

قياس دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية:دراسة حالة بورصة تونس خلال الفترة 1991-2002

أ.د. محفوظ جبار

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
جامعة سطيف

أ. عديلة مريم

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،
جامعة قالمة

Abstract

Financial markets play a key role in attracting savings and channel them to finance development and enhance growth. To serve development effectively, a financial market should be managed well so that it meets the financing requirements of the economy. Experience shows that financial markets activities are strongly linked to economic structures and development in different regions of the world. As pillars of every economy, they contribute in stimulating economic activities, enhancing welfare and rising living standards. Moreover, they reflect macroeconomic fundamentals, as our Tinisian case study has proven .

ملخص

تتمثل المهمة الرئيسية لأسواق الأوراق المالية في جذب الأموال المدخرة نحو أوعية الاستثمار الاقتصادي المختلفة خدمة للتنمية الاقتصادية في الدول المعنية. ولكي توصف هذه الأسواق بأنها أسواق تنموية وفاعلة يجب أن تدار وفق منهج علمي وعملي قادر على تحقيق ذلك الهدف، بحيث يتوافق نشاط السوق مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية في تلك الدول ويستجيب للحاجات الفعلية لمجتمعاتها ويتلاءم مع متطلبات التنمية فيها. تاريخيا لعبت تلك الأسواق على مر الزمن دورا مهما في تعزيز البنية الاقتصادية في العديد من الدول، مما أدى إلى زيادة حركة النشاط الاقتصادي والتطور في شتى المجالات، وبالتالي زيادة مستوى معيشة ورفاه المواطنين فيها. كما ظهرت هناك علاقة وطيدة بين تلك الأسواق والمؤشرات الاقتصادية الكلية، كما اتضح ذلك في دراستنا لحالة تونس.

I. مقدمة:

إن لقيام سوق نشطة و قوية للأوراق المالية في دولة ما دورا رئيسيا و فعالا في دعم عملية التنمية الاقتصادية، فهي تشجع على تنمية الادخار و توجيهه إلى الاستثمار المنتج، كما تساعد على تحقيق الكفاءة في أسلوب توزيع الموارد المالية، وتمكين عوامل العرض والطلب من حشد تلك الموارد مع السعي نحو تحقيق توزيع أكثر عدالة للدخل والثروة. فأسواق الأوراق المالية تعد بطبيعتها المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، خاصة وأن تمويل الانطلاقة الصناعية في الدول المتقدمة قد تم من خلال إصدارات الأسهم والسندات من قبل الحكومات وشركات القطاع الخاص.

إن حاجة الدول العربية والنامية إلى حشد المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات وجذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل مساهمات دون زيادة في عبء المديونية

الخارجية تعتبر أهم الدوافع لقيام هذه الدول بالعمل على تطوير أسواق الأوراق المالية. من هنا تبرز أهمية دراسة البورصة كونها تسهل خلق تيار مستمر من التدفقات النقدية المطلوبة باتجاه تلبية الحاجات المالية الملحة لتنفيذ المشاريع التنموية المختلفة وفق أشكال تعتمد في طبيعتها على مستوى تطور هذه الأسواق.

1. إشكالية البحث

تتمثل الإشكالية المدروسة، في مدى تأثير وتأثير السوق المالية في الاقتصاد بصفة عامة، ومدى مساهمتها في دفع عملية التنمية الاقتصادية، وذلك بتأديتها لوظيفتها بشكل صحيح وفعال في الساحة الاقتصادية، مع محاولة قياس أثر وجود سوق مالية ناشئة تنشيط باستمرار للخروج بالاقتصاد من دائرة التخلف، والتركيز على الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية. وعليه هل وجود سوق مالية ضروري في عملية التنمية الاقتصادية، وما مدى تأثير البورصة بالتغيرات التي تحصل على الساحة الاقتصادية، وما مدى تأثيرها في الاقتصاد؟

2. فرضيات البحث

اعتمدت الدراسة على مجموعة من الفرضيات لتغطية مختلف جوانب الموضوع. تتمثل هذه الفرضيات التي سيتم اختبارها في:

- تلعب السوق المالية دورا في تنمية وتطوير الاقتصاد؛
- تساهم سوق للأوراق المالية في تمويل مشاريع التنمية؛
- سوق الأوراق المالية أداة رئيسية للتأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية بما يتلاءم مع أهداف وخطط التنمية الاقتصادية.

3. أهداف البحث

تتمثل أهداف هذه الدراسة، في محاولة قياس أثر البورصة وتأثيرها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية. بمعنى آخر بالاقتصاد الوطني، وبالتالي مساهمتها في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال:

- التعرف على أهمية وجود سوق مالية تعمل على توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات سليمة للاستثمار، وبالتالي تمويل جميع المشاريع التنموية في الاقتصاد الوطني؛
- معرفة العلاقة التي تربط البورصة بالاقتصاد، ومحاولة تحديد المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر وتتأثر بالفعل بأداء البورصة من خلال قياس شدة الارتباط؛
- التعرف على الدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية التونسية في الاقتصاد التونسي، حيث تعمل على توفير التمويل اللازم للشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية، كما يتم من خلالها تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة خدمة لعملية التنمية الاقتصادية.

4. المناهج وأدوات جمع وتحليل البيانات

استعمل المنهج الوصفي التحليلي بشكل كثيف لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع. كما استخدمت الطرق الإحصائية والقياسية الضرورية لتقييم أداء البورصة التونسية وإنجازاتها. ولدراسة العلاقة بين مستوى النشاط في السوق ومستوى أداء الاقتصاد، بغرض الوصول إلى نتائج محددة بشأنها وفق معايير علمية، لجأنا إلى المنهجين الإحصائي والرياضي. ومن أجل دراسة العلاقة المشار إليها اعتمدنا في قياس دور البورصة في الأداء الاقتصادي على نموذج الانحدار البسيط، أي باستخدام الدالة التالية:

$$y = f(BT)$$

ولقياس أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء البورصة سوف نعتمد على نموذج

$$BT = f(y)$$

الانحدار البسيط باستخدام الدالة العكسية التالية:

حيث: y : تمثل المتغيرات الاقتصادية الكلية؛

BT : تمثل مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية BVMT.

5. الدراسات السابقة

إن موضوع دور البورصة في التنمية الاقتصادية كان ولا يزال محل اهتمام العديد من المختصين غير أنه لا يزال البحث فيه في بدايته في الدول العربية، ومن البحوث والدراسات التي تناولت جانباً أو آخر من جوانب هذا الموضوع نذكر ما يلي:

* **دراسة (Soloman):** قام الباحث سنة 1952 بتحليل العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات النمو الاقتصادي، مركزاً على العلاقة بين تطور الناتج الوطني الإجمالي والتغيرات المسجلة في مؤشر (Standard and poor's) الخاص آنذاك بـ 425 شركة صناعية، وقد توصل في هذا الشأن إلى أن هناك علاقة وطيدة بين تطور الناتج الوطني الإجمالي وبين تطور أسعار الأسهم.

* **دراسة (Weston):** قام هذا الباحث سنة 1956 بدراسة الكثير من العلاقات بين الظواهر الاقتصادية والمالية ليصل إلى نفس النتيجة التي توصل إليها (Soloman). إذ وجد أن هناك علاقات وطيدة بين كل من:

* الدخل الوطني الإجمالي وبين المبيعات الإجمالية، و

* أرباح الشركات والتوزيعات، و

* الأرباح الموزعة وأسعار الأوراق المالية.

كنتيجة لما سبق، وجد (Weston) أن هناك علاقة وطيدة بين الدخل الوطني الإجمالي وبين أسعار الأوراق المالية، كما قام بالتكهن بأسعار الأوراق المالية وكذا بمستوى مؤشر (Standard and poor's). وقد أصاب في بعضها، خاصة فيما يتعلق بتوقعاته لمستوى المؤشر سنة 1970.

* **دراسة (صادق اللواتي):** تناول هذا الباحث سنة 1996 جانباً آخر من موضوع البورصة والتنمية الاقتصادية، في دراسة عنوانها "سوق مسقط للأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد العماني". حيث توصل إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود علاقة وطيدة بين رأس المال المكتتب في السوق والناتج المحلي الإجمالي.

II. السوق المالية والتنمية الاقتصادية

تتجلى علاقة التأثير والتأثر التي تربط السوق المالية بالتنمية الاقتصادية، في مجموعة من المعايير والوسائل التي يضطر جميع المهتمين من مستثمرين ومختصين لقياسها من أجل الوصول إلى اتخاذ القرار المناسب، وتحسس وضعية الاقتصاد الوطني والتنبؤ بها. وباعتبار السوق المالية المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة، ومن أجل الوقوف على درجة الارتباط بين السوق المالية كمصدر للتمويل، والاقتصاد الوطني ومساهمتها في المضي قدماً بالتنمية الاقتصادية فسيتم التطرق فيما يلي إلى مؤشرات البورصة التي تعد أهم مقياس يعكس وضعيتها، وإلى أهم معايير قياس التنمية الاقتصادية. نحاول بعد ذلك استعراض إسهامات الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية وتبيان مختلف المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في البورصة.

1. مؤشرات البورصة

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما. وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المستهدف قياسها[1]، ص. 324-351].

إن لمؤشرات البورصة، فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو للتنبؤ بما سيكون عليه مستقبلا، استخدامات عديدة تهم المستثمرين وطالبي رؤوس الأموال وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية. في طليعة تلك الاستخدامات التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق وإعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة المحافظ في المؤسسات الاستثمارية المتخصصة. كما يمكن استخدام المؤشرات لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنظمة لمحفظة الأوراق المالية[2]، ص. 46-48].

إذا كان نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت السوق المالية بقدر مقبول من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة زمنية[3].

2. معايير قياس التنمية

تطرح فكرة التنمية ذاتها ضرورة القياس سواء لصياغة السياسات والخطط وتحديد الأهداف أو لتقييم النتائج[4]، ص. 7-33]. ونظرا للتحويلات الواسعة في مفهوم التنمية، فإن المؤشرات عرفت بدورها تطورات هامة على محاور عدة بدءا من مقاييس النمو الاقتصادي إلى المؤشرات الاجتماعية، ووصولاً إلى مؤشر التنمية البشرية (Human Development Index)، الذي يتجاهل الناتج الوطني الإجمالي وسواه من المؤشرات التقليدية للتنمية ويأخذ في الحسبان الصحة، التربية والتعليم. ومن أهم معايير أو مؤشرات التنمية الاقتصادية ما يلي:

أ- الناتج الداخلي الخام (Produit Intérieur Brut): يمثل الناتج الداخلي الخام قيمة مجموع السلع والخدمات المنتجة داخل الحدود الوطنية (داخل حدود الدولة)، بصرف النظر عن جنسية المنتج. أي أن الناتج الداخلي الخام هو رقم الأعمال لدولة ما [5، ص. 10-11].

ب- إجمالي الناتج الوطني (Produit National Brut): هو عبارة عن قيمة جميع السلع والخدمات المنتجة والمعرضة في السوق خلال فترة زمنية معينة. إذ يتضمن مشتريات المستهلكين من المواد الغذائية، الملابس، الوقود، السيارات الجديدة، وكذلك الخدمات الأخرى. كما يتضمن مشتريات المؤسسات الاقتصادية، ومشتريات الأفراد والمؤسسات من المباني السكنية وغير السكنية كالمحلات التجارية والمعامل والمكاتب والمخازن، بالإضافة إلى قيمة فائض الصادرات على قيمة الاستيراد [6، ص. 13-17].

ج- معدل النمو: يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة ومستقرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي [7، ص. 378-381].

د- معدل التضخم: التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، أو التدهور المستمر في القوة الشرائية لوحدة النقود. وهو عملية تنشأ أسبابها الأولية بفعل العوامل النقدية أو الحقيقية أو الهيكلية. وهناك العديد من الطرق المستعملة لقياس وتقدير معدلات التضخم، ومن أهمها الطريقة المتبعة من قبل صندوق النقد الدولي والتي تعتمد على معيار فائض العرض النقدي [8، ص. 241].

هـ- تطور الإنتاج الصناعي: تعد نسبة مساهمة الإنتاج الصناعي في قيمة الناتج الوطني أحد معايير قياس التنمية الاقتصادية، نظرا لاقتران هذه الأخيرة بالتصنيع، خاصة وأن البعض قد أشار إلى أن عملية التصنيع والتنمية مرتبطان ولا ينفصل أحدهما عن الآخر. إذ كلما زاد نصيب الإنتاج الصناعي من قيمة الناتج الوطني الإجمالي كلما كان ذلك مؤشرا جيدا على تقدم وتطور البلد [9، ص. 421].

و- مؤشر التنمية البشرية (HDI): إن النظر إلى التنمية من منظور التنمية البشرية يعني أساسا توسيع الخيارات الإنسانية. وتتطوي هذه العملية على تكوين وتعزيز قدرات الإنسان من خلال تنمية الموارد البشرية من حيث الصحة والتغذية الجيدتين والتعليم بما يضمن اكتساب المهارات. وترتبط التنمية الإنسانية ارتباطا عضويا بحرية الإنسان، الصحة والتعليم فقلة المعرفة أو جمودها يعني الركود وتضاؤل فرص التنمية، وقد أصبحت فجوة المعرفة، وليس فجوة الدخل هي المحور الرئيسي لقدرات الدول في عالمنا المعاصر [10، 11].

3. علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية، حيث تنقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، ومن ثم تسهم السوق المالية في التنمية الاقتصادية من خلال [12، ص. 120-131]:

—زيادة الادخار، حيث تشجع الوحدات ذات الفائض على تقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

- خلق السيولة، فهي تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية وبيعها بسرعة ويسر متى أرادوا ذلك.
- تخصيص الموارد، فالبورصة التي تمارس وظيفتها على نحو جيد لا بد وأن تقوم بحشد وتعبئة الموارد وتخصيصها بصورة أفضل من حيث القدرة على زيادة الاستثمار وارتفاع معدلات النمو والأرباح.
- علاج المديونية الخارجية، حيث تقوم أسواق الأوراق المالية الناشئة بجذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تلافي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية.
- استعادة رأس المال الهارب، فوجود أسواق مالية ناشئة يقلل من فرصة هروب الأموال للخارج وخاصة تلك التي تخرج نظرا لعدم وجود أسواق مالية محلية واسعة تعطي بدائل استثمارية متعددة، كما تساهم في تقليل فرصة هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج.
- تلطيف التقلبات الاقتصادية، ويرجع ذلك إلى أن المستثمر يحجم عن البيع في أوقات الانخفاض أو الشراء أثناء الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم، الشيء الذي يجنبه الخسائر الرأسمالية، كل ذلك يؤدي إلى آلية داخلية تلطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية.

III. دراسة حالة بورصة تونس

- تأكيدا للعديد من النظريات ورغبة في الإطلاع على الدور الذي يمكن أن تلعبه البورصة في عملية التنمية الاقتصادية لبلاد ذات اقتصاد نام، ركزنا الاهتمام على دراسة بورصة تونس، لعدة اعتبارات نذكر منها [13، ص. 74-110]:
- ✓ كون أن هدف البحث، والمتمثل في إبراز الدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه البورصة في عملية التنمية الاقتصادية، يتوافق مع التجربة التونسية في هذا المجال؛
- ✓ توفر الإحصائيات والمعلومات والمعطيات الرقمية الخاصة بالبورصة وبالاقتصاد التونسيين، الشيء الذي ساعدنا كثيرا في بناء وتقدير النموذج الإحصائي لمحاولة قياس ذلك الدور الذي تؤديه البورصة في الاقتصاد الوطني؛
- ✓ توفر بعض المؤشرات العامة التي توحى بنجاح عملية التنمية الاقتصادية في الجمهورية التونسية وذلك بشهادة الكثير من المختصين في المجال الاقتصادي وعلى المستوى العالمي.

1- مبررات اختيار فترة الدراسة: طالما أن هذه الدراسة قد انصبت أساسا على محاولة قياس دور البورصة في التنمية الاقتصادية، انطلاقا من الربط بين مؤشرات البورصة والمؤشرات الاقتصادية العامة، فإنه من المنطقي أن تكون فترة الدراسة هي فترة طويلة نسبيا تمتد لأكثر من 10 سنوات حتى نتمكن من الحكم على النتائج التنموية المحققة، كما أنها هي الفترة الأقرب (الأخيرة) التي تمكنا من الحصول فيها على معظم المعلومات اللازمة، إضافة إلى أن مؤشر بورصة تونس، وهو من المتغيرات الرئيسية في الدراسة، أنشئ لأول مرة سنة 1990. لذلك فقد تم تحديد فترة الدراسة من 1991

إلى 2002 وهي فترة تغطي تقريبا أربعة مخططات تنموية في الجمهورية التونسية (من نهاية المخطط السابع إلى بداية المخطط العاشر).

2- متغيرات الدراسة: يمكن حصر متغيرات الدراسة في مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية (BT) والمتغيرات الاقتصادية التي تمكنا من جمعها، والتي نعتقد أنها عوامل مؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية التونسية. وتتمثل المتغيرات المدروسة أساسا في:

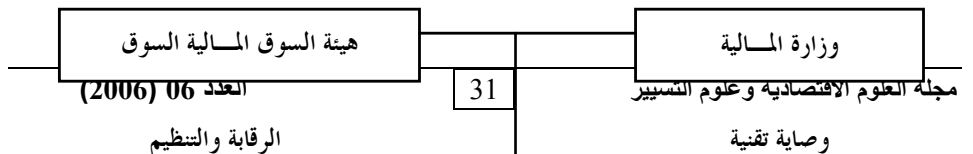
جدول رقم 1: متغيرات الدراسة.

الرمز	المتغيرات الاقتصادية
BT	مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية
PI	الناتج الداخلي الخام
CH	سعر الصرف
TE	معدل الادخار
TI	معدل التضخم
IN	معدل الاستثمار
PR	الإنتاج الصناعي
RT	إيرادات السياحة بالعملة الصعبة
DE	المديونية الخارجية

3- بورصة تونس

أدى تطور النظام المالي إلى تحول عميق في طريقة التمويل في الجمهورية التونسية، كما هو الحال في كثير من دول العالم. وإذا كان اللجوء إلى مؤسسات الإقراض، منذ عشر سنوات، كان يمثل مصدر التمويل الأساسي والوحيد تقريبا للشركات غير المالية، فإن الحال قد تغير اليوم حيث أصبح نصيب السوق المالية في تكوين إجمالي رأس المال الثابت يقدر بأكثر من 25% [14، ص. 51]. فالأهمية التي انفرد بها التمويل الخارجي من السوق المالية، في السنوات الأخيرة، تظهر أن المؤسسة التونسية قد بدأت تسيطر على ميكانيزمات البورصة التي تحكم وتسير الأسواق. إن عصرنة السوق المالية التونسية، قد أصبحت ضرورية للاستجابة لجميع متطلبات التنمية الاقتصادية في الدولة وكذلك لمتطلبات انفتاح تونس على الخارج، مما أدى إلى ضرورة وضع هيكل جديد للسوق يتوافق مع المعايير الدولية [15]. استوجبت هذه العصرنة إعادة تنظيم شاملة أدت إلى الفصل بين مهام المراقبة والتسيير على الشكل التالي:

شكل رقم 1: الهيكل التنظيمي لبورصة تونس.



Source: Abderraouf Boudabous, Les indices Boursiers en Tunis, BVMT, 2003, P. 57.

وحرصا على ضمان الشفافية في السوق المالية، تبنت بورصة تونس ابتداء من أكتوبر 1996 تكنولوجيا متقدمة في التداول والتعامل وفقا للمعايير الدولية، حيث أدخلت نظاما جديدا للتسعير الإلكتروني مطورا من قبل "ATOS-Euronext" الذي يعتبر الجناح التكنولوجي لشركة "EURONEXT"، التي تضم كل من بورصة باريس، بروكسل وأمستردام. إذ سهل هذا النظام الإلكتروني، والذي يطلق عليه اسم (Supercac-UNIX)، كثيرا عملية التداول من خلال نظام جديد للتسعير يستعمل أجهزة الكمبيوتر.

والجدير بالذكر أن هذه التكنولوجيا تستعمل حاليا في عشرين بورصة متطورة وناشئة مثل: شيكاغو، باريس، بروكسل، استعملت هذه التكنولوجيا وتحسن أداؤها نتيجة لذلك، كما ساهم نجاحها في تسريع تبني هذا النظام في كل من بورصة الدار البيضاء وبورصة عمان.

4- تحليل النتائج

اعتمدت الدراسة على المعلومات والبيانات المتحصل عليها ميدانيا بعد زيارة كل من بورصة الأوراق المالية التونسية، هيئة السوق المالية في تونس، البنك المركزي التونسي وكذلك العديد من التقارير التي استخرجت من مواقع الانترنت لكل من البورصة، هيئة السوق المالية، المعهد التونسي للإحصاء وتقرير كل من المخطط

الخامسي التاسع والعاشر للتنمية الاقتصادية والاجتماعية الصادر عن وزارة التنمية التونسية.

ولقياس وتحليل أثر البورصة على التنمية الاقتصادية في تونس، اعتمدنا على العديد من الأدوات نذكر منها:

- نموذج الانحدار الخطي.
- معامل الارتباط ومعامل التحديد.
- الجداول الإحصائية لتوزيع "Student" وتوزيع "Fisher".
- الجداول والرسوم البيانية.
- أ- النموذج: يأخذ النموذج الخطي للانحدار الشكل التالي:

$$y_t = \beta_0 + \beta_i x_t + \mu_t$$

حيث: y_t : هو المتغير التابع أو المتغير الداخلي في النموذج في السنة t ؛

x : هو المتغير المستقل أو المتغير الخارجي في النموذج؛

β_0 : هو المعامل الثابت؛

β_i : هو معامل الاتجاه العام؛

μ_t : هو عنصر الخطأ العشوائي أو عنصر التشويش في النموذج، وهو يتبع

التوزيع الطبيعي.

بعد تقدير نموذج الانحدار يتم تحليله باستخدام كل من معامل الارتباط R ومعامل التحديد R^2 وكذا اختبار دلالة الانحدار (F.Test) والذي يهدف إلى قياس تأثير المتغير x على المتغير y ومقارنة ذلك التأثير بالتأثير الذي يحدثه المتغير μ على نفس المتغير y .

كما نقوم باختبار دلالة المعامل β_i (T.student)، الذي يهدف إلى معرفة مدى استجابة التغير في المتغير التابع للتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل.

ومن أجل هذين الاختبارين نضع فرضيتين هما:

⊕ فرضية العدم (H_0) التي تنص على انعدام العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير

التابع.

⊕ الفرضية البديلة (H_1) وتنص على وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير

التابع.

وباستخدام توزيع (t) وتوزيع (F) تتم مقارنة قيم (t^*) و (F^*) المحسوبة بقيم (

) و (F) الجدولية لقبول إحدى الفرضيتين السابقتين.

ب. البيانات: يمثل الجدول التالي البيانات المستخدمة لبناء وتقدير نموذج الانحدار وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 1991-2002 أي خلال 12 سنة، كما سبقت الإشارة إلى ذلك.

جدول رقم 2: البيانات المستخدمة لتقدير نموذج الانحدار.

المتغير ت	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
BT	171.0	199.0	251.0	507.0	635.0	571.0	456.0	465.0	810.0	1424.91	996.09	782.93
TC	0.039	0.078	0.022	0.033	0.024	0.069	0.051	0.059	0.065	0.067	0.069	0.034
PI	12028.0	13705.9	14662.9	15813.8	17051.8	19066.2	20898.2	22560.8	24671.6	26650.8	28793.1	30077.1
RD	12080.5	13617.3	14435.7	15621.4	16944.3	18862.0	20755.4	22547.3	24694.8	26496.0	28869.6	30280.0
RH	1395.4	1554.1	1608.5	1692.7	1814.8	1986.6	2159.1	2316.1	2501.4	2655.4	2840.8	2948.7
TM	0.0358	0.0594	0.0669	0.0421	0.0261	0.0498	0.0327	0.0378	0.0329	0.0297	0.0397	0.0323
CH	0.9246	0.8844	1.0037	0.9912	0.9508	1.003	1.1475	1.0909	1.2513	1.3855	1.4683	1.3341
TE	0.22	0.223	0.211	0.213	0.209	0.223	0.231	0.239	0.247	0.26	0.269	0.219
TI	0.082	0.058	0.04	0.046	0.062	0.037	0.036	0.031	0.027	0.029	0.02	0.027
IN	0.231	0.272	0.281	0.271	0.242	0.241	0.246	0.249	0.254	0.263	0.275	0.252
PR	107.6	111.8	112.1	117.1	121.4	124.7	130.1	139.1	146.5	155.7	165.0	164.9
TO	125.0	253.7	326.5	397.8	449.1	417.0	353.3	307.0	323.0	320.0	330.9	353.3
RT	232.0	945.0	1113.7	1317.0	1322.9	1411.0	1565.3	1712.8	1950.0	295.1	2340.6	2021.0
DE	6400	6800	7794	8462	9085	9620	10820	10857	12759	13691	15010	16070

ج. الحالة الأولى: تتمثل الحالة الأولى في اختبار مدى تأثير البورصة في الاقتصاد التونسي، حيث نستعمل في ذلك النموذج العام التالي: $y = f(BT)$ حيث يمثل y مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي التونسي، كمتغير تابع ومؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية (BT) كمتغير مفسر، وذلك لقياس أثر البورصة على كل مؤشر من تلك المؤشرات.

1. أثر البورصة على الناتج الداخلي الخام:

$$PI = 12283.97 + 13.56BT$$

(4.26)

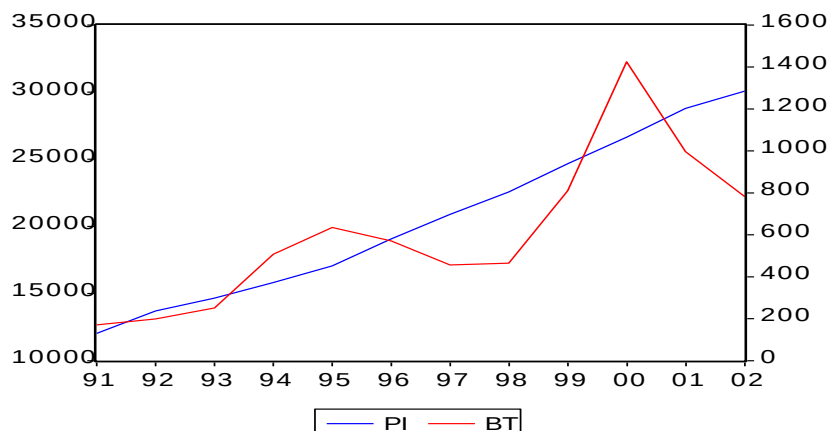
$$R^2 = 0.6449 \quad n = 12$$

⊕ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 64.5% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 64.5% من التغيرات التي تحصل في الناتج الداخلي الخام. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 61% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

⊕ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين البورصة وبين الناتج الداخلي الخام حيث تبين أن $F = 4.96 < F^* = 18.15$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير البورصة على الناتج الداخلي الخام أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

⊕ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_1 عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن $t = 2.228 < t^* = 4.26$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن البورصة على علاقة معنوية بالناتج الداخلي الخام، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (PI).

مما تقدم اتضح وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في الناتج الداخلي الخام. والشكل الموالي يظهر علاقة الارتباط الموجودة بين الناتج الداخلي الخام وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على الناتج الداخلي الخام.



2. أثر البورصة على سعر الصرف

$$CH = 0.84 + 0.00046BT$$

(4.86)

$$R^2 = 0.7029 \quad n = 12$$

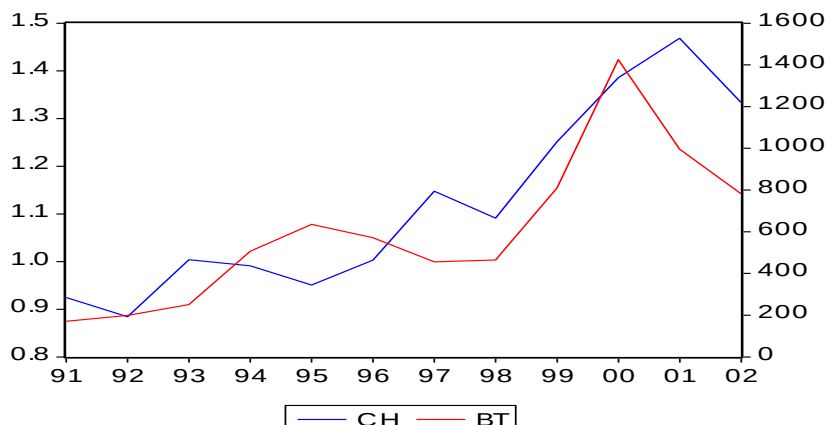
⊕ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 70.29% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 70.29% من التغيرات التي تحصل في سعر الصرف. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 67.32% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

⊕ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين سعر الصرف حيث أن $F^* = 23.62 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير البورصة على سعر الصرف أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

⊕ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_i عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 4.86 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بسعر الصرف، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (CH).

مما تقدم تبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في سعر الصرف. والشكل الموالي يظهر العلاقة التي تربط سعر الصرف بأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على سعر الصرف.

الشكل رقم 3: أثر البورصة على سعر الصرف.



3. أثر البورصة على الادخار

$$TE = 0.207 + 3.85BT$$

(3.2)

$$R^2 = 0.506 \quad n = 12$$

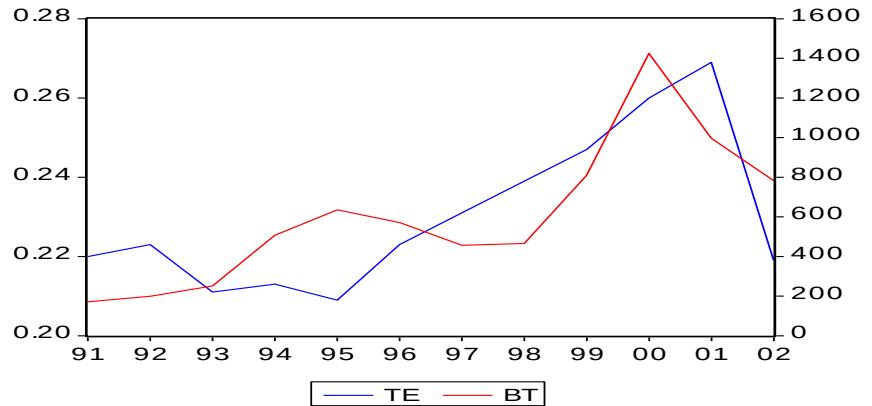
✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 50.6% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 50.6% من التغيرات التي تحصل في معدل الادخار. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 45.66% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية ومتوسطة بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين البورصة وبين معدل الادخار حيث: $F = 4.96 < F^* = 10.24$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير البورصة على معدل الادخار أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_i عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 3.2$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن البورصة على علاقة معنوية بالادخار، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (TE).

مما تقدم اتضح وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في الادخار. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين الادخار وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على الادخار.

الشكل رقم 4: أثر البورصة على الادخار.



4. أثر البورصة على مستوى التضخم

$$TI = 0.06 - 3.17 BT \quad (2.6)$$

$$R^2 = 0.4042 \quad n = 12$$

⊕ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 40.42% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 40.42% من التغيرات التي تحصل في معدل التضخم. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 34.46% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وضعيفة نسبياً بين هذين المتغيرين.

⊕ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين معدل التضخم حيث أن $F = 4.96 < F^* = 6.76$. وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير البورصة على معدل التضخم أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

⊕ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_1 عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t = 2.228 < t^* = 2.6$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بمعدل التضخم، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (TI).

مما تقدم تبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في مستوى التضخم في تونس.

5. أثر البورصة على الاستثمار الكلي

$$IN = 0.2527 + 6.04BT$$

$$(0.44)$$

$$R^2 = 0.0191 \quad n = 12$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد R^2 حوالي 1.91%، وهذا يعني أن المتغير المستقل وهو مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 1.91% فقط من تباين المتغير التابع وهو معدل الاستثمار الكلي. كما أن معامل الارتباط R الذي بلغ قيمة منخفضة تساوي 7.9% يدل على وجود علاقة ارتباط عكسية وضعيفة بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لنموذج الانحدار عدم ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين معدل الاستثمار الكلي، فعند مستوى ثقة 95% نجد أن: $F^* = 0.19 < F = 4.96$.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_i عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 0.44 < t = 2.228$. وهذا يعني قبول فرضية العدم (H_0) بمستوى ثقة 95%، أي أن البورصة ليس لها أي علاقة معنوية بمعدل الاستثمار الكلي.

مما تقدم اتضح عدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة لا يؤثر في الاستثمار الكلي.

6. أثر البورصة على الإنتاج الصناعي

$$PR = 104.35 + 0.047BT$$

$$(4.51)$$

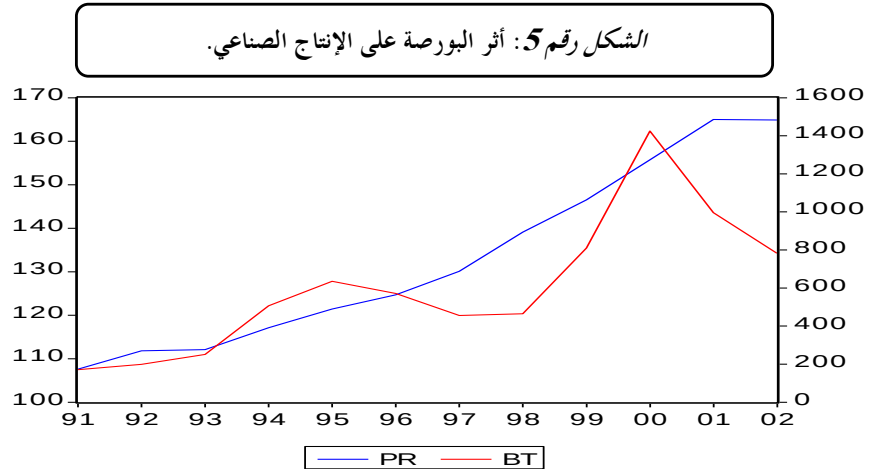
$$R^2 = 0.6706 \quad n = 12$$

✦ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 67% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 67% من التغيرات التي تحصل في الإنتاج الصناعي. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 63.67% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذين المتغيرين.

✦ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين البورصة وبين الإنتاج الصناعي حيث أن $F^* = 20.34 > F = 4.96$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير البورصة على الإنتاج الصناعي أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

✦ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_i عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن: $t^* = 4.51 > t = 2.228$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بالإنتاج الصناعي، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (PR).

مما تقدم تبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في الإنتاج الصناعي. والشكل الموالي يظهر العلاقة الإيجابية الموجودة بين الإنتاج الصناعي وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على الإنتاج الصناعي.



7. أثر البورصة على القطاع السياحي

$$RT = 808.97 + 1.199BT$$

(5.09)

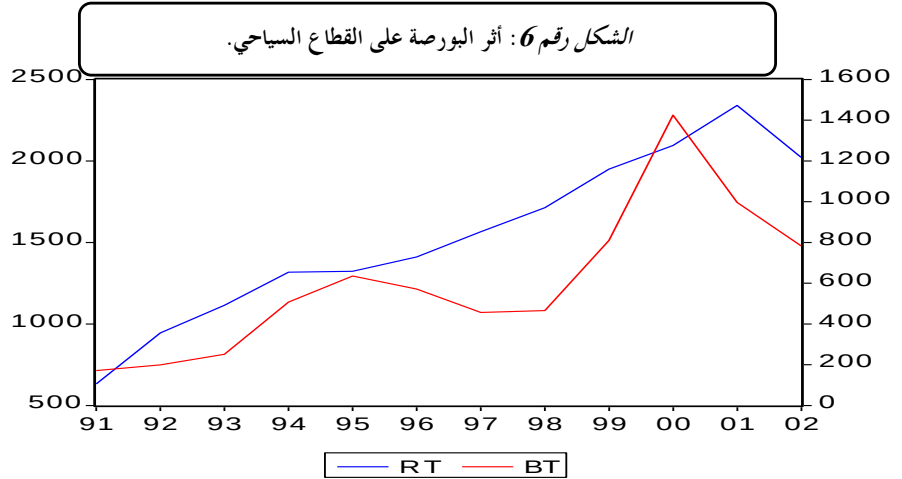
$$R^2 = 0.7216 \quad n = 12$$

⊕ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 72.16% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 72.16% من التغيرات التي تحصل في الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 69.38% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

⊕ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة حيث: $F = 4.96 < F^* = 25.91$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

⊕ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_1 عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن $t = 2.228 < t^* = 5.09$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بالإيرادات السياحية بالعملة الصعبة، وأن المتغير المستقل (BT) له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (RT).

مما تقدم اتضح وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في هذا الأخير على الإيرادات السياحية.



8. أثر البورصة على المديونية الخارجية

$$DE = 6311.7 + 7.107 BT \quad (4.28)$$

$$R^2 = 0.6475 \quad n = 12$$

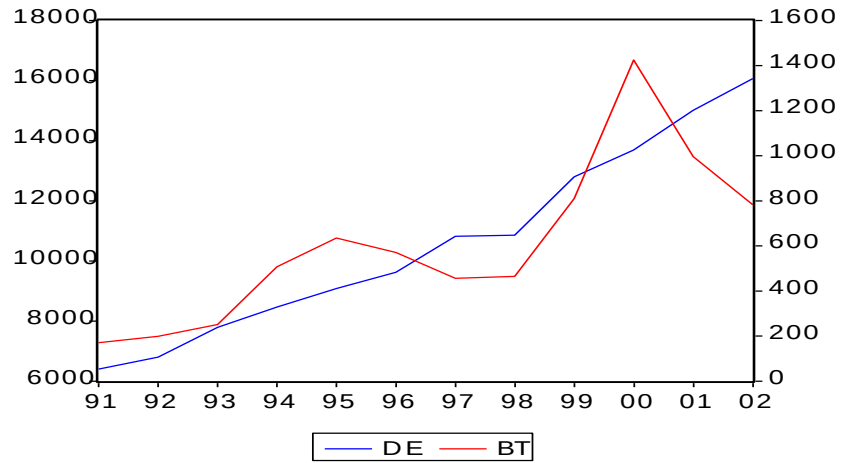
⊕ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 64.75% وهذا يعني أن مؤشر البورصة يفسر ويتحكم في 64.75% من التغيرات التي تحصل في المديونية الخارجية. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 61.22% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبيا بين هذين المتغيرين.

⊕ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين مؤشر البورصة وبين المديونية الخارجية حيث: $F = 4.96 < F^* = 18.32$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير مؤشر البورصة على المديونية الخارجية أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

⊕ كما أظهر اختبار دلالة المعامل β_i عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ أن $t = 2.228 < t^* = 4.28$ ، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، أي أن مؤشر البورصة على علاقة معنوية بالمديونية الخارجية، وأن المتغير المستقل (BT له دلالة في تحديد وتفسير المتغير التابع (DE).

مما تقدم تبين وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن نشاط البورصة يؤثر في المديونية الخارجية. والشكل الموالي يظهر العلاقة الموجودة بين المديونية الخارجية وأداء البورصة التونسية والأثر الذي يحدثه التغير في نشاطها على المديونية الخارجية.

الشكل رقم 7: أثر البورصة على المديونية الخارجية.



د. الحالة الثانية: وفيها ندرس أثر الاقتصاد التونسي على البورصة باستعمال النموذج $BT = f(y)$.

وهي الحالة العكسية للحالة الأولى، حيث يصبح BT مؤشر بورصة الأوراق المالية التونسية بمثابة المتغير التابع وتغيرات المؤشرات الاقتصادية الكلية y بمثابة المتغيرات المفسرة، وذلك لمعرفة أثر هذه الأخيرة على أداء البورصة التونسية.

1. أثر الناتج الداخلي الخام وعوائد القطاع السياحي على أداء البورصة:

$$BT = -276.79 - 0.015 PI + 0.77 RT$$

$$R^2 = 0.7259 \quad n = 12$$

بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 72.59% وهذا يعني أن الناتج الداخلي الخام وعوائد القطاع السياحي يفسران ويتحكمان في 72.59% من التغيرات التي تحصل في

البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 66.51% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذه المتغيرات.

✚ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين الناتج الداخلي الخام وعوائد القطاع السياحي وبين مؤشر البورصة حيث أن $F = 4.96 < F^* = 11.92$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير الناتج الداخلي الخام وعوائد القطاع السياحي على البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

مما تقدم اتضح وجود دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن الناتج الداخلي الخام والقطاع السياحي يؤثران في أداء البورصة.

2. أثر سعر الصرف والادخار والإنتاج الصناعي على أداء البورصة

$$BT = -1599.55 + 846.24CH + 2732.42TE + 4.72PR$$

$$R^2 = 0.7143 \quad n = 12$$

✚ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 71.43% وهذا يعني أن سعر الصرف، الادخار والإنتاج الصناعي يفسرون ويتحكمون في 71.43% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 60.72% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية نسبياً بين هذه المتغيرات.

✚ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملائمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين سعر الصرف، الادخار، الإنتاج الصناعي وبين البورصة حيث أن $F = 4.96 < F^* = 6.67$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 95%، وبالتالي فإن تأثير سعر الصرف، الادخار، الإنتاج الصناعي على البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

مما تقدم تبين وجود دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة في النموذج عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن سعر الصرف، الادخار، الإنتاج الصناعي من العوامل التي تؤثر في أداء البورصة.

3. أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء البورصة

سوف نحاول فيما يلي قياس أثر الاقتصاد على أداء البورصة، وذلك بجعل عشر متغيرات اقتصادية كلية (الناتج الداخلي الخام، إجمالي الدخل الوطني المتاح، نصيب الفرد من الناتج الوطني الخام، معدل الادخار، معدل التضخم، الإنتاج الصناعي، الإيرادات السياحية بالعملة الصعبة، سعر الصرف، المديونية الخارجية وأسعار الفائدة الحقيقية) هي المتغيرات المستقلة ومؤشر البورصة هو المتغير التابع.

$$BT = -7907.44 + 2.35PI - 3.09RD + 2.33RH + 14013.45TE + 18403.42TI + \\ + 117.42PR - 1.39RT - 3356.57CH + 0.65DE + 16410.73TM$$

$$R^2 = 0.9859 \quad n = 12$$

⊕ بلغت قيمة معامل التحديد حوالي 98.59% وهذا يعني أن المتغيرات الاقتصادية المستعملة تفسر وتتحكم في 98.59% من التغيرات التي تحصل في مؤشر البورصة. كما أن معامل الارتباط الذي بلغ حوالي 84.5% يدل على وجود علاقة ارتباط طردية وقوية بين تلك المتغيرات الاقتصادية ومؤشر البورصة.

⊕ أظهر الاختبار العام لدلالة نموذج الانحدار، ملاءمة النموذج المستخدم لتمثيل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وبين مؤشر البورصة حيث أن $F^* = 6.998 > F = 6.056$ ، وهذا يعني أننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) بمستوى ثقة 99%، وبالتالي فإن تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشر البورصة أكبر من تأثير عنصر التشويش μ في النموذج.

مما تقدم تبين وجود دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة في النموذج عند مستوى معنوية 1%، مما يعني أن التغيرات التي تحصل في الاقتصاد ككل تؤثر في أداء البورصة.

الخاتمة

انطلاقاً من هذا البحث يمكن القول أن السوق المالية تتمتع بأهمية بالغة في عملية التنمية، حيث لاحظنا أن السوق تلعب دوراً فعالاً وأساسياً في تمويل وتنشيط آلية التنمية الاقتصادية، خاصة إذا ما توفر المحيط الملئ الذي يجعل السوق تقوم بدورها على أكمل وجه. ويمكن للدولة التي استطاعت إقامة سوق للأوراق المالية على أسس متينة وعملت على ترسيخ فكرة الاستثمار والتمويل عبر هذه القناة في ذهن عامة الناس، الاعتماد على مواردها الخاصة المتوفرة وضمان الحصول على جزء هام من احتياجاتها المالية اللازمة دون اللجوء إلى الاستدانة في العديد من الحالات. ويمكن الجزم أن أداء البورصة يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الكلية بنفس الدرجة تقريباً التي يؤثر بها في تلك المتغيرات، أي هناك تأثير متبادل بين كل من البورصة وتلك المتغيرات. فقد توصل البحث إلى الآتي:

- وجود علاقة إيجابية وقوية بين مؤشر البورصة والناتج الداخلي الخام. فتغيرات هذا الأخير تفسر وتتحكم في 64.5% من تغير المؤشر في البورصة، كما أن أداء البورصة يتأثر بالتغيرات التي تحدث في الناتج الداخلي الخام بنفس المقدار تقريباً.

- قلة توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات الاستثمار المتوفرة من خلال بورصة الأوراق المالية التونسية، أي قلة الاستثمار في المحفظة، إذ تبين ضعف العلاقة بين معدل الاستثمار الكلي ومؤشر البورصة حيث سجلت علاقة عكسية وضعيفة قدرت بـ: -7.9%.

- وجود علاقة ارتباط ضعيفة أيضا بين معدل التضخم ومؤشر البورصة، على عكس ما تشير إليه النظرية الاقتصادية التي تعتبر أن رشادة المستثمر تجعله يأخذ معدل التضخم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية للعوائد المستقبلية. وهذا ما يدل على نقص وعي المستثمرين التونسيين بالارتفاع الحاصل في المستوى العام للأسعار وتأثير ذلك على أداء ونشاط السوق.
- سعر الصرف على علاقة قوية نسبيا مع مؤشر البورصة فهو يفسر 70.29% من التغيرات التي تحدث في البورصة، وهو ما يساعد على تنمية الاقتصاد ونشاط البورصة في نفس الوقت، خاصة وأن لسعر الصرف تأثير مباشر على أداء السوق من خلال تأثيره على حجم كل من الصادرات والواردات. بالإضافة إلى تأثيره على معدل الاستهلاك والاستثمار نظرا للأثر الذي يحدث على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية. هذا طبعا إلى جانب تأثيره على تعاملات الأجانب، فكلما انخفضت تقلبات أسعار الصرف كأحد المخاطر المعروفة للاستثمار في المحافظ المالية كان هذا أحد العوامل الأساسية لاطمئنان المستثمر الأجنبي.
- وجود علاقة ارتباط طردية بلغت 63.76% بين الإنتاج الصناعي ومؤشر البورصة، كما أن الإنتاج الصناعي يفسر ويتحكم في 67% من التغيرات الحاصلة في المؤشر والعكس صحيح، أي أن مؤشر البورصة هو أيضا يفسر 67% من التغيرات التي تحدث في نمو الإنتاج الصناعي. هذا يعني أن البورصة تؤثر وتتأثر كثيرا بنمو الإنتاج الصناعي (الشركات الصناعية) إذ أن نشاطها مرتبط بذلك ويتوقف على مستوى التطور والنمو الحاصل في الإنتاج الصناعي، هذا الأخير الذي يعتبر أحد أهم المعايير الأساسية الدالة على عملية التنمية الاقتصادية.

الهوامش والمراجع:

- [1] جبار، محفوظ، البورصة التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية، رسالة دكتوراه، سطيف، 1996/1997.
- [2] جبار، محفوظ، مؤشرات البورصة: كيفية بناء المؤشرات وتسييرها، مجلة رأس المال، العدد 10، يوليو/يناير 1999.
- [3] خضر، حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، مارس 2004، من الموقع: www.arab-api.org.
- [4] صخري، عمر، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2000.
- [5] Regard, Jean, Les crises de la croissance, Epargne et Finance, n° 15, Septembre 2003.
- [6] الموسوي، ضياء مجيد، النظرية الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة ثانية، 1994.
- [7] عطية، إيمان، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- [8] الروبي، نبيل، التضخم في الاقتصاديات المتخلفة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 1987.
- [9] فتح الله، ولعلو، الاقتصاد السياسي، دار الحداثة، لبنان، طبعة أولى، 1981.
- [10] الحمش، منير، تصحيح مسار التنمية في عالم متغير، مجلة البعث، ديسمبر 2003، من الموقع: www.albaath.com.
- [11] محمد، عدنان وديع، قياس التنمية ومؤشراتها، سلسلة جسر التنمية، العدد الثاني، 2001، من الموقع: www.arab-api.org.
- [12] صقر، عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001.
- [13] مريم، عديلة، قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير، قالم، 2004.
- [14] El Bejaoui, Khémaïs, Le marché financier en Tunisie: instruments organisation et fonctionnement, école supérieure de commerce, Tunisie, 1ère édition, 2000, P.
- [15] www.Tunisie.com.