفاع والانخفاض طوال فترة الدراسة، وقد شهدت سنة 2014 ارتفاعا ملحوظا حيث بلغت 21 مليار دولار.

وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة فقد عرف هذا العدد تغيرا طفيفا طوال فترة الدراسة من 45 شركة سنة 2004 إلى 47 شركة سنة 2013، وهذا بسبب خروج بعض الشركات من البورصة جراء أثر الأزمة المالية لسنة 2008.

أما بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة فقد تم تسجيل ارتفاع، حيث وصلت إلى حوالي 2 مليار دولار سنة 2008. وابتداء من سنة 2009 تم تسجيل انخفاض في قيمتها، وطوال الفترة اللاحقة كانت هذه القيمة متذبذبة لتصل إلى حوالي 680 مليون دولار سنة 2014 وهي قيمة مرتفعة مقارنة مع سنة 2004 أين قدرت ب 463 مليون دولار.

لم يسجل معدل دوران السهم في بورصة البحرين تغيرا كبيرا حيث بقي في حدود معدل 3%. ويمكن عرض التطورات السابقة في أداء بورصة البحرين خلال فترة الدراسة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (2-4): تطور أداء بورصة البحرين خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (6-4).

ثانيا: كفاءة أداء سوقي الكويت وقطر خلال الفترة 2004-2014

يتم الطرق من خلال هذا العنصر إلى تطور أداء كل من بورصتي الكويت وقطر.

1- تطور مؤشرات أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014

سعت بورصة الكويت إلى التحسين والتطوير في أدائها ومحاولة مجابهة كل ما يمكن أن يواجه مسيرتها هذه، وفي هذا الخصوص طبقت هي الأخرى بعض الإجراءات المالية لمحاولة ضبط آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي سيتم إيجازها فيما يلي:[1]

- خفض نسبة الفائدة إلى 1,5%.
- ضخ مليار دولار كسيولة في الأسواق.
- عرض أموال لليلة واحدة، أسبوع وشهر.

[1]- **المرجع السابق**، ص: 14.

الجدول رقم (7-4): تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014

البيان	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم %
2004	73600,0	51817,8	125	70,4
2005	123890,0	97289,56	156	78,53
2006	106000,0	59600,2	180	56,3
2007	135362,0	130896,0	196	96,7
2008	70181,0	133650,0	204	190,4
2009	93824,0	103772,0	205	110,6
2010	113883,0	43772,0	214	38,4
2011	86295,0	24494,0	216	28,4
2012	97262,0	25773,46	219	26,5
2013	-	-	-	-
2014	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012.

أظهر الجدول أعلاه تطورات المؤشرات المالية لبورصة الكويت خلال الفترة 2004-2012، حيث انتقلت القيمة السوقية من حوالي قيمة 73 مليار دولار سنة 2004 إلى حوالي 97 مليار دولار وكان للأزمة المالية العالمية سنة 2008 أثر ملحوظ على تطور هذه القيمة.

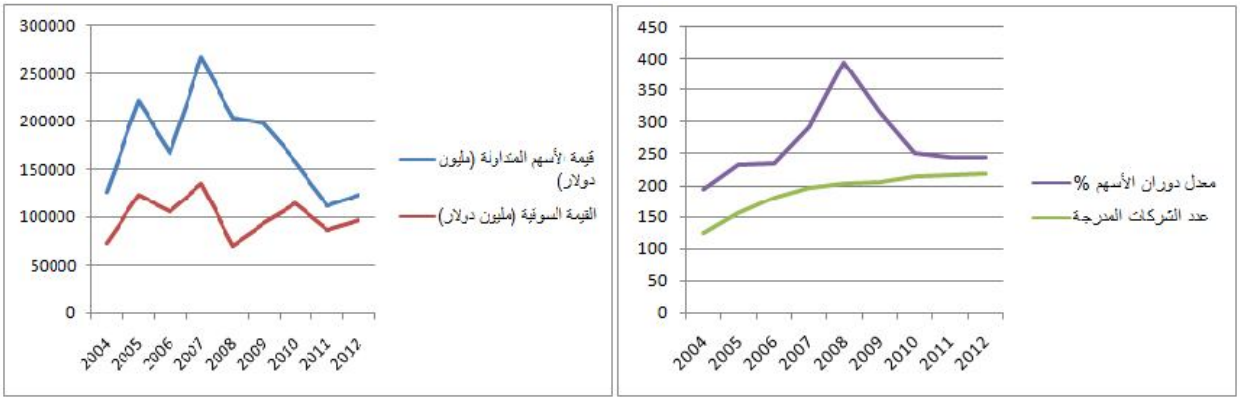
أما فيما يخص عدد الشركات المدرجة فقد عرفت هذه البورصة تطورا كبيرا حيث وصلت إلى 219 شركة سنة 2012 في حين كان عددها 125 شركة سنة 2004.

وبالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة فقد شهدت تراجعا كبيرا بسبب الأزمة المالية وتداعياتها، إذ بلغت سنة 2012 حوالي 25,7 مليار دولار في حين كانت سنة 2004 حوالي 51,8 مليار دولار.

والأمر سيان بالنسبة لمعدل دوران السهم فقد عرف تراجع من قيمة 70,4% سنة 2004 إلى 26,5% سنة 2012، دليل على انخفاض نشاط البورصة.

ويمكن عرض التطورات السابقة في أداء بورصة الكويت خلال فترة الدراسة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (3-4): تطور أداء بورصة الكويت خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (7-4).

2- تطور مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014

وبالنسبة للإجراءات المطبقة من طرف دولة قطر لاحتواء آثار الأزمة المالية سنة 2008 يتم ذكر أهمها في:[1]

- شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة.
- شراء أسهم محلية لدعم الأسعار.

[1]- **المرجع السابق**، ص: 14.

الجدول رقم (8-4): تطور أهم مؤشرات أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014

البيان	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم %
2004	40400,0	6343,6	30	15,70
2005	87140,0	28252,28	32	32,42
2006	60900,0	20584,9	36	33,8
2007	95505,0	29926,6	40	31,3
2008	76627,0	48220,0	43	62,9
2009	87930,0	25317,0	44	28,8
2010	123641,0	18453,0	43	14,9
2011	125598,0	22936,0	42	18,3
2012	126297,0	19628,40	42	15,5
***2013**	152588,80	19883,61	42	13,0
***2014**	185855,18	52468,25	42	28,2

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012.

*: صندوق النقد العربي، "**قاعدة بيانات أداء الأسواق المالية العربية**"، متوفر على الموقع الالكتروني:

http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%20Performance/Yearly%20Performance/ar/prv_yearly_summary.htm, 02/01/2015, 18: 00.

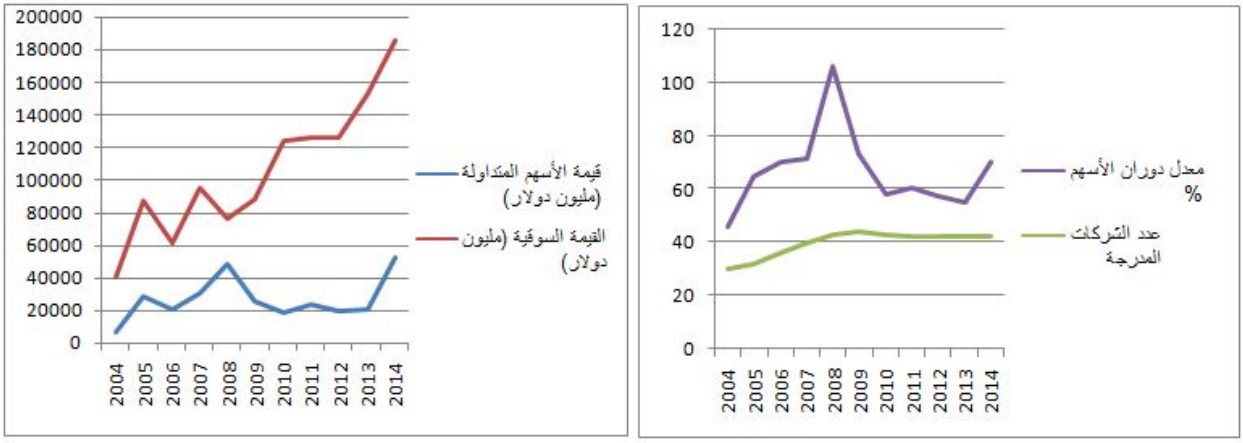
من الجدول رقم (8-4) يتضح التطورات التي عرفتها بورصة قطر من خلال بعض القيم المالية، حيث اتسمت القيمة السوقية بالارتفاع طول فترة الدراسة حيث سجلت حوالي 40 مليار دولار سنة 2004 لتصل إلى حوالي 185 مليار دولار سنة 2014، وهذا بسبب كل الجهود المبذولة للاستفادة من التطورات التكنولوجية واستخدامها على مستوى البورصة لتحسين أدائها.

وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة ارتفع من 30 شركة سنة 2004 إلى 42 شركة سنة 2013.

أما فيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة فعرفت هي الأخرى تطورا حيث بلغت سنة 2014 قيمة حوالي 52 مليار دولار بعد أن تم تسجيل 6 مليار دولار سنة 2004.

وفيما يخص معدل الدوران عرف ارتفاع من 15,70% سنة 2004 إلى 28,2% سنة 2014. ويمكن عرض التطورات السابقة في أداء بورصة قطر خلال فترة الدراسة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (4-4): تطور أداء بورصة قطر خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (8-4).

ثالثا: كفاءة أداء سوقي الإمارات وعمان خلال الفترة 2004-2014

يتم محاولة تناول كل من أداء بورصتي الإمارات وعمان خلال الفترة 2004-2014.

1- تطور مؤشرات أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014

أما فيما يخص الإجراءات المالية المتبعة من قبل دولة الإمارات لمجابهة آثار الأزمة المالية 2008 والمكملة لمسعاها في بناء بورصة تتمتع بكفاءة الأداء يتم إدراج أهمها في:[1]

- قروض قصيرة الآجل بقيمة 13,6 مليار دولار.
- شراء أسهم محلية لدعم الأسعار.

[1]- **المرجع السابق**، ص: 14.

الجدول رقم (9-4): تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014

البيان	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم %
2004	90600,0	18184,2	53	20,07
2005	244400,0	138810,05	89	56,80
2006	167600,0	113957,1	106	67,99
2007	259307,0	151043,0	119	58,25
2008	131909,0	146210,0	130	110,84
2009	131773,0	66005,0	134	47,73
2010	120362,0	25061,0	129	19,02
2011	120362,0	15706,0	129	13,05
2012	127170,0	19294,95	123	15,17
***2013**	187622,98	66621,6	121	35,17
***2014**	221828,45	142211,9	121	64,11

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012.

*: صندوق النقد العربي، "**قاعدة بيانات أداء الأسواق المالية العربية**"، متوفر على الموقع الالكتروني:

http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%20Performance/Yearly%20Performance/ar/prv_yearly_summary.htm, 02/01/2015, 18: 00.

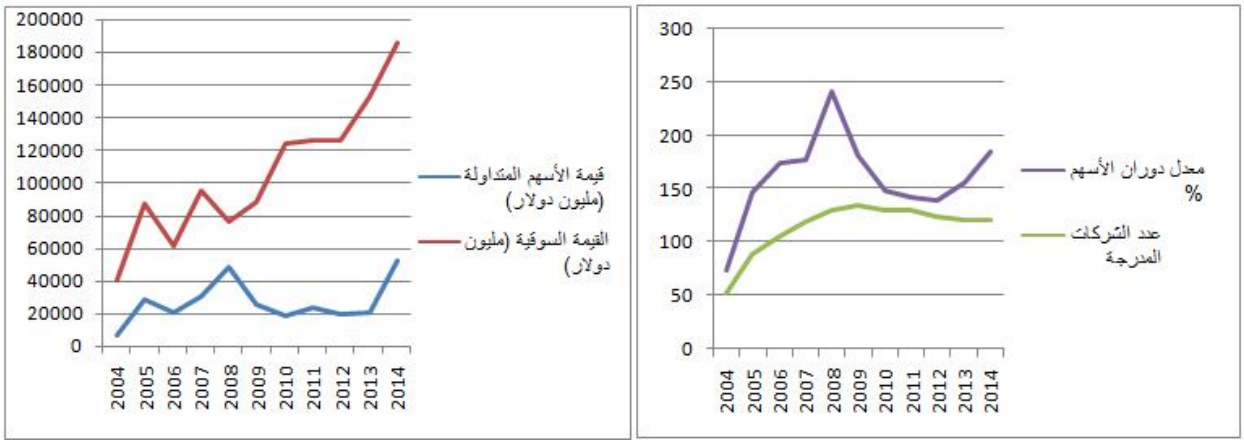
من الجدول السابق جسدت القيمة السوقية في بورصة الإمارات ارتفاعا حيث وصلت قيمتها حوالي 222 مليار دولار سنة 2014 بعد أن كانت سنة 2004 تقدر بقيمة حوالي 90 مليار دولار، ويعود أحد أسباب تحقيق هذا الارتفاع إلى توظيف التطورات الالكترونية على مستوى البورصة.

أما فيما يخص عدد الشركات فقد عرف ارتفاعا كبيرا انتقلت البورصة من عدد 53 شركة سنة 2004 إلى 121 شركة سنة 2013، ويعزى هذا الارتفاع إلى العديد من العوامل أبرزها خوصصة الشركات العمومية وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصة بالإضافة إلى تحسين البيئة الاستثمارية.

وبالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة وصلت قيمتها إلى حوالي 142 مليار دولار سنة 2014 بعد أن كانت تقدر بحوالي 18 مليار دولار سنة 2004.

كذلك عرف معدل دوران السهم هو الآخر ارتفاع من 20,07% سنة 2004 إلى 64,11% سنة 2014 دليل على ارتفاع نشاط بورصة الإمارات. ويمكن عرض التطورات السابقة في أداء بورصة الإمارات خلال فترة الدراسة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (5-4): تطور أداء بورصة الإمارات خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (9-4).

2- تطور مؤشرات أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014

عملت عمان على بناء بورصة تتميز بكفاءة أدائها وذلك بالسعي المستمر على الاستفادة من التطورات الحاصلة في المجال المالي ومحاولة الأخذ بها على مستوى هياكلها مما انعكس على مؤشرات أدائها المالية.

الجدول رقم (10-4): تطور أهم مؤشرات أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014

البيان	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم %
2004	9300,0	1985,2	123	21,31
2005	12060,0	3320,41	125	27,53
2006	13000,0	2214,4	121	17,0
2007	23086,0	5210,6	125	22,6
2008	15139,0	8686,0	122	57,4
2009	23616,0	5905,0	120	25,0
2010	28309,0	3422,0	119	12,1
2011	26210,0	2575,0	130	9,8
2012	30299,0	2768,40	115	9,1
***2013**	27407,95	5770,28	118	21,1
***2014**	27518,27	5587,80	118	20,3

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012.

*: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أداء الأسواق المالية العربية"، متوفر على الموقع الالكتروني:

http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%20Performance/Yearly%20Performance/ar/prv_yearly_summary.htm, 02/01/2015, 18: 00.

يوضح الجدول رقم (10-4) أهم المؤشرات المالية في سوق مسقط للأوراق المالية للفترة 2004-2014، إذ يشير إلى الارتفاع في القيمة السوقية التي انتقلت من قيمة قدرها 9 مليار دولار سنة 2004 إلى 27,5 مليار دولار سنة 2014.

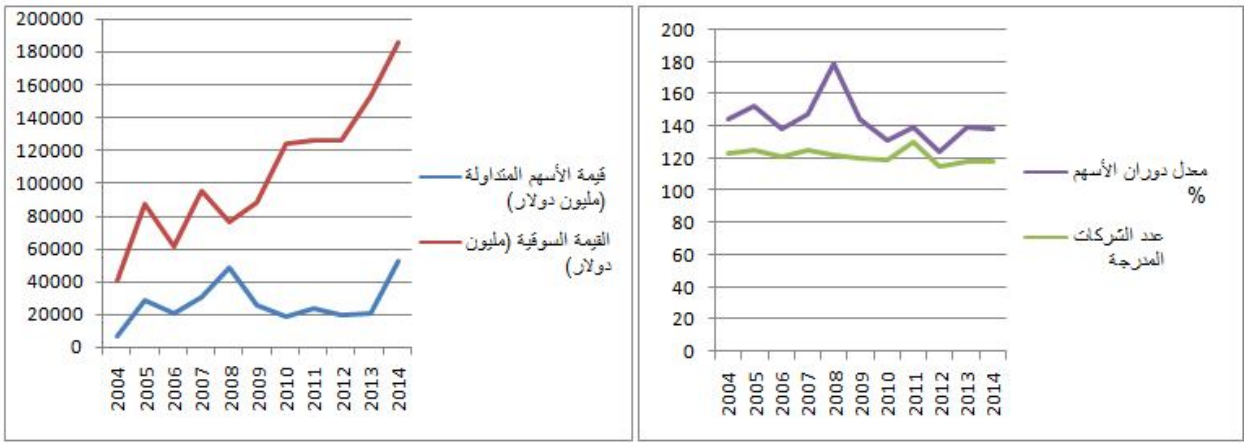
أما بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة تم تسجيل قيمة قدرها 5,6 مليار دولار سنة 2014 بعدما كانت تبلغ حوالي 1,9 مليار دولار سنة 2004.

ولقد عرفت سوق مسقط تراجع في عدد الشركات المدرجة حيث بلغت 118 شركة سنة 2013 بعدما كانت 123 شركة سنة 2004 بسبب الأزمة المالية العالمية.

أما فيما يخص معدل دوران السهم لم يسجل تغيرا كبيرا بل بقي في حدود معدل 20%.

ويمكن عرض التطورات السابقة في أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (6-4): تطور أداء بورصة عمان خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (10-4).

المبحث الثاني: إجراءات ومنهجية الدراسة

سيتم من خلال هذا المبحث استعراض منهجية الدراسة والأساليب القياسية التي تم الاعتماد عليها في عملية تقدير نموذج الدراسة، الذي يدرس العلاقة بين اقتصاد المعرفة وكفاءة سوق رأس المال، وذلك من خلال الاعتماد على المتغيرات: معدل رسملة السوق، معدل التداول ومعدل دوران الأسهم كمؤشرات على كفاءة سوق رأس المال. ومتغيرات: دليل الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي، دليل التعليم، دليل الابتكار ودليل تكنولوجيا المعلومات والاتصالات كمؤشرات على اقتصاد المعرفة.

حيث تم الاستعانة بأساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، من خلال تقدير النماذج التجميعية (Pooled Model)، نماذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects) والتأثيرات العشوائية (Random Effects).

المطلب الأول: منهجية الدراسة والنماذج المستخدمة

لقد اكتسبت نماذج البيانات الطولية في العقد الحالي اهتماما بالغا وخصوصا في الدراسات الاقتصادية. وتعرف هذه البيانات على أنها بيانات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة والفائدة الرئيسية من استخدامها هي زيادة الدقة في التنبؤ من خلال زيادة عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية.

تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاث أشكال رئيسية هي:

نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) (PRM)، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) (Fixed Effects Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) (REM).

ليكن لدينا **N** من المشاهدات المقطعية مقاسة في **T** من الفترات الزمنية فان نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \beta_{o(i)} + \sum_{j=1}^{K} \beta_j \, x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i= 1, 2,\dots,N \; t= 1, 2,\dots,T \dots\dots\dots (1)$$

حيث إن y_{it} تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة **i** عند الفترة الزمنية **t**، $\beta_{o(i)}$ تمثل نقطة التقاطع في المشاهدة **i**، β_j تمثل قيمة ميل خط الانحدار، $x_{j(it)}$ تمثل قيمة المتغير التفسيري **j** في المشاهدة **i**

عند الفترة الزمنية **t**، وان ε_{it} تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة **i** عند الفترة الزمنية **t**.[1] يعتمد تقدير المعلمات للنموذج في المعادلة (1) على نوع نموذج البيانات الطولية المستخدم.

أولا: نموذج الانحدار التجميعي

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البانل، حيث تكون فيه جميع المعاملات $\beta_{o(i)}$ و β_j ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى آخر يهمل تأثير البعد الزمني في هذا النوع من النماذج، وتصاغ معادلة الانحدار للنموذج التجميعي على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \beta_o + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i= 1, 2,\dots,N \; t= 1, 2,\dots,T \dots\dots\dots(2)$$

ويفترض في هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الدول التي يتم دراستها، بالإضافة إلى أن القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر، وأيضا عدم الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي بمعنى أن التغاير يجب أن يساوي صفر، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معلمات النموذج.[2]

ثانيا: نموذج التأثيرات الثابتة

يهدف استخدام نموذج التأثيرات الثابتة لمعرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل دولة) على حدى، وذلك يجعل معلمة الحد الثابت β_o في النموذج تختلف من دولة لأخرى مع بقاء معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة β_j ثابتة لكل دولة، ويصاغ نموذج التأثيرات الثابتة على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \beta_{o(i)} + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i= 1, 2,\dots,N \; t= 1, 2,\dots,T \dots\dots\dots(3)$$

حيث أن حد الخطأ العشوائي يجب أن يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. لغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (3) والسماح لمعلمة الحد الثابت β_o بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر **(N−1)** لكي يتم تجنب حالة

[1]– يحيى زكريا الجمال، "**اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012، ص: 270.

[2]– مجدي الشوربجي، "**أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في المنظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية.[1] يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable Model).

بعد إضافة المتغيرات الوهمية **D** في المعادلة (3) يصبح النموذج بالشكل التالي:

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon it \quad , i= 1, 2,\dots,N \; t= 1, 2,\dots,T \dots (4)$$

حيث يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة الحد الثابت β_o. ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (4) بعد حذف α_1 بالشكل التالي:

$$y_{it} = \sum_{d=1}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon it \quad , i= 1, 2,\dots,N \; t= 1, 2,\dots,T \dots\dots (5)$$

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائما للتقدير في حالة وجود خلل في شروط نموذج التأثيرات الثابتة السابق ذكرها، وتقوم فكرة نموذج التأثيرات العشوائية على معاملة الحد الثابت $\beta_{o(i)}$ في النموذج كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

$$\beta_{o(i)} = \mu + v_i \quad , i= 1, 2,\dots,N \dots\dots\dots\dots\dots (6)$$

وبتعويض المعادلة (6) في المعادلة (3) يتم الحصول على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + v_i + \varepsilon it \quad , i= 1, 2,\dots,N \; t= 1, 2,\dots,T \dots\dots\dots (7)$$

$$w_{it} = v_i + \varepsilon it$$

حيث إن vi يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i. ومن خلال المعادلة (7) يتم ملاحظة أن النموذج يحتوي على مركبتين للخطأ العشوائي vi و it حيث wit الخطأ المركب، لذلك يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model). ولهذا النموذج خواص رياضية تتمثل في مساواة متوسطات مكونات الخطأ للصفر، وثبات تبايناتها. ولتقدير نموذج

[1] – **المرجع السابق**، ص: 16.

التأثيرات العشوائية يستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة[1] (Generalized Least Squares-GLS).

المطلب الثاني: أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

من خلال ما سبق ذكره، تبين وجود ثلاثة نماذج انحدار يمكن تقديرها تندرج تحت منهجية تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وبناء عليه يمكن تقدير النماذج الثلاثة ولكن الأهم من ذلك هو تحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة.

لتحديد النموذج الأكثر ملائمة تجرى اختبارات إحصائية تشخيصية على مرحلتين، المرحلة الأولى تتمثل في التفضيل بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، فإذا أشارت النتائج لأفضلية وملائمة النموذج التجميعي للبيانات يتم التوقف عند هذه المرحلة ويعتبر النموذج التجميعي هو الأكثر ملائمة، بينما إذا أشارت النتائج لأفضلية وملائمة نموذج التأثيرات الثابتة على النموذج التجميعي، يتم بعد ذلك الانتقال للمرحلة الثانية وهي التفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

يتم تطبيق المرحلة الأولى من التقييم بين النماذج باستخدام اختبار (F) المقيد الذي يأخذ الصيغة الرياضية الموضحة فيما يلي:

$$F(N-1, NT-N-k) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(N-1)}{(1-R_{FEM}^2)/(NT-N-k)}$$

حيث أن **k** هي عدد المعلمات المقدرة وان R_{FEM} يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج التأثيرات الثابتة وR_{PM} يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي. ويتم الحكم على نتيجة الاختبار من خلال القيمة الاحتمالية للاختبار (P-Value)، فإذا كانت القيمة الاحتمالية أقل أو تساوي 0,05 فان نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة.[2]

كذلك يتم تطبيق المرحلة الثانية للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام اختبار (Hausman) المقترح سنة 1978، والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية التي تفترض

[1]- يحيى زكريا الجمال، **مرجع سبق ذكره**، ص: 273.

[2]- **المرجع السابق**، ص: 274.

ملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات الدراسة، وتكون صيغة الاختبار على النحو التالي:

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [\, var(\hat{\beta}_{FEM}) - var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

حيث أن $var(\hat{\beta}_{FEM})$ هو التباين لمعلمات نموذج التأثيرات الثابتة و $var(\hat{\beta}_{REM})$ هو التباين لمعلمات نموذج التأثيرات العشوائية.

وتقترب دالة (Hausman) من توزيع مربع كاي بدرجات حرية مقدارها (k)، ويكون نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة من نموذج التأثيرات العشوائية إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من أو تساوي 0,05 بينما إذا كانت أكبر من 0,05 فإن نموذج التأثيرات العشوائية سيكون الأكثر ملائمة.[1]

المطلب الثالث: تعريف المتغيرات ومصادر البيانات

في العناصر الموالية يتم تحديد عينة الدراسة، الفترة الزمنية المعتمدة وأيضا مصادر البيانات.

أولا: العينة وفترة الدراسة

فترة الدراسة تمتد من سنة 2004 إلى 2012. أما العينة محل الدراسة، فتتكون من ستة (06) دول عربية (دول مجلس التعاون الخليجي) هي: السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الكويت، قطر وعمان.

وقد تم اختيار هذه الدول طبقا لمعيار مدى توفر البيانات للمتغيرات محل الدراسة لكل سنوات الفترة محل الدراسة.[2] ومن ثم فإن الدراسة الحالية سوف تستخدم بيانات سلاسل زمنية متوازنة (balanced panel data).

[1]– مجدي الشوربجي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 20.

[2]– أنظر الملحق رقم (1)، ص ص: 1–8.

ثانيا: تعريف المتغيرات

يمكن تعريف المتغيرات المستخدمة في التقدير حسب الجدول الموالي.

الجدول رقم (11-4): تعريف متغيرات الدراسة

نوع المتغير	المتغير	رمز المتغير	طريقة حسابه
المتغير التابع	معدل رسملة السوق	MCR	قسمة القيمة السوقية للأسهم بالدولار على الناتج الوطني الإجمالي بالدولار مضروب في 100
	معدل التداول	VTR	قسمة قيمة الأسهم المتداولة بالدولار على الناتج الوطني الإجمالي بالدولار مضروب في 100
	معدل دوران الأسهم	TR	قسمة قيمة الأسهم المتداولة بالدولار على القيمة السوقية للأسهم بالدولار
المتغير المستقل	مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي	EIR	قيمته حسب منهجية البنك الدولي
	مؤشر الابتكار	INN	قيمته حسب منهجية البنك الدولي
	مؤشر التعليم	EDU	قيمته حسب منهجية البنك الدولي
	مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات	ICT	قيمته حسب منهجية البنك الدولي

المصدر: من إعداد الباحثة.

ثالثا: مصادر البيانات

المصادر التي تم الاعتماد عليها في جمع البيانات الخاصة بالدراسة ملخصة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (12-4): مصادر جمع البيانات

متغيرات الدراسة	السعودية	البحرين	الكويت	قطر	الإمارات	عمان
الجزء (أ): مصادر المتغيرات المرتبطة بكفاءة سوق رأس المال						
معدل رسملة السوق	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012
معدل التداول	تم حسابه من طرف الباحثة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي	تم حسابه من طرف الباحثة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي	تم حسابه من طرف الباحثة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي	تم حسابه من طرف الباحثة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي	تم حسابه من طرف الباحثة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي	تم حسابه من طرف الباحثة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي
معدل دوران الأسهم	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012	مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للفترة 2004-2012
الجزء (ب): مصادر المتغيرات المرتبطة بمؤشر اقتصاد المعرفة						
مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي	- المؤشرات الخاصة بسنتي 2000 و2012 متوفرة على موقع البنك الدولي وباقي السنوات اعتمدت الباحثة على الجمع اليدوي من كافة المصادر المتاحة - تم اعتماد المتوسط المرجح بالنسبة لسنتي 2004 و2010	- المؤشرات الخاصة بسنتي 2000 و2012 متوفرة على موقع البنك الدولي وباقي السنوات اعتمدت الباحثة على الجمع اليدوي من كافة المصادر المتاحة - تم اعتماد المتوسط المرجح بالنسبة لسنتي 2004 و2010	- المؤشرات الخاصة بسنتي 2000 و2012 متوفرة على موقع البنك الدولي وباقي السنوات اعتمدت الباحثة على الجمع اليدوي من كافة المصادر المتاحة - تم اعتماد المتوسط المرجح بالنسبة لسنتي 2004 و2010	- المؤشرات الخاصة بسنتي 2000 و2012 متوفرة على موقع البنك الدولي وباقي السنوات اعتمدت الباحثة على الجمع اليدوي من كافة المصادر المتاحة - تم اعتماد المتوسط المرجح بالنسبة لسنتي 2004 و2010	- المؤشرات الخاصة بسنتي 2000 و2012 متوفرة على موقع البنك الدولي وباقي السنوات اعتمدت الباحثة على الجمع اليدوي من كافة المصادر المتاحة - تم اعتماد المتوسط المرجح بالنسبة لسنتي 2004 و2010	- المؤشرات الخاصة بسنتي 2000 و2012 متوفرة على موقع البنك الدولي وباقي السنوات اعتمدت الباحثة على الجمع اليدوي من كافة المصادر المتاحة - تم اعتماد المتوسط المرجح بالنسبة لسنتي 2004 و2010
مؤشر الابتكار						
مؤشر التعليم						
مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات						

المصدر: من إعداد الباحثة.

المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية لعلاقة مؤشرات اقتصاد المعرفة بكفاءة سوق رأس المال

في الدراسات الاقتصادية يؤدي الجانب التطبيقي القياسي دورا هاما في اختبار صحة فرضيات الدراسة والخروج بنتائج حول مشكلة الدراسة، أهدافها وأهميتها. ومما لا شك فيه أن نوع البيانات المستخدمة في الدراسة والأسلوب الإحصائي المستخدم يؤديان أيضا دورا مهما في بناء النماذج الاقتصادية المطلوبة.

وعليه تم في هذه الدراسة الاعتماد على نماذج انحدار البانل بغرض دراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

المطلب الأول: تحليل نتائج السلاسل الزمنية المقطعية

سيتم اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة ثم يتم اختيار نموذج السلاسل الزمنية المقطعية المناسب للدراسة.

أولا: اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

قبل تطبيق اختبارات اختيار نموذج البانل المناسب للدراسة يجب التأكد من أن المتغيرات التي سيتم استخدامها في الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي لتجنب تأثير القيم المتطرفة على نتائج اختيار النموذج الأنسب.

تم تطبيق اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) بالاستعانة ببرنامج (EViews7)، ونتائج الاختبار موضحة في الجدول أدناه.

الجدول رقم (13-4): اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	المتوسط	الوسيط	معامل الالتواء (Skewness)	معامل التفلطح (Kurtosis)	قيمة الإحصائية (Jarque-Bera)	القيمة الاحتمالية (P-Value)
MCR	93.74796	80.65000	0.965263	3.324771	8.622918	0.013414
VTR	55.79741	24.43500	2.756316	11.52525	231.9051	0.000000
TR	57.19704	30.05000	2.898310	13.98620	347.1694	0.000000
EIR	6.664630	6.580000	1.305967	4.634424	21.36045	0.000023
INN	5.296111	5.195000	0.473032	3.586172	2.786929	0.248214
EDU	5.091574	5.050000	0.565855	3.403953	3.248878	0.197022
ICT	7.062222	6.965000	0.848498	4.049707	8.958771	0.011340

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من الجدول أعلاه أن كل قيم الإحصائية (Jarque-Bera) التابعة لمتغيرات الدراسة ما عدا الخاصة بالمتغير INN و EDU أكبر من قيمة الإحصائية كاي تربيع المجدولة من الدرجة (2) والتي تبلغ قيمتها 5,99، باعتبار أن إحصائية (Jarque-Bera) تتبع توزيع كاي تربيع من الدرجة (2).أي أن كل المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي ما عدا المتغيرين INN و EDU، ويؤكد على ذلك القيم الاحتمالية (P-Value)، حيث تظهر كلها أقل من القيمة المعنوية 0,05.

وعليه يجب إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري على كل المتغيرات باستثناء المتغيرين INN و EDU، بغرض التخلص من القيم المتطرفة. ونتائج اختبار التوزيع الطبيعي بعد إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري على المتغيرات المعنية ملخصة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (14-4): اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) لمتغيرات الدراسة بعد إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري

المتغيرات	المتوسط	الوسيط	معامل الالتواء (Skewness)	معامل التفلطح (Kurtosis)	قيمة الإحصائية Jarque-) (Bera	القيمة الاحتمالية (P-Value)
Ln(MCR)	4.397967	4.390086	0.109372	1.989305	2.406048	0.300285
Ln(VTR)	3.153361	3.180026	-0.097732	2.175155	1.616792	0.445572
Ln(TR)	3.362939	3.401997	-0.337823	2.675971	1.263356	0.531699
Ln(EIR)	1.876220	1.884034	0.703523	3.603470	5.273904	0.071579
Ln(ICT)	1.930708	1.940897	0.044966	3.565211	0.736989	0.691775

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من الجدول أعلاه أن كل قيم الإحصائية (Jarque-Bera) التابعة لمتغيرات الدراسة أصبحت أقل من قيم الإحصائية كاي تربيع المجدولة من الدرجة (2) والتي تبلغ قيمتها 5,99، بعد إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري. أي أن كل المتغيرات أصبحت تتبع التوزيع الطبيعي، ويؤكد على ذلك القيم الاحتمالية (P-Value)، حيث تظهر كلها أكبر من القيمة المعنوية 0,05.

وعليه أصبح بالإمكان إجراء اختبارات اختيار نموذج البانل المناسب لبيانات الدراسة، بعد أن تم تخليص متغيرات الدراسة من القيم المتطرفة.

ثانيا: اختيار نموذج السلاسل الزمنية المقطعية المناسب للدراسة

بعد التحقق من أن كل المتغيرات التي سيتم استخدامها في النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، صار بالإمكان تطبيق كل من اختبار (F) المقيد واختبار (Hausman)، لتحديد نموذج سلاسل البانل المناسب لبيانات الدراسة.

وفقا لتحليل نتائج البانل تم بناء ثلاثة نماذج تبعا لكل متغير تابع والمتمثلة في معدل رسملة السوق (MCR)، معدل التداول (VTR) ومعدل دوران الأسهم (TR)، ليتم الحصول في الأخير على تسع معادلات انحدار والتي يوضحها الجدول الموالي.[1]

الجدول رقم (15-4): مختلف النماذج المقترحة في الدراسة وفق تحليل معطيات البانل للعينة المدروسة

النموذج	معدل رسملة السوق (MCR)			معدل التداول (VTR)			معدل دوران الأسهم (TR)		
المتغيرات المفسرة والوهمية	الانحدار التجميعي (1)	التأثيرات الثابتة (2)	التأثيرات العشوائية (3)	الانحدار التجميعي (4)	التأثيرات الثابتة (5)	التأثيرات العشوائية (6)	الانحدار التجميعي (7)	التأثيرات الثابتة (8)	التأثيرات العشوائية (9)
Constant	**4.68***	**2.38***	2.61	6.79	−1.82	**6.28***	**6.63***	0.53	**6.79***
INN	0.01	0.05	0.003	0.26	0.07	0.25	0.24	0.02	0.25
EDU	0.04	−0.04	0.02	−0.31	**−0.20**	−0.35	−0.37	**−0.16**	−0.38
Ln(EIR)	−0.91	**1.33***	−0.30	**−2.86**	**1.85***	**−2.87**	−1.88	0.53	−2.04
Ln(ICT)	0.60	−0.11	**1.14***	1.00	**2.19***	1.42	0.45	**2.24***	0.55
D2 (BAH)		0.002			**−3.87***			**−3.87***	
D3 (OMA)		**−1.02***			**−2.61***			**−1.61***	
D4 (QAT)		−0.02			**−2.03***			**−2.02***	
D5 (KUW)		**−0.29***			**−1.44***			**−1.09***	
D6 (UAE)		**−0.55***			**−2.56***			**−2.01***	
R^2 (squared)	0.070	0. 90	0.24	0.22	0.95	0.22	0.25	0.96	0.25
R^2 (Adjusted)	−0.005	0.85	0.17	0.15	0.93	0.16	0.18	0.95	0.19
F (statistic)	0.93	**18.33***	**3.80***	**3.36***	**43.64***	**3.46***	**4.05***	**56.67***	**4.15***
F (المقيد)	83		/	146		/	142		/
Hausman (statistic)	/	**13.383***	/	5.094		/	2.878		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص ص: 9-14.

الجدول رقم (15-4) يوضح قيم معاملات المتغيرات المفسرة لمختلف النماذج التي تم بناؤها من خلال الدراسة، بحيث تظهر المعاملات عند مستوى الدلالة المعنوية 10% بالخط العريض وعند مستوى الدلالة 5% مرفقة بالرمز (*).

نتج عن دراسة علاقة اللوغاريتم النيبيري لمعدل الرسملة في السوق Ln(MCR) ثلاث نماذج (1)، (2) و(3)،[1] وأظهر اختبار ستيودنت (Student) أن كل من المتغيرات المتمثلة في Ln(EIR) و Ln(ICT) ذات دلالة معنوية مقبولة عند مستوى 5%، بمعاملات موجبة تمثلت في 1,33 و1,14 وفقا للنموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية على التوالي. كما أظهر أيضا اختبار (Student) أن كل من المتغيرات: D3، D5 و D6 ذات دلالة معنوية مقبولة عند مستوى 5%، بمعاملات سالبة تمثلت في: -1,02، -0,29 و-0,55 على التوالي وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة. وقد كان معامل التحديد R^2 (squared) للنموذج الانحدار التجميعي (1) ضعيف جدا 0,070، وأكد على ذلك قيمة إحصائية فيشر 0,93، في حين أظهر كل من نموذج التأثيرات الثابتة (2) قيمة معامل تحديد مرتفعة 0,90 ونموذج التأثيرات العشوائية (3) قيمة ضعيفة حوالي0,24، وتميز كل من النموذجين (2) و(3) بقيمة ذات دلالة معنوية للإحصائية فيشر عند المستوى 5%.

للاختيار بين النماذج (1)، (2) و(3) تم إجراء اختبار (F) المقيد كخطوة أولى، للاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي (1) ونموذج التأثيرات الثابتة (2)، حيث بلغت قيمة إحصائية (F) المقيد المحسوبة 83 وهي أكبر من قيمة إحصائية (F) المجدولة التي بلغت 3,51، أي أن النموذج الأنسب للدراسة بين النموذجين هو نموذج التأثيرات الثابتة (2). والخطوة الثانية للاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية تم إجراء اختبار هوسمان (Hausman)،[2] حيث بلغت قيمة إحصائية هوسمان 13,383. وباعتبار إحصائية هوسمان تتبع توزيع كاي تربيع من الدرجة 4، تم مقارنته مع إحصائية كاي تربيع المجدولة والتي بلغت 9,488 حيث يظهر أن إحصائية هوسمان أكبر من قيمة كاي تربيع المجدولة وبالتالي نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب، ويؤكد على ذلك القيمة الاحتمالية (P-Value) التي قدرت ب 0,0095 وهي أقل من مستوى الدلالة المعنوية 5%. وهذا يؤكد على أن نموذج التأثيرات الثابتة (2) هو المناسب لبيانات الدراسة.

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص ص: 9-10.

[2]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 15.

وبالنسبة لدراسة علاقة اللوغاريتم النيبيري لمعدل التداول (TVR)Ln نتج أيضا ثلاث نماذج (4)، (5) و(6)،[1] وأظهر اختبار (Student) أن كل من المتغيرات (EIR)Ln و(ICT)Ln بمعاملات موجبة تمثلت في: 1,85 و2,19 على التوالي وأيضا المتغيرات: D2، D3، D4، D5 وD6 بمعاملات سالبة تمثلت في: −3,87، −2,61، −2,03، −1,44 و−2,56 على التوالي وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة هي ذات دلالة معنوية مقبولة عند مستوى 5%.

أما بالنسبة لمعامل التحديد فيما يخص نموذج الانحدار التجميعي (4) ونموذج التأثيرات العشوائية (6) فقد سجل بقيمة ضعيفة 0,22 وأكد على ذلك قيمة إحصائية فيشر 3,36 للنموذج (4) و3,46 للنموذج (6). في حين سجل معامل التحديد قيمة قوية 0,95 بالنسبة لنموذج التأثيرات الثابتة (5) وبقيمة إحصائية فيشر 43,64. ولكل من النماذج الثلاثة (4)، (5) و(6) قيمة ذات دلالة معنوية لإحصائية فيشر (F) عند المستوى 5%.

وبعد إجراء اختبار (F) المقيد للاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي (4) ونموذج التأثيرات الثابتة (5) تم تسجيل قيمة 146 لإحصائية (F) المقيد المحسوبة وهي اكبر من قيمة (F) المجدولة التي بلغت 3,51، وعليه يكون نموذج التأثيرات الثابتة (5) الملائم للدراسة. في حين أنه بعد إجراء اختبار (Hausman) للاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة (5) ونموذج التأثيرات العشوائية (6) تم الحصول على قيمة إحصائية لهوسمان بلغت 5,094،[2] وبما أن إحصائية هوسمان تتبع توزيع كاي تربيع من الدرجة 4 تم مقارنته مع قيمة هوسمان المجدولة 9,488، حيث يتجلى واضحا أن إحصائية هوسمان أقل من قيمة كاي تربيع المجدولة وبقيمة احتمالية (P−Value) قدرت ب 0,2778 ذات مستوى دلالة غير معنوي عند مستوى 5%، ويدل هذا على أن نموذج التأثيرات العشوائية (6) هو النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة بغرض دراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل التداول في السوق.

وأخيرا نتج أيضا ثلاث نماذج (7)، (8) و(9)[3] عن دراسة علاقة اللوغاريتم النيبيري لمعدل دوران الأسهم (TR)Ln، وأظهر اختبار (Sudent) أن كل من المتغير (ICT)Ln بمعامل موجب تمثل في: 2,24

[1]− أنظر الملحق رقم (2)، ص ص: 11−12.
[2]− انظر الملحق رقم (2)، ص: 16.
[3]− انظر الملحق رقم (2)، ص ص: 13−14.

وأيضا المتغيرات: D2، D3، D4، D5 وD6 بمعاملات سالبة تمثلت في: -3,87، -1,61، -2,02، -1,09 و-2,01 على التوالي وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة هي ذات دلالة معنوية مقبولة عند مستوى 5%.

أما فيما يخص معامل التحديد بالنسبة لنموذج الانحدار التجميعي (7) ونموذج التأثيرات العشوائية (9) فقد أخذ قيمة ضعيفة 0,25 وأكد على ذلك قيمة إحصائية فيشر 4,05 للنموذج (7) و4,15 للنموذج (9). فيما بلغ معامل التحديد قيمة قوية 0,96 بالنسبة لنموذج التأثيرات الثابتة (8). ولكل من النماذج الثلاث (7)، (8) و(9) قيمة ذات دلالة معنوية لإحصائية فيشر عند المستوى 5%.

وبصدد الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي (7) ونموذج التأثيرات الثابتة (8) كمرحلة أولى، تم إجراء اختبار (F) المقيد وبلغت قيمته المحسوبة 142 وهي أكبر من قيمة (F) المجدولة والتي بلغت 3,51، ومنه يقع الاختيار على نموذج التأثيرات الثابتة (8) كأحسن ممثل لبيانات الدراسة. وفي المرحلة الثانية يتم الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة (8) ونموذج التأثيرات العشوائية (9) بتطبيق اختبار (Hausman) والذي بلغت قيمته الإحصائية 2,878،[1] وبما أن هذه الإحصائية تتبع توزيع كاي تربيع من الدرجة 4 تم مقارنتها مع قيمة إحصائية (Hausman) المجدولة وهي 9,488، ويظهر أن إحصائية هوسمان أقل من قيمة كاي تربيع المجدولة بقيمة احتمالية 0,5784 وهي ذات مستوى دلالة غير معنوي عند 5%، ويدل هذا على أن نموذج التأثيرات العشوائية (9) هو النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة بغرض دراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل دوران الأسهم في السوق.

المطلب الثاني: اختبارات صلاحية النموذج

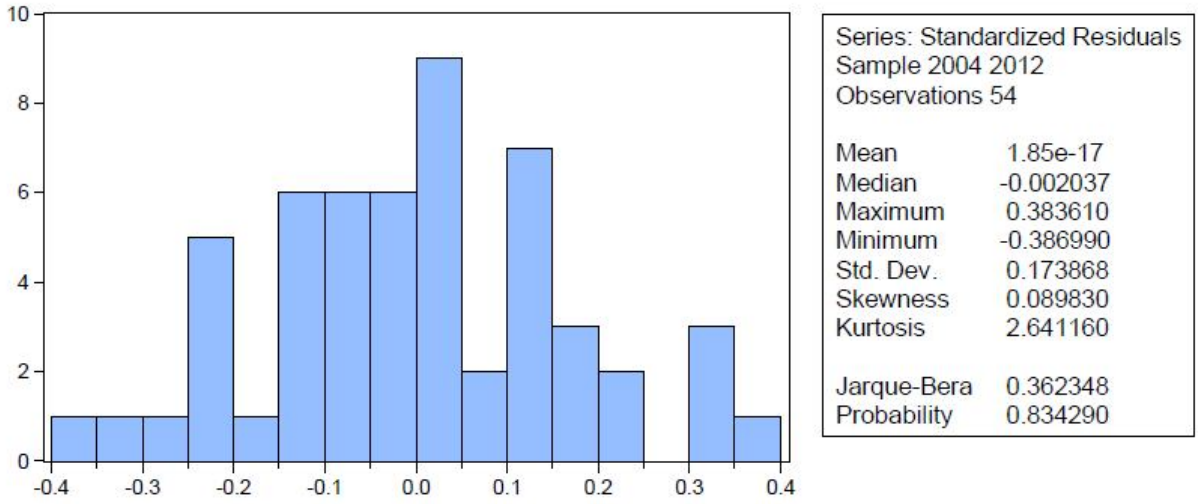
يقوم نموذج الانحدار باعتماد منهجية بيانات البانل على جملة من الفرضيات التي تضمن صلاحية استخدام النموذج في عملية التنبؤ وفي اختبار فرضيات الدراسة، وتتمثل هذه الفرضيات أساسا في أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي، لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي و ثبات في تباين الخطأ العشوائي. وفيما يلي سيتم اختبار هذه الفرضيات ما عدا فرضية ثبات تباين الأخطاء العشوائية لقلة عدد المشاهدات.

أولا: اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (normality test)

سوف يتم إخضاع النماذج الثلاث (2)، (6) و(9) لاختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) للأخطاء العشوائية.

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 17.

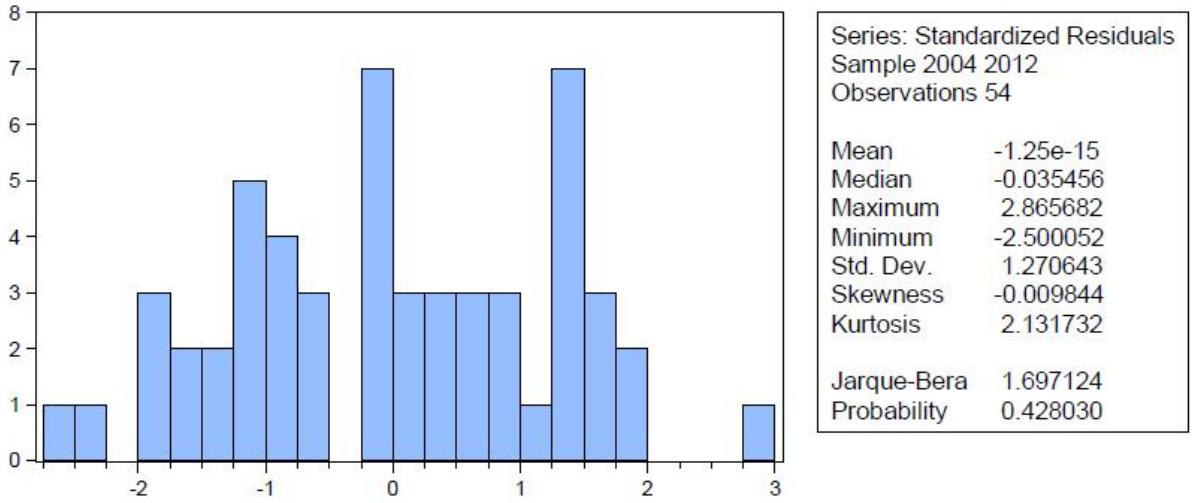
الشكل رقم (7-4): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (2)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من الشكل أعلاه أن قيمة الإحصائية (Jarque-Bera) التابعة للأخطاء العشوائية لنموذج التأثيرات الثابتة (2) أقل من قيمة الإحصائية كاي تربيع المجدولة من الدرجة (2) والتي تبلغ قيمتها 5,99، أي أن الأخطاء العشوائية للنموذج تتبع التوزيع الطبيعي، ويؤكد على ذلك القيمة الاحتمالية (P-Value)، حيث تظهر أكبر من القيمة المعنوية 0,05.

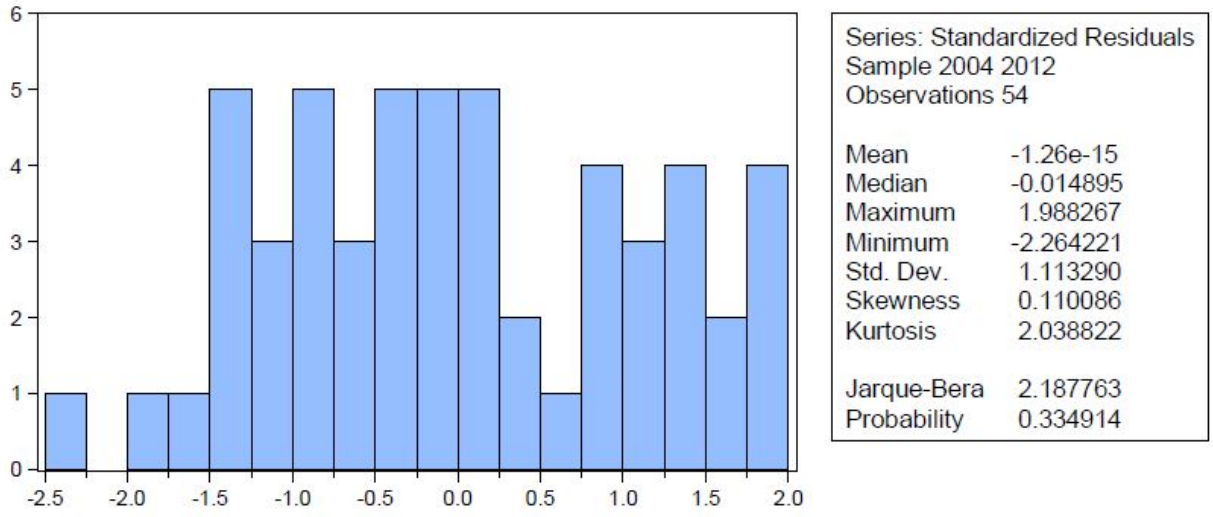
الشكل رقم (8-4): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

من الشكل رقم (8-4) يتبين أن قيمة الإحصائية (Jarque-Bera) التابعة للأخطاء العشوائية لنموذج التأثيرات العشوائية (6) أقل من قيمة الإحصائية كاي تربيع المجدولة من الدرجة (2) والتي تبلغ قيمتها 5,99، أي أن الأخطاء العشوائية للنموذج تتبع التوزيع الطبيعي، ويؤكد على ذلك القيمة الاحتمالية (P-Value)، حيث تظهر أكبر من القيمة المعنوية 0,05.

الشكل رقم (9-4): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يتبين من الشكل أعلاه أن قيمة الإحصائية (Jarque-Bera) التابعة للأخطاء العشوائية لنموذج التأثيرات العشوائية (9) أقل من قيمة الإحصائية كاي تربيع المجدولة من الدرجة (2) والتي تبلغ قيمتها 5,99، أي أن الأخطاء العشوائية للنموذج تتبع التوزيع الطبيعي، ويؤكد على ذلك القيمة الاحتمالية (P-Value)، حيث تظهر أكبر من القيمة المعنوية 0,05.

وعليه بعد إجراء اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera) للأخطاء العشوائية للنماذج الثلاث (2)، (6) و(9) يتبن أنها كلها تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانيا: اختبار الارتباط الذاتي للبواقي (Autocorrelation Test)

لإجراء اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية توجد العديد من الاختبارات، سيتم في هذه الدراسة الاعتماد على اختبارين اثنين: اختبار دربن واتسون (Durbin-Watson) واختبار الإحصائية Q (Q-Statistic).

1- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاص بنموذج التأثيرات الثابتة (2)

بالاعتماد على برنامج افيوز (EViews7) تم الحصول على قيمة الإحصائية DW لاختبار (Durbin-Watson) والتي قدرت ب DW= 1,68،[1] وقيمة هذه الإحصائية تقع في المجال [DU, 4- DU]، (حيث DL= 1,246 و DU= 1,548 هي قيم الإحصائيات الخاصة باختبار دربن واتسن المجدولة). حيث يعبر التحليل عن عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

وللتأكد من نتيجة اختبار دربن واتسن تم الاستعانة باختبار الإحصائية Q (Q-Statistic)، ونتائج هذا الاختبار موضحة بالشكل رقم (10-4).

الشكل رقم (10-4): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (2)

Date: 01/30/15 Time: 12:58
Sample: 2004 2012
Included observations: 54

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.148	0.148	1.2534	0.263
		2	0.182	0.163	3.1770	0.204
		3	-0.164	-0.221	4.7657	0.190
		4	-0.080	-0.062	5.1574	0.272
		5	-0.256	-0.181	9.2081	0.101
		6	-0.191	-0.158	11.496	0.074
		7	-0.147	-0.061	12.895	0.075
		8	0.008	0.011	12.900	0.115

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من خلال الشكل السابق أن كل القيم الاحتمالية الواردة بالعمود (Prob) هي اكبر من القيمة المعنوية 0,05، أي يتم قبول الفرضية الصفرية التي تقر بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (2). إذن يمكن الاعتماد على النموذج (5) كنموذج صالح للتنبؤ.

2- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاص بنموذج التأثيرات العشوائية (6)

بالاستعانة ببرنامج ايفيوز (EViews7) تم الحصول على قيمة الإحصائية DW والتي بلغت القيمة DW= 0,43،[2] وقيمة هذه الإحصائية تقع ضمن المجال [D_L= 1,246 , 0]، ومن التحليل يتبين وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 9.

[2]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 12.

وتم إجراء اختبار الإحصائية Q (Q-Statistic) للتأكد من نتيجة اختبار دربن واتسن، ونتائج الاختبار موضحة بالشكل الموالي.

الشكل رقم (11-4): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)

Date: 01/30/15 Time: 13:01
Sample: 2004 2012
Included observations: 54

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.624	0.624	22.236	0.000
		2	0.385	-0.008	30.846	0.000
		3	0.299	0.102	36.162	0.000
		4	0.158	-0.110	37.681	0.000
		5	0.188	0.190	39.866	0.000
		6	0.155	-0.065	41.372	0.000
		7	0.092	0.005	41.918	0.000
		8	0.064	-0.043	42.189	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يتبين من خلال الشكل رقم (11-4) أن كل القيم الاحتمالية الظاهرة بالعمود (Prob) هي أقل من القيمة المعنوية 0,05، ومنه يتم قبول الفرضية البديلة التي تقر بوجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، مما يستدعي عملية تصحيح للنموذج التأثيرات العشوائية (6).

توجد عدة طرق للتخلص من وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، سيتم استخدام إحداها عن طريق إحداث متغير بتأخير زمن واحد (One Period Lag) انطلاقا من المتغير التابع (LnVTR) وليكن (LaglnVTR) ومن ثم إعادة بناء نموذج التأثيرات العشوائية الخاص بالمتغير التابع (LnVTR)، حيث يمثل المتغير (LaglnVTR) أحد المتغيرات المفسرة، وقيم المعاملات الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)- مصحح مبين في الجدول أدناه.[1]

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 18.

الجدول رقم (16-4): نموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح

نموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح	**Ln(VTR)=1,99+0,087INN-0,046EDU-1,099Ln(EIR)+0,10Ln(ICT)+0,85LagIn(VTR)**
R^2 (squared)	0,87
F (statistic)	57.99638

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من خلال الجدول السابق أن معامل التحديد الخاص بنموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح يبلغ 0,87، أي أن النموذج يفسر 87% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (LnVTR). والملاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج قد تحسنت كثيرا.

يتم القيام باختبار الإحصائية Q للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية ونتيجة الاختبار موضحة بالشكل (12-4).

الشكل رقم (12-4): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (6)-مصحح

Date: 01/30/15 Time: 17:17
Sample: 2004 2012
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.042	-0.042	0.0887	0.766
		2	0.092	0.090	0.5290	0.768
		3	-0.117	-0.111	1.2612	0.738
		4	-0.146	-0.166	2.4259	0.658
		5	-0.118	-0.115	3.2078	0.668
		6	-0.094	-0.096	3.7123	0.716
		7	0.007	-0.022	3.7153	0.812

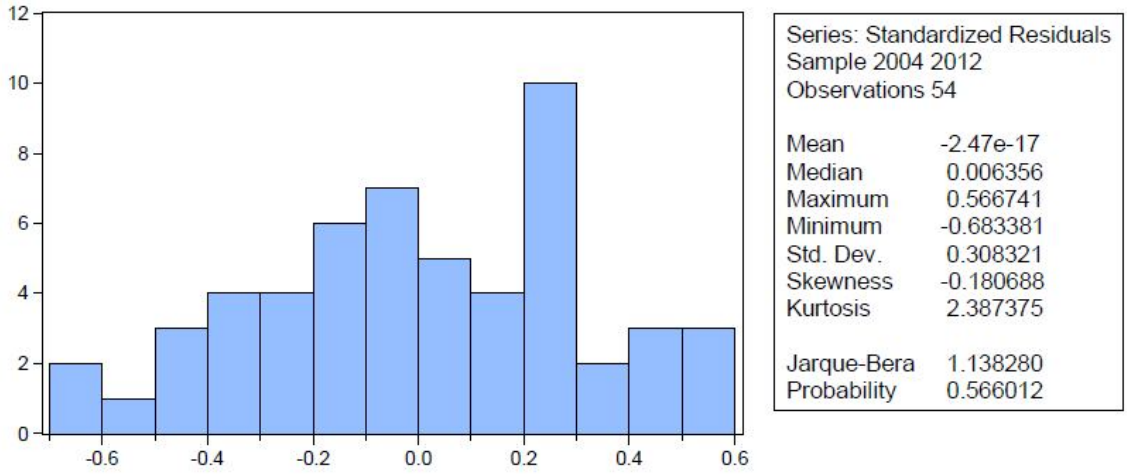
المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من خلال الشكل أعلاه أن كل القيم الاحتمالية الواردة بالعمود (Prob) أكبر من القيمة المعنوية 0,05، أي يتم قبول الفرضية الصفرية التي تقر بعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

يتجلى من معادلة النموذج (6)–مصحح أن كل المتغيرات المفسرة غير معنوية عند القيمة المعنوية 5% *. ومنه لا يمكن استخدام النموذج في عملية التنبؤ، لذلك سيتم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (5) الذي أظهر معامل تحديد قيمته 0,95.

وقبل استخدام هذا النموذج سيتم التأكد من صلاحيته، والشكل رقم (13–4) يبين نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بالنموذج (5).

الشكل رقم (13–4): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (5)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

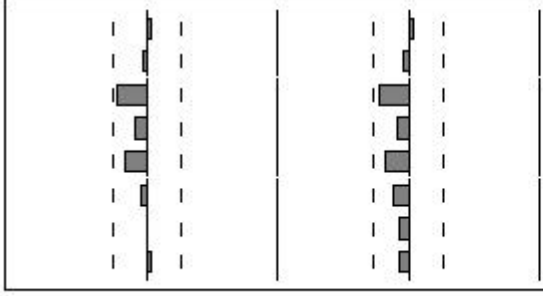
من الشكل السابق يظهر أن قيمة الإحصائية (Jarque–Bera) هي 1,14 وهي أقل من قيمة الإحصائية كاي تربيع المجدولة من الدرجة (2)، ويؤكد على ذلك القيمة الاحتمالية (P–Value) التي بلغت 0,47 وهي أكبر من القيمة المعنوية 5%. وبالتالي الأخطاء العشوائية للنموذج تتبع التوزيع الطبيعي.

ويوضح الشكل رقم (14–4) اختبار الإحصائية Q (Q–Statistic) للارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية من أجل النموذج (5).

* – انظر الملحق رقم (2)، ص: 18.

الشكل رقم (14-4):اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (5)

Date: 02/14/15 Time: 19:03
Sample: 2004 2012
Included observations: 54



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.037	0.037	0.0770	0.781
		2	-0.032	-0.033	0.1369	0.934
		3	-0.236	-0.235	3.4509	0.327
		4	-0.096	-0.086	4.0086	0.405
		5	-0.166	-0.188	5.7110	0.335
		6	-0.048	-0.119	5.8539	0.440
		7	0.003	-0.068	5.8546	0.557
		8	0.038	-0.078	5.9518	0.653

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

ويلاحظ من الشكل أن كل القيم الاحتمالية التي تظهر بالعمود (Prob) أكبر من القيمة المعنوية 0,05، ومنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية. إذن يمكن الاعتماد على النموذج (5) كنموذج صالح للتنبؤ.

3- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)

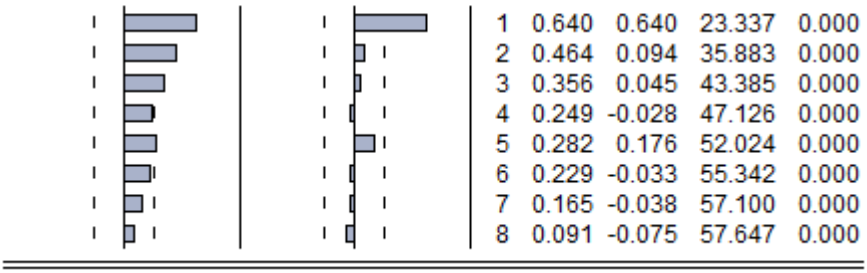
بالنسبة لهذا النموذج تم الحصول على إحصائية DW لاختبار دربن واتسن والتي قدرت قيمتها ب DW=0,40،[1] وتقع في المجال [0 , DL= 1,246]، إذن يتبين وجود ارتباط ذاتي بين الخطاء العشوائية.

وللتأكد من نتيجة اختبار دربن واتسون تم الاستعانة باختبار الإحصائية Q (Q-Statistic)، ونتائج هذا الاختبار موضحة بالشكل أسفله.

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 14.

الشكل رقم (15-4): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)

Date: 01/30/15 Time: 13:03
Sample: 2004 2012
Included observations: 54



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.640	0.640	23.337	0.000
		2	0.464	0.094	35.883	0.000
		3	0.356	0.045	43.385	0.000
		4	0.249	-0.028	47.126	0.000
		5	0.282	0.176	52.024	0.000
		6	0.229	-0.033	55.342	0.000
		7	0.165	-0.038	57.100	0.000
		8	0.091	-0.075	57.647	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يتجلى من الشكل السابق أن كل القيم الاحتمالية الظاهرة بالعمود (Prob) هي أقل من القيمة المعنوية 0,05، أي يتم قبول الفرضية البديلة التي تقر بوجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، مما يستوجب عملية تصحيح لنموذج التأثيرات العشوائية (9). وبغرض التخلص من وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية سيتم إحداث متغير بتأخير زمن واحد (One Period Lag) انطلاقا من المتغير التابع Ln(TR) وليكن LagIn(TR) ومن ثم إعادة بناء نموذج التأثيرات العشوائية الخاص بالمتغير Ln(TR)، حيث يصبح المتغير LagIn(TR) أحد المتغيرات المفسرة، وقيم المعاملات الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح مبينة في الجدول التالي.[1]

الجدول رقم (17-4): نموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح

نموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح	Ln(TR)=0,89+0,05INN-0,014EDU-0,67Ln(EIR)+0,23Ln(ICT)+0,91LagIn(TR)
R^2 (squared)	0,91
F (statistic)	86.25586

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من خلال الجدول السابق أن معامل التحديد الخاص بنموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح يبلغ 0,91، أي أن النموذج يفسر 91% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (LnTR). والملاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج قد تحسنت كثيرا.

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 20.

يتم القيام باختبار الإحصائية Q للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية ونتيجة الاختبار موضحة بالشكل (16-4).

الشكل رقم (16-4): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح

Date: 01/30/15 Time: 17:23
Sample: 2004 2012
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.061	-0.061	0.1927	0.661
		2	-0.161	-0.166	1.5475	0.461
		3	-0.003	-0.025	1.5479	0.671
		4	-0.125	-0.159	2.4047	0.662
		5	-0.119	-0.154	3.2012	0.669
		6	0.016	-0.063	3.2167	0.781
		7	-0.003	-0.072	3.2174	0.864

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

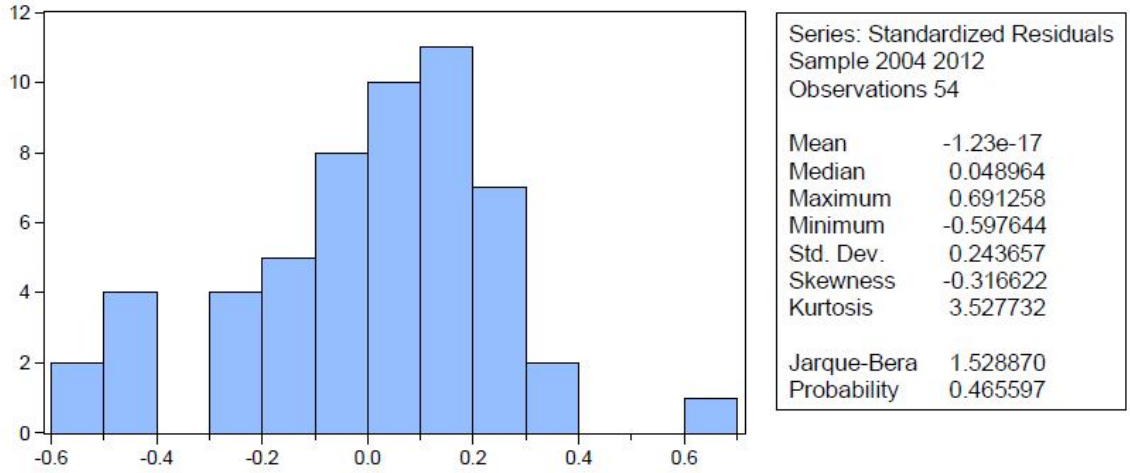
يظهر من خلال الشكل أعلاه أن كل القيم الاحتمالية الواردة بالعمود (Prob) أكبر من القيمة المعنوية 0,05، أي يتم قبول الفرضية الصفرية التي تقر بعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

يظهر من معادلة نموذج التأثيرات العشوائية (9)-مصحح أن كل المتغيرات المفسرة غير معنوية عند القيمة المعنوية 5% *. وعليه لا يمكن استخدام هذا النموذج في عملية التنبؤ، لذلك سيتم الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة (8) الذي أظهر معامل تحديد قيمته 0,96.

وقبل استعمال هذا النموذج سيتم التأكد من صلاحيته، والشكل رقم (17-4) يوضح اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية من أجل النموذج (8).

* - انظر الملحق رقم (2)، ص: 20.

الشكل رقم (4-17): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (8)

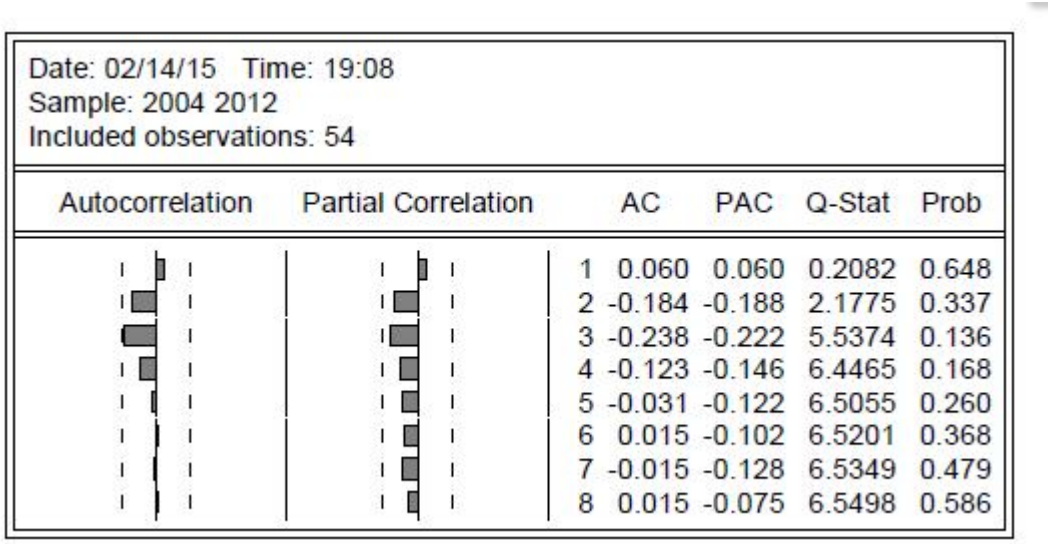


المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

يظهر من الشكل أعلاه أن قيمة إحصائية جارك بيرا (Jarque-Bera) هي 1,53 وهي أقل من قيمة الإحصائية كاي تربيع المجدولة من الدرجة (2)، وبالتالي الأخطاء العشوائية للنموذج تتبع التوزيع الطبيعي ويؤكد على ذلك القيمة الاحتمالية (P-Value) التي بلغت 0,47 وهي أكبر من القيمة المعنوية 5%.

والشكل رقم (4-18) يوضح اختبار الإحصائية Q للارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية من أجل النموذج (8).

الشكل رقم (4-18): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي الخاصة بنموذج التأثيرات الثابتة (8)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

ويظهر من الشكل أن كل القيم الاحتمالية التي تظهر بالعمود (Prob) أكبر من القيمة المعنوية 0,05، أي أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية. وعليه يمكن القول أن نموذج التأثيرات الثابتة (8) صالح للتنبؤ.

المطلب الثالث: تفسير نتائج النموذج الأكثر ملائمة

سيتم تفسير نتائج نماذج التأثيرات الثابتة الثلاث (2)، (5) و(8) التي تم التوصل إليها.

أولا: تفسير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (2)

ويوضح الجدول رقم (18-4) نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة (2) بغرض دراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل رسملة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.[1]

الجدول رقم (18-4): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة (2)

variables	coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
Constant	2.38*	1.009019	2.359918	0.0238
INN	0.05	0.039717	1.249877	0.2194
EDU	-0.04	0.064614	-0.680820	0.5003
Ln(EIR)	1.33*	0.366075	3.640816	0.0008
Ln(ICT)	-0.11	0.554470	-0.195100	0.8464
التأثيرات الثابتة للدول				
البحرين(D_2)	**عمان (D_3)**	**قطر (D_4)**	**الكويت (D_5)**	**الإمارات (D_6)**
0.002	-1.02*	-0.02	-0.29*	-0.55*
R-square=0.90				
F(statistic)=18.33*				

تظهر المعاملات عند مستوى الدلالة 5% مرفقة بالرمز (*).

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 9.

من خلال اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة تم التوصل إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة (2) هو النموذج الأكثر ملائمة لدراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل رسملة السوق، حيث بلغ معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة (2) 90%، ويعني ذلك أن نموذج التأثيرات الثابتة يفسر 90% من التغير في المتغير التابع، وعليه يمكن كتابة نموذج الانحدار المقدر على شكل المعادلة التالية:

$$Ln(MCR)=2,38+0,05INN-0,04EDU+1,33Ln(EIR)-0,11Ln(ICT)+0,002D_2-1,02D_3-0,02D_4-0,29D_5-0,55D_6$$

حيث يتضح من خلال الجدول السابق وجود أثر غير معنوي لكل من مؤشرات الابتكار، التعليم وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل رسملة السوق، وهذا يعني أن هذه المؤشرات في دول مجلس التعاون الخليجي لم تصل بعد إلى المستوى الذي يكون له تأثيرا ملموسا على معدل رسملة السوق (حجم السوق) وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال بدول الخليج.

ويظهر أيضا وجود أثر موجب ومعنوي لمؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي على معدل رسملة السوق وهذا في كل دول عينة الدراسة بمقدار (1,33)، ويعني ذلك أن كل زيادة بمقدار 1% بمؤشر (EIR) ستؤدي إلى زيادة معدل رسملة السوق بمقدار 1,33% وبالتالي كفاءة سوق رأس المال، ما يظهر أن مؤشر (EIR) يساهم إيجابا في زيادة معدل رسملة السوق (حجم السوق) وبالتالي الرفع من كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

أما فيما يتعلق بالتأثيرات الثابتة للدول، فقد اختلفت نتائج هذه التأثيرات باختلاف الدول، حيث كانت ايجابية في دولة البحرين، بمعنى أن هناك تأثيرات ثابتة تؤدي إلى زيادة معدل رسملة السوق في هذه الدولة. في حين كانت سلبية في باقي دول عينة الدراسة، حيث تؤدي إلى انخفاض معدل رسملة السوق. ويمثل المقدار (2,38) قيمة المعامل الثابت لدولة السعودية في حين تبلغ قيمة الاختلاف في دولة البحرين (2,382) أي (2,38+0,02) وهكذا لباقي الدول الأخرى ويعود سبب هذا الاختلاف في قيم معامل الثابت إلى خصوصية كل دولة.

ثانيا: تفسير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (5)

الجدول رقم (19-4) يبين نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة (5) بغرض دراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل تداول السوق.[1]

الجدول رقم (19-4): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (5)

variables	coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
Constant	-1.82	1.789303	-1.019924	0.3146
INN	0.07	0.070431	0.962568	0.3422
EDU	-0.20	0.114580	-1.722928	0.0935
Ln(EIR)	1.85*	0.649165	2.852380	0.0071
Ln(ICT)	2.19*	0.983247	2.231695	0.0320
التأثيرات الثابتة للدول				
البحرين(D_2)	**عمان (D_3)**	**قطر (D_4)**	**الكويت (D_5)**	**الإمارات (D_6)**
-3.87*	-2.61*	-2.03*	-1.44*	-2.56*
R-square=0.95				
F (statistic)=43.64*				

تظهر المعاملات عند مستوى الدلالة 5% مرفقة بالرمز (*).

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

من خلال النتائج السابقة تم التوصل إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة (5) هو النموذج الأكثر ملائمة لدراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل تداول السوق، حيث بلغ معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة (5) 95%، ويعني ذلك قدرة النموذج على تفسير 95% من التغير في المتغير التابع، وعليه يمكن كتابة نموذج الانحدار المقدر على الشكل التالي:

$$Ln(VTR)=-1,82+0,07INN-0,20EDU+1,85Ln(EIR)+2,19Ln(ICT)-3,87D_2-2,61D_3-2,03D_4-1,44D_5-2,56D_6$$

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 11.

حيث يتضح من خلال الجدول السابق أن تأثير كل من مؤشر الابتكار ومؤشر التعليم غير معنوي على معدل التداول في السوق لكل دول عينة الدراسة، وهذا يعني أن كلا المؤشرين في دول مجلس التعاون الخليجي لم يصلا بعد إلى المستوى الذي يكون له تأثير ملموس على معدل التداول في السوق وبالتالي على كفاءة أسواق رأس المال الخليجية.

وفيما يخص تأثير كل من مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات كان ايجابيا وبمعنوية من اجل كل دول مجلس التعاون الخليجي، حيث بلغ تأثير مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي (EIR) مقدار (1,85) ويعني ذلك أن كل زيادة فيه بمقدار 1% ستؤدي إلى رفع معدل التداول بمقدار 1,85% وبالتالي زيادة كفاءة سوق رأس المال. ما يبين أن مؤشر (EIR) يساهم ايجابيا في زيادة معدل التداول (سيولة السوق) وبالتالي زيادة كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي. أما تأثير مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات فبمقدار (2,19)، ويعني ذلك بان كل زيادة بمقدار 1% بمؤشر (ICT) ستؤدي لزيادة معدل التداول بمقدار 2,19% وبالتالي كفاءة سوق رأس المال. ما يظهر أن مؤشر (ICT) يساهم ايجابيا في زيادة معدل التداول (سيولة السوق) وبالتالي زيادة كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

كما يتضح من الجدول (19-4) معاملات المتغيرات الوهمية التي تعبر عن كل دولة من دول عينة الدراسة، فيلاحظ التأثير الثابت على المتغير التابع يختلف من دولة إلى أخرى وهو سلبي في جميعها، ما يعني أن هناك تأثير ثابت عكسي على معدل التداول يؤدي إلى انخفاضه في بورصات هذه الدول، حيث يمثل المقدار (-1,82) قيمة المعامل الثابت للسوق المالية السعودية في حين تبلغ قيمة الاختلاف في بورصة البحرين (-5,69) أي (-1,82-3,87) وهكذا لباقي بورصات الدول الأخرى، ويعود سبب هذا الاختلاف في قيم معامل الثابت إلى خصوصية كل دولة.

ثالثا: تفسير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (8)

يستعرض الجدول رقم (20-4) نتائج التقدير الإحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة (8) بغرض دراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل دوران الأسهم.[1]

[1]- أنظر الملحق رقم (2)، ص: 13.

الجدول رقم (20-4): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (8)

variables	coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
Constant	0.53	1.414031	0.377383	0.7081
INN	0.02	0.055660	0.340449	0.7355
EDU	-0.16	0.090549	-1.796793	0.0808
Ln(EIR)	0.53	0.513015	1.027921	0.3108
Ln(ICT)	2.24*	0.777030	2.889107	0.0065
التأثيرات الثابتة للدول				
البحرين(D_2)	**عمان (D_3)**	**قطر (D_4)**	**الكويت (D_5)**	**الإمارات (D_6)**
-3.87*	-1.61*	-2.02*	-1.09*	-2.01*
R-square=0.96				
F(statistic)=56.67*				

تظهر المعاملات عند مستوى الدلالة 5% مرفقة بالرمز (*).

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج برنامج (EViews7).

من خلال النتائج السابقة تم التوصل إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة (8) هو النموذج الأكثر ملائمة لدراسة تأثير مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل دوران الأسهم في السوق، إذ بلغ معامل التحديد 96%، ويعني ذلك أن نموذج التأثيرات الثابتة (8) يفسر 96%من التغير في المتغير التابع. وعليه يمكن إدراج نموذج الانحدار المقدر على الشكل الموالي:

$$Ln(TR)=0,53+0,02INN-0,16EDU+0,53Ln(EIR)+2,24Ln(ICT)-3,87D_2-1,61D_3-2,02D_4-1,09D_5-2,01D_6$$

حيث يتضح وجود أثر غير معنوي لكل من مؤشر الابتكار، مؤشر التعليم ومؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي على معدل دوران الأسهم في السوق، وهذا يعني أن هذه المؤشرات في دول عينة الدراسة لم تصل بعد إلى المستوى الذي يكون له تأثيرا ملموسا على معدل دوران الأسهم في السوق وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال.

ويتبين أيضا وجود أثر موجب ومعنوي لمؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل دوران الأسهم في السوق وهذا في كل دول عينة الدراسة بمقدار (2,24) ويعني ذلك بأنه كلما زادت نسبة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات المستخدمة ب 1% يزيد معدل دوران الأسهم ب 2,24% وبالتالي كفاءة سوق رأس المال، ما يظهر أن مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يساهم ايجابيا في زيادة معدل دوران الأسهم (نشاط السوق) وبالتالي الرفع من كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

كما يتضح من الجدول أعلاه معاملات المتغيرات الوهمية التي تعبر عن كل دولة من دول مجلس التعاون الخليجي، فيلاحظ التأثير الثابت على المتغير التابع يختلف من دولة لأخرى وهو سلبي في جميعها ما يعني أن هناك تأثير ثابت عكسي على معدل دوران الأسهم يؤدي إلى انخفاضه في بورصات هذه الدول، حيث يمثل المقدار (0,53) قيمة المعامل الثابت للسوق المالية السعودية في حين تبلغ قيمة الاختلاف في بورصة البحرين (-3,34) أي (3,87-0,53) وهكذا لباقي بورصات الدول الأخرى ويعود سبب هذا الاختلاف في قيم معامل الثابت إلى خصوصية كل دولة.

خلاصة الفصل الرابع

يقاس مؤشر اقتصاد المعرفة بواسطة نموذج رياضي يوظف سلسلة من الحسابات التي يحسب من خلالها متوسط قيمة المؤشر لبلد ما على أساس قيم متغيرات أربعة ركائز هي: ركيزة الحافز الاقتصادي والنظام المؤسسي، ركيزة التعليم، ركيزة الابتكار وركيزة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. يتم ترتيب البلدان وفق مقياس تتراوح قيمته بين (0–10) حيث تمثل القيمة 10 أفضل أداء في تطبيق اقتصاد المعرفة، في حين قيمة الصفر تمثل أسوأ أداء.

تتجه الدول العربية نحو الاقتصاد القائم على المعرفة بشكل يتفاوت من دولة لأخرى، اذ تتصدر دول مجلس التعاون الخليجي هذا الترتيب بحسب تقرير البنك الدولي لسنة 2012 الذي شمل 146 دولة، حيث احتلت الإمارات المرتبة الأولى بين الدول العربية والبحرين، عمان، السعودية، قطر والكويت المراتب الخمس التالية على الترتيب.

وفق مؤشرات اقتصد المعرفة، الابتكار العالمي، التنافسية العالمية، تطور التعليم للجميع والتنمية البشرية تتبوأ بعض دول مجلس التعاون الخليجي مراتب بعضها في الربع الأعلى وبعضها الآخر في النصف الأعلى عالميا، وعلى الرغم من تحسن ترتيبها بشكل عام إلا أنها تعاني من التحسن البطيء مقارنة ببعض الدول النامية الأخرى.

لقد شهدت أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي تطورات مهمة على صعيد نمو رأسمال وحجم التداولات وذلك بالتزامن مع الانجازات التشريعية، المؤسسية والتنظيمية التي حققتها هذه الأسواق والتي اشتملت أيضا على تطوير وأتمتة التداول باستخدام نظم المعلومات والاتصالات لبث البيانات والمعلومات والتأكيد على مبدأ الإفصاح والشفافية والارتقاء بمستوى الخدمات المقدمة من جانب إدارات هيئات الأسواق.

استهدفت الدراسة التطبيقية قياس أثر اقتصاد المعرفة على كفاءة سوق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2004–2012. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاستعانة بنماذج السلاسل الزمنية المقطعية من خلال تطبيق النماذج الثلاث لها: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

لاختيار أفضل نموذج تم استخدام اختبارين: اختبار (F) المقيد للاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية واختبار هوسمان (Hausman) للاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية.

المتغير التابع يتمثل في كفاءة سوق رأس المال ممثلا في: معدل رسملة السوق، معدل التداول في السوق ومعدل الدوران للأسهم، أما المتغير المستقل فيشمل الآتي: مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي، مؤشر التعليم، مؤشر الابتكار ومؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات

وفقا لتحليل نتائج البانل وبعد تطبيق كل من اختباري (F) المقيد واختبار هوسمان (Hausman) تم بناء ثلاثة نماذج: نموذج التأثيرات الثابتة (2)، (5) و(8) تبعا لكل متغير تابع. هذه النماذج أظهرت نتائج ايجابية لاختبارات صلاحية النموذج والمتعلقة بإتباع البواقي للتوزيع الطبيعي وعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

حيث تبين أن نموذج التأثيرات الثابتة (2) هو الأكثر ملائمة لدراسة أثر مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل رسملة السوق، وسمح النموذج (2) بالتأكد من وجود أثر موجب ومعنوي لمؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي على معدل رسملة السوق في كل دول الدراسة وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال. كما سمح النموذج أيضا بإظهار أن هناك تأثيرات ثابتة موجبة لدولة البحرين تؤدي إلى زيادة معدل رسملة السوق فيها بينما جاءت التأثيرات الثابتة لباقي الدول سالبة، حيث تؤدي إلى انخفاض في معدل رسملة السوق.

تبين أيضا أن نموذج التأثيرات الثابتة (5) هو الأكثر ملائمة لدراسة أثر مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل تداول السوق، حيث سمح النموذج (5) بالتأكد من وجود أثر موجب ومعنوي لكل من مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل تداول السوق وهذا في كل دول مجلس التعاون الخليجي وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال. كما سمح النموذج أيضا بإظهار أن هناك تأثيرات ثابتة سلبية في جميع دول الدراسة تؤدي إلى انخفاض معدل تداول في بورصاتها.

أخيرا كان نموذج التأثيرات الثابتة (8) هو المناسب لدراسة أثر مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل دوران الأسهم، حيث سمح النموذج (8) بالتأكد من وجود أثر موجب لمؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل دوران الأسهم وهذا في كل دول مجلس التعاون الخليجي وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال. كما سمح النموذج أيضا بإظهار أن هناك تأثيرات ثابتة سلبية في جميع دول الدراسة تؤدي إلى انخفاض معدل الدوران في بورصاتها.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

استهدفت الدراسة من خلال مجموع فصولها في الجانب النظري عرض متطلبات التحول إلى اقتصاد المعرفة مع التركيز على الدور الذي تؤديه مؤشراته في ضمان الوصول إلى تطبيقه وتحقيق الاستفادة منه، كما تم عرض الدور المهم الذي تؤديه كفاءة أسواق رأس المال في حشد المدخرات وتوجيهها نحو التخصيص الأمثل في توظيفها. وركزت الدراسة على الدور البالغ الأهمية الذي يؤديه اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال مع الإشارة إلى آليات الحوكمة وإعادة الهندسة المالية لتفعيل هذا الدور.

تناول الجانب التطبيقي من الدراسة أثر مؤشرات اقتصاد المعرفة على معدل رسملة السوق، معدل التداول ومعدل دوران الأسهم بصفتها مؤشرات تقيس كفاءة أسواق رأس المال، وذلك من خلال دراسة قياسية استهدفت دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2004-2012. وقد انطلقت الدراسة من الفرضيات التالية:

الفرضية الأساسية الأولى: إن إدخال أساليب وطرق كل من الحوكمة والهندسة المالية الحديثة في إدارة أسواق رأس المال سيمكن من تفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال.

الفرضية الأساسية الثانية: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

وتنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.
- هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل رسملة أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

الفرضية الأساسية الثالثة: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

وتنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل التداول في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

الفرضية الأساسية الرابعة: هناك علاقة ارتباط بين مؤشرات اقتصاد المعرفة ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

وتنقسم هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية الموالية:

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر الابتكار ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر التعليم ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

– هناك علاقة ارتباط بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ومعدل دوران الأسهم في أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي.

بغية اختبار هذه الفرضيات، تم الخروج بجملة من النتائج فيما يلي يمكن إبرازها، يليها المقترحات المقدمة في ضوء تلك النتائج:

1– نتائج الدراسة

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

– لتحقيق اقتصاد المعرفة لابد أن يتوفر بنية تحتية مجتمعية واعية وتهيئة عمال وصناع معرفة يمتلكون المعرفة ولديهم قدرة على التحليل والابتكار وتوظيف منظومة فاعلة للبحث والتطوير إضافة إلى توفير الربط الالكتروني الواسع وتوافر سهولة وصول أفراد المجتمع إلى الشبكة المعلوماتية ونشر ثقافة مجتمع التعلم فكرا وتطبيقا في مختلف المؤسسات التعليمية والاقتصادية.

– إن تكنولوجيا المعلومات والاتصالات تسهل انسياب الأنشطة المالية وتخفض التكلفة اللازمة لإجرائها.

– إن الاعتماد الكبير على تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في اقتصاد المعرفة، يعكس في المقابل بعض جوانب الضعف، فبالإضافة إلى أنها مكلفة للغاية فهي مصاحبة للخطر سواء تعلق الأمر بالكلفة العالية للاستثمار فيها، أو بخطر التهديدات الخارجية خاصة ما تعلق باختراقها وسرقة المعلومات التي تحتويها أو ما تعلق بإهمالها وعدم صيانتها أو إساءة استعمالها.

– لتفعيل دور اقتصاد المعرفة يجب توفير مجموعة من الآليات العملية القادرة على إحداث نوعا من التوافق بين الهياكل الحالية بسوق رأس المال وبين متغيرات اقتصاد المعرفة وذلك في إطار نظام الإصلاح والتحديث بهذه الأسواق.

– تعتبر حوكمة هيئة سوق رأس المال لمهامها وأداء أعمالها آلية لتفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال لما لها من دور في تعظيم قيمة الهيئة في السوق وضمان بقائها ونموها واستمرارها في عالم الأعمال.

– تعتبر حوكمة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات مسؤولية مجلس الإدارة والمشرفين والمديرين التنفيذيين، وهي جزء متكامل من حوكمة سوق رأس المال، وتتكون من الهياكل والعمليات التنظيمية والقيادية التي تضمن استدامة وتعزيز تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في سوق رأس المال لأهداف واستراتيجيات هذه السوق.

– جاءت الهندسة المالية في إطار البحث والتطوير الذي تسعى إليه أسواق رأس المال، حيث أدخلت أدوات مالية جديدة تستجيب لشريحة كبيرة من متعاملي سوق رأس المال في الاستثمار والمضاربة والتحوط، إضافة إلى طرحها لمجموعة من طرق التداول التي زادت من سرعة تداول الأدوات المالية وجعلتها أكثر سيولة.

– تعتبر إعادة الهندسة المالية من أهم آليات تفعيل دور اقتصاد المعرفة لما لها من دور في التصميم، التنفيذ وإعادة التطوير لمختلف آليات وصيغ حل مشاكل التمويل.

من خلال النتائج أعلاه، يمكن الإقرار بتحقق الفرضية الأولى التي تقتضي كون الحوكمة والهندسة المالية الحديثة آليات لتفعيل دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة سوق رأس المال.

– مازالت الدول العربية بعيدة عن تحقيق نتائج ايجابية فيما يخص تطبيق اقتصاد المعرفة، وتحتل اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي مراكز متوسطة وفق مؤشر اقتصاد المعرفة للبنك الدولي.

– وجود أثر موجب ومعنوي لمؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي على معدل رسملة السوق في دول مجلس التعاون الخليجي وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال.

من النتيجة أعلاه، يمكن الإقرار بتحقق الفرضية الفرعية الأولى التابعة للفرضية الأساسية الثانية وعدم تحقق باقي الفرضيات الفرعية.

– وجود أثر موجب ومعنوي لكل من مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل التداول في السوق بالنسبة لجميع دول مجلس التعاون الخليجي وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال.

من النتيجة السابقة يمكن الإقرار بتحقق الفرضية الفرعية الأولى والرابعة التابعة للفرضية الأساسية الثالثة وعدم تحقق باقي الفرضيات الفرعية.

– وجود أثر موجب ومعنوي لمؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل دوران الأسهم في كل دول مجلس التعاون الخليجي وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال.

والنتيجة السابقة تسمح بالإقرار بتحقق الفرضية الفرعية الرابعة التابعة للفرضية الأساسية الرابعة وعدم تحقق باقي الفرضيات الفرعية.

– كل من مؤشر الابتكار والتعليم في دول مجلس التعاون الخليجي لم يصل إلى المستوى الذي يكون له تأثيرا ملموسا على معدل رسملة السوق، معدل التداول ومعدل دوران الأسهم وبالتالي على كفاءة سوق رأس المال.

– تختلف التأثيرات الثابتة في دول مجلس التعاون الخليجي من دولة إلى أخرى، نظرا لخصوصية كل دولة، وهي سلبية في جميعها، ما يعني أن هناك تأثير ثابت عكسي على مؤشرات كفاءة سوق رأس المال يؤدي إلى انخفاضها (ما عدا دولة البحرين التي كان لها تأثيرا ايجابيا على معدل رسملة السوق).

2– اقتراحات الدراسة

من النتائج السابقة يمكن وضع مجموعة الاقتراحات التالية:

– مازالت اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي توسم بكونها اقتصاديات تقليدية بالرغم من تبوئها مراكز متوسطة وفق مؤشر اقتصاد المعرفة، وهي الأفضل مقارنة ببقية الدول العربية. الأمر الذي يتطلب إجراء تغييرات جذرية في البنى الاقتصادية، السياسية والقانونية بقصد التحول إلى اقتصاد معرفة الذي يقوم على أعمدة تتوافر على نظام فعال للتعليم، الحوافز الاقتصادية والحوكمة، نظام مؤسسي كفء، الإبداع وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

– لتحسين وتيرة الارتقاء في الترتيب الخاص بمؤشر المعرفة للبنك الدولي، ينبغي على دول مجلس التعاون الخليجي زيادة الاستثمار في المعرفة بمعدلات كبيرة وإحداث تغيير جذري في نوعية الاستثمار، مما سيؤثر حتما على نمو الإنتاجية والتنافسية.

– ضرورة تأهيل رأس المال البشري، حيث أن ازدياد أعداد المستثمرين في سوق رأس المال والنمو في حجمها يعني الحاجة إلى المزيد من العناصر البشرية المدربة التي تحتاجها الأسواق. وذلك من خلال الاستعانة بدرجة أكبر ببرامج التدريب المكثف التي تصقل قدرات العاملين، كما أنها بحاجة للمساهمة في إنشاء المعاهد المتخصصة التي توفر الكوادر المؤهلة علميا والمتخصصة في مجال الاستثمار المالي.

– كما أنه بالإضافة إلى جمع والاطلاع على المعلومات من مصادرها المختلفة فإنه يجب على هيئات أسواق رأس المال أن تتبنى أبحاثا ودراسات ذات علاقة بمنتجاتها وذلك حتى تتعرف على بعض المؤشرات والاتجاهات لدى المتدخلين في الأسواق، وذلك بغرض تطوير المنتجات المالية الحالية أو تقديم منتجات حديثة.

– تطوير نظم المعلومات والأبحاث، حيث أن التوسع في نمو سوق رأس المال يتطلب وجود نظم معلومات متطورة تدعم عملية اتخاذ القرار.

– من الضروري تبني أسواق رأس المال توجها نحو تخصيص أو إيجاد قسم أو إدارة متخصصة تكون مسؤولة عن حماية وأمن نظم المعلومات في ظل ضخامة حجم الاستثمارات في تقنية المعلومات والاتصالات.

– يجب على هيئات أسواق رأس المال اعتماد حوكمة لمهامها وأداء أعمالها، وتأتي هذه الحوكمة في إطار الإجراءات التطويرية المستمرة التي يجب أن تتخذها هيئة سوق رأس المال نحو تعزيز أعمالها وتطبيق أفضل مبادئ ومعايير الحوكمة والمسؤولية وترشيد اتخاذ القرارات، بما ينعكس على أدائها للمهام والمسؤوليات المنوطة بها في نظام سوق رأس المال على الوجه الأكمل والأمثل ويزيد من كفاءتها في ممارستها لتلك المهام والمسؤوليات.

– يجب على حكومات دول مجلس التعاون الخليجي الاستمرار في زيادة الاستثمار في مؤشرات الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومؤشرات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لأثرها الموجب على مؤشرات كفاءة سوق رأس المال.

– يجب على حكومات دول مجلس التعاون الخليجي الاستثمار في مؤشرات التعليم والابتكار إلى المستوى الذي يكون له تأثيرا ملموسا على مؤشرات كفاءة سوق رأس المال.

3- آفاق الدراسة

إن دراسة علاقة اقتصاد المعرفة بكفاءة سوق رأس المال يفتح المجال أمام العديد من مواضيع البحث منها:

- متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية الإسلامية في ظل اقتصاد المعرفة.
- متطلبات بناء اقتصاد معرفي لتحقيق سوق مالية كفأة.
- دور اقتصاد المعرفة في تحقيق كفاءة أسواق رأس المال العربية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- المراجع باللغة العربية

1-1- الكتب

- إبراهيم عبد العزيز النجار، "**الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.

- أحمد بوراس، "**أسواق رؤوس الأموال**"، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2003/2002.

- أحمد محي الدين أحمد، "**أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي**"، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995.

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، "**الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004.

- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، "**اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

- إيهاب الدسوقي، "**اقتصاديات كفاءة البورصة**"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

- جبار محفوظ، "**أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات**"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.

- ربحي مصطفى عليان، "**إدارة المعرفة**"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

- زياد عبد الكريم القاضي، "**هندسة الشبكات (شبكات الاتصال المحلية)**"، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، مصر، الجزء الأول، 2010.

- سعد غالب ياسين، "**إدارة المعرفة المفاهيم، النظم والتقنيات**"، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

- سمير عبد الحميد رضوان حسن، "**المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها –دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية–**"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.

- شعبان محمد إسلام البراوي، "**بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي –دراسة تحليلية نقدية–**"، دار الفكر، دمشق، 2001.

- صلاح الدين حسن السيسي، " **قضايا اقتصادية معاصرة (دراسة نظرية وتطبيقية)**"، الطبعة الثانية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.

- صلاح الدين حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**"، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003.

- صلاح السيد جودة، "**بورصة الأوراق المالية (علميا وعمليا)**"، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.

- ضياء مجيد، "**البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)**"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، "**البورصات والمؤسسات المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

- عصام فهد العربيد، "**الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)**"، الطبعة الأولى، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002.

- علي كنعان، "**الأسواق المالية**"، مطبوعة موجهة لطلبة السنة ثالثة –قسم المصارف والتأمين–، جامعة دمشق، 2006/2005.

- غازي فلاح المومني، "**إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

- فريد النجار، **"الاقتصاد الرقمي"**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

- فريد النجار، "**البورصات والهندسة المالية**"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.

- فليح حسن خلف، **"اقتصاد المعرفة"**، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2007.

– محسن أحمد الخضيري، "**كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**"، الطبعة الثانية، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999.

– محسن الندوي، "**تحديات التكامل الاقتصادي العربي في عصر العولمة**"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2011.

– محفوظ جبار، "**الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**"، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة، الجزء الثاني، الجزائر، 2002.

– محفوظ جبار، "**تنظيم وإدارة البورصة**"، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة، الجزائر، الجزء الثالث، الجزائر، 2002.

– محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، "**بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

– محمد مصطفى سليمان، "**حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري– دراسة مقارنة–**"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

– محمد يوسف القريوتي وآخرون، "**الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية**"، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

– محمد يوسف ياسين، "**البورصة**"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.

– محمود سحنون، "**دروس في الاقتصاد النقدي والمصرفي**"، مطبعة جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2004/2003.

– محمود محمد الداغر، "**الأسواق المالية: مؤسسات–أوراق–بورصات**"، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.

– مصطفى رشدي شيحة، "**الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات**"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، 1998.

– منير إبراهيم هندي، "**إدارة الأسواق والمنشآت المالية**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، دون سنة نشر.

– منير إبراهيم هندي، "**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.

– نجم عبود نجم، "**إدارة المعرفة المفاهيم والاستراتيجيات والعمليات**"، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

– نضال الشعار، "**سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)**"، الطبعة الثالثة، الجيزي للطباعة والنشر، حلب، 2006.

– نضال الشعار، "**سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)**"، الطبعة الثالثة، الجيزي للطباعة والنشر، حلب، 2006.

– هاشم الشمري وناديا الليثي، "**الاقتصاد المعرفي**"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

– هالة حلمي السعيد، "**الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة**"، بنك الكويت الصناعي، العدد 58، سبتمبر 1999.

1-2- الملتقيات

– بومدين نورين واحمد مداني، "**دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13-14 ديسمبر 2011.

– حسن صبحي حسن العباس، "**دور الفكر المعرفي المالي في بناء نماذج موجودات المعرفة المالية**"، الملتقى العلمي الدولي حول "المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهمتها في تكوين المزايا التنافسية للبلدان العربية"، جامعة الشلف، 27-28 نوفمبر 2007.

– رياض عيشوش وفواز واضح، "**حوكمة تكنولوجيا المعلومات: ميزة إستراتيجية في ظل اقتصاد المعرفة**"، ملتقى وطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة بسكرة، 6-7 ماي 2012.

– سفيان بن عبد العزيز ومديحة بخوش، "**رأس المال الفكري: مدخل لتحقيق الميزة التنافسية للمؤسسات المصرفية في ظل اقتصاد المعرفة**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13-14 ديسمبر 2011.

– عبد الحميد قصراوي، "**دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية (البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق)**"، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني " سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي"، 2007/9.

– عبد الكريم أحمد قندوز، " **الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية**"، المؤتمر الدولي الخامس عشر حول: "الأسواق المالية: الواقع والتحديات"، كلية الشريعة والقانون بمشاركة غرفة تجارة وصناعة دبي، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6–8 مارس2007.

– عبد الله بن سايح وسحنون بونعجة، "**أساليب القياس والإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري من منظور معايير المحاسبة الدولية**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13–14 ديسمبر 2011.

– عبد الله قلش، "**تكنولوجيا المعلومات والاتصال واقتصاد المعرفة**"، الملتقى العلمي الدولي حول المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهمتها في تكوين المزايا التنافسية للبلدان العربية، جامعة الشلف، 27–28 نوفمبر 2007.

– فريد كورتل وكمال رزيق، "**الأزمة المالية، مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية**"، المؤتمر العلمي الثالث حول "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول –التحديات والآفاق المستقبلية–"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 28–29 أفريل 2009.

– قدور بن نافلة وعاشور مزريق، "**اقتصاد المعرفة.. موارده رأس المال الفكري وسلعه المعلومات**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13–14 ديسمبر 2011.

– مجدي الشوربجي، "**اثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية**"، الملتقى الدولي الخامس حول: "رأس المال الفكري في المنظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 14/13 ديسمبر 2011.

– محمد بن إبراهيم السحيباني وعبد الله بن محمد العمراني، "**قواعد التداول الالكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي**"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007.

– محمد راتول واحمد مصنوعة، "**الاستثمار في رأس المال الفكري وأساليب قياس كفاءته**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13–14 ديسمبر 2011.

– محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، "**إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية (مدخل تحليلي لتفعيل اقتصاد المعرفة)**"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس "اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونية الأردنية، 25–27 افريل 2005.

– محمد فلاق وجنات بوقجاني، "**تطوير نموذج لقياس اثر رأس المال الفكري على كفاءة الأداء في منظمات الأعمال**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13-14 ديسمبر 2011.

– محمد فلاق وجنات بوقجاني، "**تطوير نموذج لقياس أثر رأس المال الفكري على كفاءة الأداء في منظمات الأعمال**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13-14 ديسمبر 2011.

– نوردين بومدين ومداني أحمد، "**دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13-14 ديسمبر 2011.

– وهيبة بن داودية وآمنة أمحمدي بوزينة، "**متطلبات القياس والإفصاح المحاسبي عن رأس المال الفكري وأثره على القوائم المالية لمنظمات الأعمال**"، الملتقى الدولي الخامس حول "رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 13-14 ديسمبر 2011.

– ياسر شاهين، "**دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية (سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي)**"، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007.

1-3- المجلات

– دعاء نعمان الحسيني وعدنان سالم قاسم، "**أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002-2003**"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 21، جامعة تكريت، 2011.

– زياد عبد الحليم الذيبة، "**حاكمية تكنولوجيا المعلومات**"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع عشر، العددين الثالث والرابع، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، الأردن، ديسمبر 2011،

– سامي السويلم، "**صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي**"، مركز البحوث شركة الراجعي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، 2004.

– سليم مسلم الحكيم، "**إمكانية الرقابة على نظم المعلومات المحاسبية المؤتمتة للمؤسسات العامة ذات الطابع الاقتصادي من قبل مفتشي الجهاز المركزي للرقابة المالية**"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد الأول، 2010.

– عبد الوهاب بن بريكة وزينب بن التركي، "**اثر تكنولوجيا الإعلام والاتصال في دفع عجلة التنمية**"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009–2010.

– غسان قاسم داود اللامي، "**تحليل مكونات البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات دراسة استطلاعية في بيئة عمل عراقية**"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

– كمال منصوري وعيسى خليفي، "**اندماج اقتصاديات البلدان العربية في اقتصاد المعرفة المقومات والعوائق**"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الرابع، جامعة الشلف.

– مرال توتيليان، "**مؤشرات اقتصاد المعرفة وموقع المرأة من تطورها**"، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، 2006.

– هالة أحمد صبري، "**أساليب القيادة السائدة ومتطلبات التحول نحو اقتصاد المعرفة: دراسة ميدانية لمؤسسات الأعمال الأردنية**"، قسم إدارة الأعمال جامعة الزيتونة الأردنية الخاصة.

– وفاء أحمد محمد، "**الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)**"، مجلة الأستاذ، العدد 301، 2013.

– يحيى زكريا الجمال، "**اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012.

1–4– التقارير

– التقرير العربي الخامس للتنمية الثقافية، "**الاقتصاد العربي القائم على المعرفة**"، مؤسسة الفكر العربي، لبنان، 2012.

– التقرير السنوي للخطة الوطنية للاتصالات وتقنية المعلومات، "**التحول إلى مجتمع المعلومات**"، وزارة الاتصالات وتقنية المعلومات السعودية، 2012.

– التقرير العربي الثالث للتنمية الثقافية، مؤسسة الفكر العربي، لبنان، 2010.

1– 5– الرسائل والمذكرات

– محمد براق، "**بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر**"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999/1998، ص: 188.

– نسرين بن زواي، "**آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال –مع إشارة خاصة لحالة الجزائر–**"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مناجمنت المؤسسة، جامعة أم البواقي، 2007/2006.

2- المراجع باللغة الأجنبية

- Frederci Mishkin, traduction de : Christian Bordes , Pierre-Cyrille Haut cœuret et Dominique Lacoue-Laberthe , **"Monnaie,Banque et Marché Financier",** 8 éme édition, publiée par Pearson Education, France, 2007.

- Giovanni Sommaruga, **"Formal Theories of Information: From Shannon to Semantic Information Theory and General Concepts of Information"**, Springer, Germany, 2009.

- Marina Van Geenhuizen and Peter Nijkamp**,"Creative Knowledge Cities: Myths, Visions and Realities"**, Edward Elgar Publishing, USA, 2012.

- Alan Calder, **"ISO/IEC 38500 : The IT Governance Standard"**, IT Governance Publishing, United Kingdom, 2008.

-Doreen McBarnet**, "Financial Engineering or Legal Engineering? Legal Work, Legal Integrity and the Banking Crisis"**, Working Paper, 2010.

- Franklin Allen & Anthony M. Santomero, **"The theory of financial intermediation"**, Journal of Banking & Finance 21, USA, 1998.

- Gérard Marie Henry, **"Les marchés financiers "**, Armand Colin, Paris,1999.

- Gillet Philippe, **"L'efficience des marchés financiers"**, Economica, Paris, 1999.

- John R. Birge & Vadim Linetsky, **"Financial Engineering"**, Elsevier, UK, 2008.

- Keith Gordon, **"Principles of Data Management: Facilitating Information Sharing"**, BCS, The Chartered Institute, UK, 2007.

- Llewellyn Tang and Al, **"Overbad of Information or Lack of High Value Information: Lessons Learnt from Construction"**, The 9th European Conference on Knowledge Management: Eckm 2008, Academic Conferences Limited, 4-5 september 2008.

- Llewellyn Tang and Al, **" Overload of Information or Lack of High Value Information: Lessons Learnt from construction"**, The 9th European Conference on Knowledge Management: Eckm 2008, Par Academic Conferences and Academic publishing, 2008.

- MICHAEL HAMMER & JAMES CHAMPY, **" Reengineering The Corporation A Manifesto For Business Revolution "**, SUMMARIES.COM, 2000.

- Michel GHERTMAN, "Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction", Revue française de gestion, n° 160, 2006.

-Perry H.beaumont, **"Financial engineering principles"**, John wiley, Canada, 2004.

- Philipe Spieser, **"La bourse"**, Vuibert, Paris, 2003.

- R. H. Coase, **"The Nature of the Firm"**, The London School of Economics and Political Science, Economica, New Series, Vol. 4, No. 16, 1937,United kingdom.

-Salanie Bernard, **"The Economics of Taxation, The MIT Press, Cambridge"**, England, 2003.

- Salma Mourice, **"Les marchés financiers dans le monde "**, Traduit par Youssef Chidyak, Editions Oueidat, Beyrouth- Paris, 1983.

-Elias M. Awad and Hassan M. Ghaziri, **"Knowledge Management"**, First Impression, Dorling Kindersley, India, 2007.

-Flavio Tiago and Al**,"Assessing the Drivers of Virtual KM Impact in European Firm's Performance: An Exploratory Analysis"**, Proceedings of the 5th International Conference on Intellectual Capital, Knowledge Management and Organisational Learning: ICICKM 2008, Academic Conferences Limited, New York, USA,9-10 October 2008.

-Keith Gordon, **"Principles of Data Management: Facilitating Information Sharing, BCS"**, The Chartered Institute, UK, 2007.

3- مراجع الويب

- أحمد أبو الفتوح الناقة، "**آثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية في تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر**"، http://uqu.edu.sa/page/ar/72201

- دريد كامل آل شبيب، "**تأثير عناصر اقتصاد المعرفة على كفاءة الأسواق المالية**"، https://fr.scribd.com/doc/90351244/

- شهاب الدين حمد النعيمي، "**إدارة المعرفة المالية تطور وسائل بناء وإدارة المحفظة المالية**"، جامعة الزيتونة الأردن، 2004، www.kantakji.com/fiqh/files/manage/103.doc

- عبد القادر حسين شاشي، "**اقتصاد المعرفة في البلدان الإسلامية**"، 2008،

http//islamiccenter.kau.edu.sa/arabic/Hewar_Arbeaa/abs/232/A.chachi.pdf

- فاطمة الزهرة غربي وبلعلياء خديجة، "**تكنولوجيا المعلومات وأثرها في تحقيق الميزة التنافسية في ظل اقتصاد المعرفة**"، ratoulrecherche.arabblogs.com/gharbi+bealia.pdf

- عزيزة عبد الرحمن العتيبي، "**اثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على أداء الموارد البشرية دراسة ميدانية على الأكاديمية الدولية الاسترالية**"، الأكاديمية العربية البريطانية للتعليم العالي، 2010، www.abahe.co.uk

- حسين عبد المطلب الاسرج، "**دور رأس المال الفكري في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية**"، https://www.academia.edu/7072837/_

- ناظم جواد وندى إسماعيل، "**تحليل رأس المال الفكري كأداة إستراتيجية**"، جامعة بغداد، www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/ghjec/article/viewfile/1799/1646

- عبد الله شحاتة، "**الأزمة المالية: المفهوم والأسباب**"، www.pidegypt.org/download/forum-papers/15.pdf

- جميلة الجوزي، "**أسباب الأزمة المالية وجذورها**"، www.jinan.edu.lb/conf/money/1/dreldjouzi.pdf

- http://en.wikipedia.org/wiki/dot-com_bubble

- محمد إبراهيم السقا، "**عالم لا يتعلم من أزماته-فقاعة الدوت كوم-**"، http://www.aleqt.com/2010/08/20/article431805.html

- وليد زكريا صيام، "**اثر تحديث الأسواق المالية وإدخال نظام التداول الالكتروني على تنشيط الاستثمارات (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية -المملكة الأردنية الهاشمية-)**"، المؤتمر الدولي العلمي الثاني "سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية إشارة خاصة لحالة الجزائر"، جامعة سكيكدة، islamfin.go-forom.net/t1870-topic

- كابيتال للاستثمارات، "**نشرة توعية بالإضافة إلى بيان إفصاح المخاطر للتداول عبر الانترنت**"، http://www.capitalinv.com/capital-inv-disclaimer.pdf

- حسن صبحي العباس، "**الآفاق والمقومات الرئيسية لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية**"، مجلة بحوث مستقبلية، العدد العاشر، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحدباء الجامعة، 2005، http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=62908

- جريدة الاقتصادية، "**أهمية الوعي والمعرفة الاستثمارية للبنوك وشركات الوساطة المالية**"، http://www.aleqt.com/2006/06/24/article_45400.html

- هيئة السوق المالية السعودية، "**هيئة السوق المالية تطبق معايير الحوكمة على أعمالها وأداء مهامها**"، http://www.cma.org.sa/Ar/MediaCenter/PR/Pages/CMA-governance-.aspx

- بيشان جانغ ونيكولاي شولكوف، "**عملية إدارة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في المنظمات التابعة لمنظومة الأمم المتحدة**"، وحدة التفتيش المشتركة، الأمم المتحدة، جنيف، 2011، www.fao.org/docrep/meeting/027/mf819a.pdf

- مراد علة، "**الاقتصاد المعرفي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الأقطار العربية – دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية نموذجا–**"، conference.qfis.edu.qa/app/media/7148

- عادل حنفي حسين، "**حوكمة تقنية المعلومات كمدخل لحماية امن المعلومات والخصوصية بالمؤسسات الاقتصادية**"، www.shaimaaatalla.com/vb/showthread.php?t=3914

- سوق فلسطين للأوراق المالية، "**دليل المستثمر نصائح وإرشادات في سوق فلسطين للأوراق المالية**"، برنامج التوعية الاستثمارية، 2006، http://en.wikipedia.org/wiki/dot–com_bubble

- أحمد السيد كردي، "**إعادة هندسة العمليات**"، Kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/203407

- Christian BIALÈS, **"l'intermédiation financière"** , www.christian-biales.net

الملاحق

الملحق رقم (1): بيانات الدراسة القياسية

الملحق رقم (2): مخرجات برنامج افيوز (EViews7)

الملخص

استهدفت الدراسة قياس أثر اقتصاد المعرفة على كفاءة سوق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2004-2012، حيث تم الاعتماد على المتغيرات: معدل رسملة السوق، معدل التداول في السوق ومعدل الدوران للأسهم كمؤشرات على كفاءة سوق رأس المال. ومتغيرات: دليل الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي، دليل التعليم، دليل الابتكار ودليل تكنولوجيا المعلومات والاتصالات كمؤشرات على اقتصاد المعرفة.

ولتحقيق هدف الدراسة، تم استخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data).

توصلت الدراسة بالنسبة لكل دول مجلس التعاون الخليجي، إلى الأثر الموجب والمعنوي لمؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي على معدل رسملة السوق، والأثر الموجب والمعنوي لكل من مؤشر الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل التداول، وأخيرا الأثر الموجب والمعنوي لمؤشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على معدل دوران الأسهم. وتم اقتراح أنه يجب على حكومات دول مجلس التعاون الخليجي الاستمرار في زيادة الاستثمار في مؤشرات الحوافز الاقتصادية والنظام المؤسساتي ومؤشرات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لأثرها الموجب على مؤشرات كفاءة سوق رأس المال. كما يجب عليها الاستثمار في مؤشرات التعليم والابتكار إلى المستوى الذي يكون له تأثيرا ملموسا على مؤشرات كفاءة سوق رأس المال.

الكلمات المفتاحية: اقتصاد المعرفة، سوق رأس المال، كفاءة سوق رأس المال، دول مجلس التعاون الخليجي.

Abstract

This study aims to measure the impact of knowledge economy on financial market efficiency in the golf countries, during the period 2004-2012, and I used for this a range of variables as the rate of market capitalization, rate of value traded, and education index, information technology index as a knowledge economy indexes.

And to realize the study goal, I used panel data regression.

This study finds that for all golf countries there is a significant positive effect on the market capitalization ratio, and a significant positive effect of the economic incentive regime index and information technology index on value traded ratio, And finally a significant positive effect of information technology index on turnover ratio.

This study recommended that there is an obligation on golf countries governments to continue investing in economic incentive regime index and information technology index because of its positive effect on financial market efficiency, as it recommended to the governments to stile investing in education and innovation indexes till it reach the needed level in the way that affects financial market efficiency.

Key words: the knowledge economy, financial market, efficiency of financial market, gulf cooperation council.