
اختبار وظائف السوق الثلاث في سوق المال الليبي

■ د. إدريس عبدالحميد الشريف*

■ الملخص:

الأسواق المالية لها دور وأهمية مؤثرة تساهم في توفير السيولة والتمويل وتخصيص الموارد الاقتصادية بالطرق المثلى، فضلا عن دورها في توفير المعلومات الملائمة وتطوير أساليب الرقابة والحوكمة، هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى تأدية سوق المال الليبي لثلاث وظائف هي:

(i) تمويل الاستثمار

(ii) توصيل البيانات والمعلومات لمختلف مستخدميها.

(iii) تطوير الحوكمة، وغطت الدراسة الفترة من تاريخ 03.04.2008م إلى 30.06.2014م، باستخدام التحليل الوصفي لبيانات التداول اليومية.

وخلصت الدراسة إلى أن سوق المال الليبي لا يؤدي أيًا من الوظائف الثلاث، وأوصت الدراسة أن يقوم السوق بالتطوير في الجوانب المختلفة لأجل رفع الكفاءة وتأدية وظائف السوق بالشكل المناسب.

Abstract:

The study aimed to identify the extent to which the Libyan stock market performs three functions: (i) financing, (ii) providing data and information to its various users, and (iii) developing the corporate governance. The study covered the period from 03.04.2008 to 30.06.2014, using descriptive analysis of daily trading data. The study concluded that the Libyan stock market does not perform any of the three functions and recommended that the Libyan stock market needs to develop in various aspects in order to raise efficiency and perform the functions of the stock market appropriately.

* عضو هيئة التدريس بجامعة بنغازي

■ مقدمة:

تتميز الأسواق المالية بدور فريد، وقد أصبح دورها وأهميتها ملحوظا في كل الدول بشكل عام وفي الدول النامية بشكل خاص، ويرتبط ويؤثر سوق المال من خلال دوره ووظائفه في اقتصاد أي بلد إيجابا وسلبا فكلما كان فعالا وكفؤا انعكس ذلك على قوة ونمو الاقتصاد بالإيجاب والعكس صحيح، فالسوق المالي يوفر التمويل بالسيولة اللازمة لإنتاج السلع والخدمات، وحسن تخصيص الموارد وتوزيعها في الاقتصاد مما ينعكس على تطور وارتفاع معدلات الإنتاج من السلع والخدمات ويصاحب ذلك توفير فرص عمل جديدة مما يساهم في خفض معدلات البطالة وارتفاع وزيادة دخل الأفراد وبالتالي زيادة إنفاقهم، بالإضافة إلى زيادة إيرادات الدولة المختلفة والتي من أهمها الضرائب (سواء من الشركات أو الأفراد الذين تحصلوا على فرص عمل) والجمارك والرسوم المختلفة وغيرها من إيرادات الدولة مما يساهم في تمويل الميزانية العامة للدولة من جهة وتخفيض نفقاتها من جهة أخرى، وذلك لاستيعاب أعداد متزايدة من أفراد المجتمع من قبل القطاع الخاص كانت الدولة لتتحمل الإنفاق عليهم، كما يؤدي تشجيع سوق المال لممارسة الأعمال من خلال الشركات إلى منع التهرب الضريبي مقارنة بممارسة الأعمال كأفراد، ومن الملاحظ أن دور السوق المالي في نمو الاقتصاد متاح في الدول المتقدمة والنامية على رغم الاختلاف في الحجم والتطور، ويتطلب ذلك من الدول النامية تطوير بيئة أعمالها يشمل إصلاحات اقتصادية ومالية وتشريعية، وقد نجحت العديد من الدول النامية في ذلك ومن أبرزها ماليزيا والإمارات، فنجاح سوق دبي المالي نتج عنه جذب رؤوس الأموال الخليجية والعربية التي كانت مستثمرة في الأسواق الدولية، فضلا عن جذب رؤوس أموال أجنبية كانت مستثمرة في أسواق مالية دولية.

و بالرغم من تزايد تفهم الدور الذي تلعبه أسواق المال في التطور الاقتصادي إلا إن هناك دراسات قليلة في الدول النامية ركزت على طبيعة العلاقة التفاعلية بينهما، هذه الدراسة تركز على كيفية تحقيق سوق المال الليبي لذلك من خلال تأديته لدوره في:

(i) تمويل الاستثمار

(ii) توصيل البيانات والمعلومات لمختلف مستخدميها .

(iii) تطوير حوكمة الشركات وبالتالي الأداء .

(i) تسمح الأسواق المالية بتوزيع المخاطر ومشاركتها بين مصدري وحاملي الأسهم، وبالتالي تسمح وتعطي فرص نمو الاستثمارات والاقتصاد، ولا يترتب على التمويل بالأسهم التزام بسداد أقساط ولا فائدة مقارنة بالتمويل بالاقتراض وبذلك تتوافر للمؤسسات سيولة أكبر بالإضافة إلى إعادة استثمار الأرباح، ويصبح العسر في السيولة بعيد الاحتمال (Greenwald and Stiglitz, 1998)، ويعتبر توفير سوق المال لميزة إمكانية بيع الأسهم بسرعة آنية وبأقل تكلفة بيع مشجعه على الاستثمار في المشاريع التي تحتاج تمويل نظرا لكون حملة الأسهم يستطيعون تسييل استثماراتهم آنيا وبدون تكلفة تذكر (Levine, 2002)، وأصبحت الأسواق المالية هامة في الدول النامية كمصدر للتمويل كون المؤسسات في الدول النامية لديها صعوبة في تجميع وإعادة توظيف الأرباح في تمويل المشروعات الجديدة، كما أن الحصول على التمويل من المصارف أصعب في الدول النامية منه في الدول المتقدمة، ويضع ذلك على المؤسسات في الدول النامية ضغوط أكبر لتطوير وتحسين مركزها المالي حتى تتمكن من الحصول على التمويل اللازم من المصارف وحتى تصل بمركزها المالي وأداها إلى المستويات السائدة في العالم والمعايير المتعارف عليها في الأسواق العالمية.

كما أن دور الأسواق المالية في توفير التمويل والسيولة للمؤسسات والاقتصاد يعد ذا أهمية أكبر في الدول النامية لعدم توافر سوق للسندات بها أو وجوده بشكل صغير ومحدود لا يكفي الاحتياجات اللازمة للمؤسسات، وعدم توفر سندات حكومية تصدرها الحكومات والمصارف المركزية في الدول النامية بشكل عام، وبالتالي عدم وجود أسس لتسيير السندات التي تصدرها المؤسسات الخاصة.

(ii) لدى حملة الأسهم احتمالات غير محدودة لتحصيل عائدات من تغيرات أسعار الأسهم وفي نفس الوقت المخاطر من تغيرات أسعار الأسهم محدودة ومرتبطة بمعدلات المخاطرة التي يقبلونها ويحددونها لاستثماراتهم، ولذلك تكون الأسواق المالية قادرة

على تمويل المؤسسات وإعطاء فرص لنموها حتى في ظل عدم كفاية التمويل، بالإضافة إلى أن الأسواق المالية تمكن المشاريع الجديدة من الحصول على التمويل اللازم لها من خلال السوق الأولى للاكتتاب في الأسهم الجديدة، لذلك لدى الأسواق المالية القدرة على النمو سريعا حتى في ظل عدم توافر المعلومات المرتبطة بالأسواق المالية في المستويات المطلوبة مثل المعلومات المحاسبية وتقارير المراجعة والإفصاح المحاسبي وحتى لو وجد بعض القصور في النواحي التشريعية والتحكيمية المتعلقة بفرض وتطبيق شروط التعاقد والتي تعيق الاستثمار في السندات ولذلك تكون العائدات محدودة فيما يتعلق بأسعار الفوائد التعاقدية (Herring and Chatusripitak, 2000). وأكثر من ذلك ومع إمكانية نمو الأسواق المالية في ظل ضعف البنية التحتية اللازمة فإن أداء سوق المال لوظائفه بشكل جيد يؤدي إلى المساعدة في تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة وتحسين الإفصاح (Levine، 2002).

كما يؤدي طلب وتشجيع سوق المال للمؤسسات المدرجة فيه على إنتاج كم كبير من المعلومات والتي يمكن جمعها ومعالجتها وتوفيرها للمستثمرين بتكلفة معقولة إلى التشجيع على الاستثمار (Stiglitz, 1985).

(iii) الأسواق المالية توفر أداة بديلة للحكومة من خلال استخدام رقابة حملة الأسهم بالإضافة إلى رقابة السوق حيث يمكن للمستثمرين شراء أسهم الشركات ذات الإدارة غير الناجحة واستبدالها بأخرى ناجحة وبالتالي تحقيق عائدات كما حدث في الولايات المتحدة وفي المملكة المتحدة¹ (Allen and Gale, 2000)، أكثر من ذلك فإن الفضائح المحاسبية الحديثة مثل ما حدث في الولايات المتحدة في قضية شركة "Enron" وقضية شركة "WorldCom" وما حدث في إيطاليا في قضية

1- فيما يتعلق بسوق لندن المالي يخلط البعض بين مؤشر (FT30)، وما يعرف بمصطلح (فوتسي)، فالأول أسس كمؤشر أكبر (30) شركة في سنة 1935م، من مجلة Financial News ثم اندمجت هذه المجلة مع مجلة Financial Times في سنة 1945م، وكان هذا المؤشر مناسباً لحجم السوق في تلك الفترة، وفي يناير 1984م، حل مجلة مؤشر جديد أسس من خلال مشروع مشترك بين سوق لندن ومجلة Financial Times واطلق عليه اختصار (FTSE)، يمثل الحرفين الأولين المجلة والحرفين الآخرين السوق، وقسم عند تأسيسه إلى أربع فئات رئيسية أولها وأهمها أكبر مئة شركة بالسوق وهو الوحيد الذي يطلق عليه في سوق لندن وبشكل غير رسمي "في اللغة العامية للمتعاملين بالسوق" مصطلح (فوتسي) ولا يضاف له عند نطقها عدد الشركات بل فقط كلمة فوتسي وتعني مؤشر أكبر مئة شركة بسوق لندن (FTSE 100)، أما بقية الفئات فيضاف لها عند نطقها عدد الشركات المكونة لها لتمييزها، وعلاوة على انتهاء مؤشر (FT30)، منذ سنة 1984م، فإنه لم يعرف ولا يمكن ان يعرف بفوتسي لعدم الحاجة لاختصار حرفي في (FT)، وعدم وجود الحرفين الآخرين (SE)، للمؤشر المشترك بين السوق والمجلة.

شركة "Parmalat" وغيرها من قضايا الفساد المالي بالمؤسسات بينت أن حوكمة الشركات لا يمكن أن تؤدي دورها إذا كان مجلس الإدارة غير كامل الاستقلالية والقدرة على الرقابة على الإدارة التنفيذية الناتجة عن عدم توافر المعلومات اللازمة، كما أن انهيار القطاع المصرفي في دول شرق آسيا في السنوات (1997-1999)، جعل الحكومات الآسيوية تطور وتعتمد بشكل أكبر على رقابة الأسواق المالية (Shirai، 2004).

و يوجد عدد من المبررات تفسر أسباب اتجاه الكثير من الدول النامية إلى الاعتماد على الأسواق المالية في تمويل المؤسسات والمشاريع، فقد توسع دور الأسواق المالية في آسيا على رغم أن نظامها المالي لا زال يعتمد على المصارف مؤخرًا ليصل في سنة 2011م، معدل رأس مال السوق إلى إجمالي الناتج المحلي (GDP) Gross Domestic Product، (حسب تقرير صندوق النقد الدولي المنشور في 2012م)، في ماليزيا إلى (141.77 ٪)، الفلبين إلى (73.58 ٪) الصين إلى (46.44 ٪)، في الهند إلى (54.94 ٪)، في البرازيل إلى (49.62 ٪)، ويرجع الكثير من التطور والنمو في أسواق هذه الدول إلى التوقعات للأرباح المصاحبة لازدهار الأعمال فيها، بالإضافة إلى أن هذه الأسواق تعاني عادتًا من قصور مهنة المحاسبة واستغلال المعلومات الداخلية في التداول "Insider trading" والتلاعب بأسعار الأسهم وعدم كفاية الإفصاح. وعلى رغم أهمية دور الأسواق المالية في الدول النامية وبرغم معرفة الصعوبات التي تواجهها إلا إنه لا توجد إلا القليل من الدراسات التي تناولت هذه المواضيع في الأسواق المالية بالدول النامية، كما أكدت الكثير من الدراسات العلاقة الإيجابية بين تطور الأسواق المالية ونمو الاقتصاد (Atje and Javanovic، 1992; Demirguc-Kunt and Levine، 1993; King، and Levine. 1993)، كما أظهرت دراسة Devereus and Smith (1994)، ودراسة Obsteld (1994)، أن الأسواق الأكثر اندماجًا في السوق العالمي تتحول فيها الاستثمارات من الأسواق الأقل عائد إلى الأكثر عائد مما ينعكس إيجابًا على تطور الاقتصاد، وتناولت دراسة (Levine and Zervos 1998)، سيولة وحجم وتغيرات الأسعار لسوق المال ودرجة اندماجه في السوق العالمي وارتباط هذه المؤشرات مع معدلات نمو

الاقتصاد حالياً ومستقبلياً في سبعين دولة من الدول النامية والمتقدمة، وبينت الدراسة أن كلا من سيولة سوق المال وتطور المصارف مرتبطة إيجاباً بالنمو الاقتصادي، كما هدفت دراسة المولى (2011)، لقياس سيولة الأسواق المالية لعدد ثمان دول عربية (الكويت، السعودية، البحرين، مصر، عمان، بيروت، دبي، سلطنة عمان)، باستخدام ثلاثة مؤشرات متمثلة في القيمة السوقية إلى إجمالي الناتج المحلي، قيمة التداول إلى إجمالي الناتج المحلي ومعدل الدوران، باستخدام الانحدار الخطي البسيط وعلاقتها بالنمو الاقتصادي لتلك الدول، وغطت الدراسة السنوات (1994-2007)، وخلصت الدراسة إلى عدم وجود أثر لسيولة الأسواق على نمو الاقتصاد في الدول مجتمع الدراسة، وأن السيولة في هذه الأسواق ازدادت وتطورت خلال مدة الدراسة، وقام الورد (2005)، بتحليل العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي ونمو الأسواق المالية باستخدام نموذجي هسيو وكرانجر في كل من سوق نيويورك وطوكيو وتايلاند ومصر والأردن والكويت للفترة (1980-2004) وتمثلت متغيرات السوق المالية في نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما المؤشر الذي يعكس النمو الاقتصادي فتمثل بمتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين هذه المتغيرات، وأن اتجاه السببية في سوق نيويورك والكويت من النمو الاقتصادي إلى السوق المالية، في حين كان اتجاه السببية من السوق المالية إلى النمو الاقتصادي في تايلاند في حين كانت السببية ثنائية الاتجاه في كل من اليابان ومصر والأردن، وتناولت دراسة حسين (2007)، العلاقة بين سوق الأسهم والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة للفترة (1980-2005)، باستخدام الانحدار بين أسعار الأسهم المتمثلة بمؤشر ستاندر أند بورز، والناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وقد توصلت الدراسة إلى أن الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ زمنيًا يمارس تأثيراً كبيراً على أسعار الأسهم مما يوفر إمكانية اعتماد مؤشرات السوق المالية في التنبؤ بالنشاط الاقتصادي المستقبلي في الولايات المتحدة، وهدفت دراسة Shirai (2004)، إلى اختبار أداء سوق المال الصيني لثلاث وظائف، وهي توفير التمويل للمؤسسات، تطوير الحوكمة، وتوفير

المعلومات للمستثمرين، وخلصت الدراسة إلى أن سوق المال الصيني وعلى رغم نموه إلا إنه بعيد عن تلبية وظائف سوق المال الثلاث، وبينت دراسة السحباني (2007) للعلاقة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية للسنوات (1985-2006)، باستخدام نموذج كرانجر وجود علاقة سببية متجهة من القيمة السوقية للأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي، وعدم وجود علاقة سببية متجهة من الناتج المحلي الإجمالي إلى سوق الأسهم.

2. خلضية عن سوق المال الليبي:

تعود بداية التعامل بالأوراق المالية في ليبيا إلى فترة ما قبل الاستقلال من قبل الإيطاليين واليهود المقيمين في ليبيا في تلك الفترة، كما أشارت بعض الدراسات إلى وجود تداول غير منظم للأسهم في المقهى التجاري أو من خلال الغرفة التجارية بمدينة طرابلس، منذ سنة 1960م، وتعرض القانون التجاري الليبي لسنة 1954م، إلى سوق الأوراق المالية بصورة غير مباشرة وذلك عندما تناول موضوع إصدار السندات والقيمة السوقية للأسهم، وفي سنة 2002م، صدر القانون رقم (21)، بشأن مزاولة الأنشطة الاقتصادية، وقد نصت المادة العاشرة منه على: «للجهة التي تحددها أمانة اللجنة الشعبية العامة² أن تؤسس سوقاً للأوراق المالية وفقاً للشروط والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون»، وفي السنة ذاتها صدرت اللائحة التنفيذية للقانون رقم (21)، وبينت المادة (24) من اللائحة أن الشركات المساهمة تطرح أسهمها في اكتتاب عام وتحدد بقرار من أمانة اللجنة الشعبية العامة الجهات التي يسند إليها إقامة سوق الأوراق المالية، وفي سنة 2004م، صدر قرار اللجنة الشعبية العامة رقم (53)، بشأن مزاولة الأنشطة الاقتصادية، وفي الفصل العاشر تحت عنوان سوق الأوراق المالية تم تكليف مصرف ليبيا المركزي بنص المادة رقم (57)، بالبداية في عمليات التعامل في الأوراق المالية إلى أن يتم إنشاء سوق متكامل، وبينت المادة (58)، الخطوط العريضة للنظام

² أمانة اللجنة الشعبية العامة هي رئاسة الوزراء في النظام السياسي الليبي في فترة ما يسمى سلطة الشعب ما بين سنة 1982م، إلى قيام ثورة 17 فبراير سنة 2011م، كذلك تسمى كل وزارة في ذلك النظام بأمانة اللجنة الشعبية العامة، ويعني ذلك وزارة مثل أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد تعني وزارة الاقتصاد.

الأساسي لسوق الأوراق المالية، ونصت المادة (59)، على: «يصدر بتنظيم سوق الأوراق المالية وتحديد اختصاصاته وبيان الجهة التي تتولى الإشراف على أعماله وغير ذلك من الأحكام المتعلقة بالسوق قراراً من أمانة اللجنة الشعبية العامة»، وتأسيساً على ذلك قام محافظ مصرف ليبيا المركزي بإصدار القرار رقم (9) لسنة 2004م، بفتح قسم تداول الأسهم بإدارة الحسابات والاستثمار، وسمحت المادة الثانية من قرار المحافظ بفتح مكاتب لتداول الأسهم بفروع المصارف التجارية تتبع قسم تداول الأسهم بإدارة الحسابات والاستثمار وتخضع لإشرافه ويصدر بتأسيسها قرار من محافظ مصرف ليبيا وتتولى أعمال الوساطة المالية، ثم في سنة 2005م، أسند قرار أمانة اللجنة الشعبية العامة رقم (105) مهمة تأسيس سوق أوراق مالية منظم إلى أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة وتبع ذلك في سنة 2006م، صدور قرار اللجنة الشعبية العامة رقم (134) بإنشاء سوق الأوراق المالية الليبي وتبعيته إلى أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة برأسمال يبلغ عشرون مليون دينار ونص القرار على أن يكون المقر الرئيسي في مدينة طرابلس وفرع في مدينة بنغازي، وبذلك تعتبر سنة 2006م، هي بداية وجود سوق مال رسمي في ليبيا، ويبين الجدول رقم (1) الشركات المتداول أسهمها في سوق المال الليبي كما في بداية سنة 2007م، وعددها سبع شركات وإجمالي قيمتها السوقية مليار وعشرون مليون دينار ليبي ما يقارب ثمانمائة ملايين دولار.

وبحسب التقرير الربع سنوي الأول لسنة 2007م، الصادر عن سوق المال الليبي لم يكن هناك تداول خلال الربع الأول لسنة 2007م، إلا على أسهم ثلاث شركات وهي مصرف الصحاري بعدد عشر عمليات تداول ثمانية منها بنفس السعر وبقيمة إجمالية ثمان وسبعين ألفاً وخمسين ديناراً، وإن أسعار التداول كانت عشرة دنانير، وإحدى عشر ديناراً، واثنان عشر ديناراً ولا يوجد كسور، وعملية تداول واحدة على سهم المتحدة للتأمين لعدد خمسة وعشرين سهماً بسعر مئة دينار للسهم، وعملية تبادل واحدة على سهم مصرف طرابلس الأهلي لعدد مئة وثمان وخمسين سهماً بسعر عشرة دنانير للسهم، وبالتالي بلغ إجمالي التداول بسوق المال الليبي خلال الربع الأول من سنة 2007م، قيمة

اثنان وثمانون ألفا ومائة وثلاثون ديناراً، ويوضح ذلك (في الربع الأول سنة 2007م)، قلة عدد الشركات المتداول أسهمها بالسوق الليبي وصغر القيمة السوقية للسوق وشبه انعدام للتداول، كما يبين أن فارق أسعار الأسهم يعتمد على القيم الصحيحة.

جدول رقم (1) الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي (في الربع الأول سنة 2007م)

| ر.م | اسم الشركة | رأس المال المكتتب بالدينار |
|-----|---------------------------------|----------------------------|
| 1 | الشركة الأهلية للاسمنت | 600000000 |
| 2 | مصرف سوق الجمعة | 3000000 |
| 3 | الشركة الوطنية للمطاحن والأعلاف | 275000000 |
| 4 | الشركة المتحدة للتأمين | 10000000 |
| 5 | مصرف الصحاري | 126000000 |
| 6 | مصرف طرابلس الأهلي | 3000000 |
| 7 | مصرف حي الأندلس الأهلي | 3000000 |

• المصدر: التقرير الربع السنوي الأول لسنة 2007م، الصادر عن سوق المال الليبي.

وبتاريخ 13 / 07 / 2008م، أصدرت اللجنة الشعبية العامة القرار رقم (436) تضمن نظاماً أساسياً جديد السوق الأوراق المالية الليبي احتوى عدد (71) مادة ونص القرار على أن يكون المقر الرئيسي للسوق في مدينة طرابلس ويكون له فرع في مدينة بنغازي بالإضافة إلى رفع رأس مال السوق إلى (50,000,000) دينار، تكتتب فيها جميعها شركة الإنماء الاقتصادي والاجتماعي³، ويجوز طرح جزء منها للمشاركة والاكتتاب من قبل الشركات الوطنية والأجنبية وكذلك زيادتها بناء على قرار من الجمعية العمومية للسوق وأهم نقاط هذا القرار ما يلي:

³ شركة الإنماء الاقتصادي والاجتماعي هي شركة قابضة ملكيتها للدولة وتعتبر من أكبر الشركات القابضة في ليبيا وتتضمن الكثير من الشركات في مختلف المجالات.

- نقل تبعية وملكية السوق إلى شركة الإنماء الاقتصادي والاجتماعي.
 - ولأول مرة في ليبيا تكون عمليات الطرح لأي أسهم بالاكتتاب العام بموافقة السوق وبناء على نشرة اكتتاب معتمدة منه.
 - إلزام جميع الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم في ليبيا بقيد أسهمها بنظام الإيداع والقيد المركزي بالسوق.
 - إلزام الإدراج بالسوق لكافة الشركات الوطنية العامة والأهلية والمشاركة والأجنبية العاملة في ليبيا والتي لا يقل رأس مالها عن مائتين وخمسين ألف دينار ليبي.
 - إضافة مواد حول الإفصاح والشفافية.
 - وضع سجل لقيد المحاسبين والمراجعين القانونيين المخولين بمراجعة الشركات المدرجة بالسوق وفقاً لشروط وضوابط محددة بالخصوص.
 - إعادة تنظيم شركات الوساطة بشكل مفصل وبصورة واضحة.
 - تأسيس مجلس للتوفيق والتحكيم بالسوق للنزاعات التي قد تنشأ بين العاملين والوسطاء.
 - مشاركة شركات الوساطة في عضوية إدارة السوق.
- وكانت بداية التداول الإلكتروني والنظام الإلكتروني للمقاصة والإيداع والقيد المركزي ونظام صندوق ضمان التسويات في شهر ابريل سنة 2008م، بعد أن تم ربط فرعي السوق في بنغازي وطرابلس ربطاً إلكترونياً⁴، وصدر القانون رقم (11) بشأن سوق المال الليبي في سنة 2010م، وتضمن تأسيس هيئة الرقابة على سوق المال ويعتبر إصدار هذا القانون تصحيحاً لوضع السوق من الناحية القانونية وتأسيساً لمرحلة جديدة يساهم بها في تطوير سوق المال الليبي.
- وفي تاريخ 20 / 02 / 2011م، توقف التداول بسوق المال الليبي بسبب ثورة 17 فبراير، وبتاريخ 12 / 12 / 2011م، وتم تعديل النظام الأساسي للسوق بموجب محضر

4 باستخدام الألياف البصرية وأيضاً بربط احتياطي باستخدام الأقمار الصناعية.

اجتماع الجمعية العمومية غير العادي الثاني والذي عقد بنفس التاريخ، ثم استؤنفت حركة التداول بالسوق بتاريخ 15 /03/ 2012م، وتم الافتتاح بنفس الأسعار التي توقف عليها السوق، وبلغ مؤشر السوق عند الافتتاح (1,437.62 نقطة) دون أي تخفيض على رغم وجود تأثير سلبي كبير نسبيا على الأسعار كنتيجة للأحداث خلال فترة التوقف، ويوجد بسوق المال الليبي جدولين للإدراج هما (أ) و(ب) ويتضمن الجدول الأول الشركات التي لا يقل رأسمالها عن مليون دينار ليبي، في حين يتضمن الجدول الثاني الشركات التي يقل رأسمالها عن مليون دينار ولا يقل عن مائتين وخمسين ألف دينار ليبي، وقد بلغ حجم التداول في السوق في شهر مارس 2012، مليون وخمسمائة ألف دينار تقريبا، في حين بلغ حجم التداول خلال شهر مارس 2013، مليون وثمانمائة ألف دينار تقريبا، على رغم زيادة أيام التداول في مارس 2013، عنها في مارس 2012، بعدد تسعة أيام، وبلغ عدد العمليات في مارس 2012، (156) وفي مارس 2013 (254) وبذلك بلغ المعدل اليومي لحجم التداول (133,180.610 ديناراً) و (90,171.904 ديناراً)، في مارس 2012 و 2013، على التوالي، والمعدل اليومي لكمية الأسهم المتداولة في ذات الشهر (8117 سهماً) و (7949 سهماً)، على التوالي للسنتين 2012 و 2013، في حين كان مؤشر السوق (1,474.59) و (1,397.18)، في نهاية شهر مارس 2012 و 2013 على التوالي، والجدير ذكره هيمنة القطاع المصرفي على التداول ممثلة في مصرفين هما الوحدة والجمهورية بنسبة تفوق (84 %) في كل أيام التداول، وتشير هذه البيانات إلى وجود مشاكل يعاني منها سوق المال الليبي أهمها عدم تداول أسهم أغلب الشركات المدرجة وأيضا انكماش واضح في حجم السوق مما يعطي أهمية كبيرة لدراسته.

3. تحليل بيانات الدراسة:

تغطي فترة التحليل بيانات سوق المال الليبي من تاريخ 03.04.2008م، والتي بدأ فيها التداول الإلكتروني إلى 30.06.2014م، لعدد (1277) يوم تداول تخللها عدد (26) يوماً لا يوجد بها أي عمليات تداول، منها أيام متتالية تصل إلى عدد (4) أيام متصلة دون وجود أي صفقات تداول ومنها أيام منفصلة دون تداول على الإطلاق كما أنه

من بداية يوليو 2014م، أصبح التداول منعزلاً تقريباً، وكان ذلك سبب تحديد نهاية فترة التحليل للدراسة الحالية، وقد يكون السبب الرئيسي لعدم التداول هي الظروف التي تمر بها ليبيا بداية من مايو 2014م.

وبعد فحص بيانات الدراسة والتي تم الحصول عليها من سوق المال الليبي ونظراً لقلّة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها بالسوق وصغر حجم السوق وقلّة عدد الصفقات اليومية وصغر كمية وقيمة التداول اليومي تم اعتماد أسلوب الإحصاء الوصفي ودراسة جميع الشركات المتداول أسهمها بالسوق.

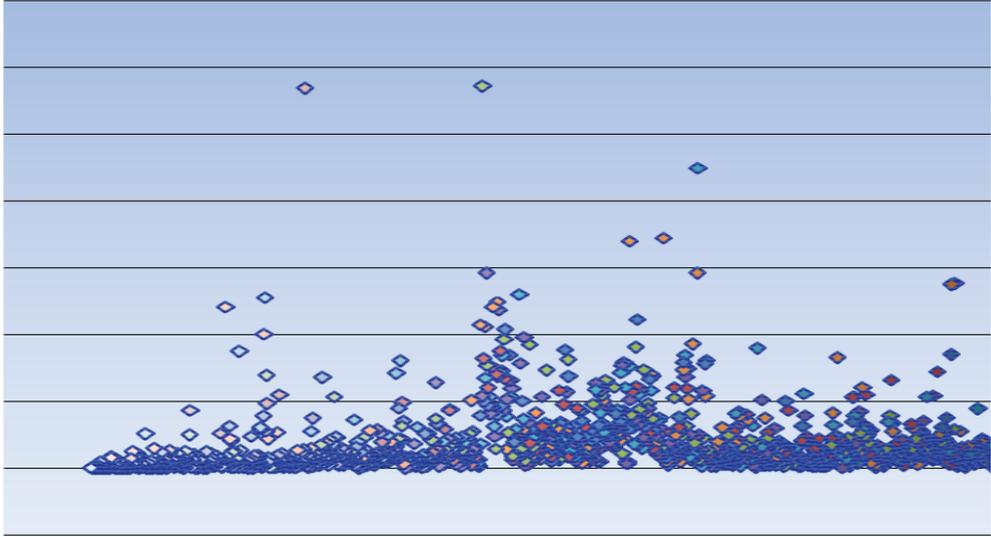
وعند بداية فترة التحليل في إبريل 2008م، كانت المؤسسات المدرجة والمتداول أسهمها في السوق عدد (5) مؤسسات تحديداً عدد ثلاثة مصارف وشركتي تأمين وبلغ إجمالي القيمة السوقية لكامل السوق مليار وواحد وثمانون مليون دينار، يشكل مصرف الصحاري نسبة (58 %) منها في حين يشكل مجموع القيمة السوقية لمصرف الصحاري والوحدة (80 %) منها.

في حين بلغ عدد المؤسسات المدرجة والمتداول أسهمها في السوق عند نهاية فترة التحليل (11) مؤسسة وذلك نتيجة لإدراج مؤسسات جديدة للتداول بالسوق خلال فترة الدراسة بلغ عددها سبع مؤسسات وتم إيقاف إحداها عن التداول خلال فترة التحليل وهو تحديداً مصرف السرايا⁵، وقد بلغت القيمة السوقية لكامل السوق عند نهاية فترة التحليل في 2014.06.30م، ثلاثة مليارات ومائتان وستة وأربعون مليون ديناراً، ويشير ذلك مبدئياً إلى أن القيمة السوقية لكامل السوق ازدادت بالفرق بين القيمتين في بداية ونهاية فترة التحليل بما يقارب المليارين ومائتين مليون ديناراً، ولكن حقيقة الأمر أن سوق المال الليبي بعد الأخذ في الاعتبار الاكتتابات الجديدة والإدراج الجديد خلال فترة التحليل، والتي أهمها زيادة بقيمة مليار ونصف دينار في تاريخ 2009.07.01م، ناتجة من إدراج أسهم الشركة الأهلية للاسمنت، وكذلك أدى إدراج أسهم مصرف الجمهورية في تاريخ 2009.08.09م، إلى زيادة قدرها مليار ديناراً، في حين أدى إدراج المصرف التجاري في تاريخ 2010.08.22م، إلى زيادة بقيمة نصف مليار دينار تقريباً، بالإضافة

⁵ تم إيقاف تداول أسهم مصرف السرايا في تاريخ 2013.02.04م، من قبل سوق المال الليبي بدون الإفصاح عن السبب.

إلى ما ساهم به رفع رأس مال مصرف الوحدة بتاريخ 2010.11.29م، وهو يقارب ربع مليار دينار، ناهيك عن مساهمات أقل أهمية نسبية لعمليات إدراج واكتتاب وزيادة رأس المال للمؤسسات الأخرى المتداول أسهمها بالسوق، وبجمع الزيادات المذكورة لكل من الشركة الأهلية للاسمنت ومصرف الجمهورية والمصرف التجاري الوطني ومصرف الوحدة تكون إجمالي الإضافات إلى السوق ما يفوق ثلاثة مليارات وربع، أي إن سوق المال الليبي انخفضت قيمته السوقية بمقدار مليار دينار خلال فترة التحليل، كما يلاحظ انه باستثناء زيادة رأس مال مصرف الوحدة بقيمة ربع مليار فإن السوق لم يساهم في اكتتابات جديدة تذكر لتوفير تمويل للمؤسسات القائمة أو المؤسسات الجديدة، وتمثل القيمة السوقية الاجمالية للسوق مجموع القيم السوقية لمؤسسات قائمة قبل تأسيس السوق وتم إدراج أسهمها للتداول بالسوق.

قيمة التداول



شكل رقم (1) التداول اليومي خلال فترة الدراسة

يبين هذا الشكل خريطة التداول اليومي بسوق المال الليبي خلال الفترة من 2008.04.03م إلى 2014.06.30م.

ومن خلال الشكل رقم (1) والذي يبين رسماً لقيمة التداول خلال فترة الدراسة، حيث يمثل المحور الأفقي أيام التداول والمحور العمودي قيمة التداول بالدينار، يتضح أن نمط قيمة التداول اليومي الغالب تحت مئة ألف دينار، ثم أقل من نصف مليون دينار، في حين بلغ عدد التداولات اليومية ما فوق المليون إلى مليون ونصف عشرة تداولات فقط، و فوق مليون ونصف إلى مليونين عدد تداولين فقط، وفوق مليونين إلى مليونين ونصف تداول وحيد، وما فوق مليونان ونصف إلى أقل من ثلاثة ملايين عدد تداولين فقط، كما يلاحظ من نفس الشكل أنه خلال فبراير 2011م، شهد التداول تصاعداً كبيراً وسبب ذلك الأحداث التي شهدتها ليبيا بداية من ذلك الشهر، ومن خلال التدقيق في كل من التداولات غير الاعتيادية اتضح أن أكبر تداولين أولهما خلال فبراير 2011م، بقيمة مليونين وثمانمئة وستين ألف دينار تحديداً يوم 13.02.2011م، والثانية بقيمة مليونين وثمانمئة وأربعة وأربعون ديناراً في يوم 04.04.2013م، ويلاحظ تصاعداً متتالي من اليوم السادس إلى السابع عشر من فبراير 2011م، ويعكس ذلك رغبة حملة الاسهم في تسهيل أموالهم لمواجهة الظروف المحتملة من التوتر الأمني وخوفاً من انخفاض أسعار الاسهم واحتمال افلاس الكثير من المؤسسات نتيجة للأعمال الحربية، ولكن بدل أن تنخفض أسعار أسهم الشركات المتداول أسهمها في السوق وبالتالي انخفاض أسهم السوق نفسه كنتيجة طبيعية لزيادة عرض الاسهم واتجاه حملة الاسهم إلى بيع أسهمهم بأسعار أقل لوحظ ارتفاع سعر إغلاق أسهم السوق ومصرف التجارة والتنمية ومصرف الصحاري، وهذا لا يعكس الحالة الاقتصادية الحقيقية للسوق ولا للبلاد بشكل عام.

بالإضافة إلى أن قيم التداول غير الاعتيادية الأخرى (باستثناء خلال فبراير 2011م) لم يصاحبها لا موجة تداولات متقاربة تعكس وضع اقتصادي أو سياسي أو غيره من المؤثرات، كما هو معروف في الأسواق المالية بسلوك الجموع⁶، بل تحدث فجأة وخلال يوم تداول وحيد ثم يعود السوق إلى نفس نمط تداوله، وعلى سبيل المثال في 04.04.2013م،

6 ويعني سلوك الجموع قيام جموع المتداولين في السوق بشراء أو بيع الاسهم التي يحدث عليها حركة تداول كبيرة وفي نفس الاتجاه وذلك فقط تتبعا لغيرهم لتوقعهم أن من قام بذلك لديه معلومات.

والذي قارب فيه التداول الثلاثة ملايين دينار، ارتفعت خلاله اسهم ليبيا للتأمين ومصرف التجارة والتنمية ومصرف الصحاري، دون وجود أية معلومات أو تغيرات في ظروف السوق والمؤسسات المعنية ولا تغييرات على مستوى البلاد، ويعكس ذلك إما وجود معلومات داخلية أو وجود تحكم في السوق من قبل بعض القوى المؤثرة، ويعد ذلك خلل جسيم في أداء السوق. كما أن أسعار الافتتاح في 2012.03.20م، لسوق المال الليبي والمؤسسات المتداولة به بعد أكثر من سنة توقف كان هو نفسه الذي اغلق به في فبراير 2011م، بل إن البعض من المؤسسات المتداول أسهمها بالسوق ارتفعت اسهمها خلال تداول أيام بعد إعادة التداول وهي تحديدا مصرف التجارة والتنمية والمصرف المتوسط والصحاري للتأمين ويعاكس ذلك ما يجب أن تعكسه أسعار الاسهم من انخفاض ناتج عما سببته الحرب من دمار لكثير من المشاريع والعقارات وضياع لكثير من الاصول وغيرها والتي بطبيعة الحال ينعكس جزء كبير منها سلبا على المصارف كونها إما مالكة مباشرة لهذه المشاريع أو بعضها يمثل رهونات و ضمانات مقابل لائتمان ممنوح من المصارف لمؤسسات مالكة لتلك الاصول وبالتالي أصبح تحصيلها متعسرا مما يؤثر بشكل مباشر وجسيم في أداء وقيمة المؤسسات وأسعار الاسهم والسيولة بالسوق بشكل عام ولكل مؤسسة بشكل خاص، في حين ينعكس على شركات التأمين في فقدان أقساط التأمين خلال وبعد الحرب من بعض عمالها وكذلك تكبدها لتعويضات لبعض عمالها.

اتضح من خلال الموقع الالكتروني لسوق المال الليبي في اول اكتوبر 2016م، أن آخر تقرير منشور لسوق المال الليبي في سنة 2009م، في حين آخر قوائم مالية منشورة للسوق نفسه لسنة 2012م، وتقرير الربع الثالث لسنة 2014م، أما المؤسسات المتداول اسهمها بالسوق فجميعها لا تتجاوز التقارير الربع سنوية عن سنة 2014م، أما آخر قوائم مالية منشورة كانت لسنة 2011م، لكل من مصرف الصحاري ومصرف التجارة والتنمية والمصرف التجاري الوطني والشركة الاهلية للاسمنت أما مصرف الوحدة لسنة 2009م، ومصرف الجمهورية لسنة 2013م، ويظهر ذلك انعدام الافصاح للسوق وللمؤسسات المتداول اسهمها به.

كما أن هيئة الرقابة على السوق على رغم صدور قانون رقم (11) لسنة 2010م، في يناير 2010م، والذي نص على تأسيس الهيئة تحت مسمى (هيئة سوق المال) إلا إنها لم تسمى من مجلس الوزراء إلا في تاريخ 21.11.2013م، وبذلك فإن سوق المال الليبي قبل تسمية الهيئة كان يعمل في بيئة جميع اطرافها لهم مصالح وبدون وجود جهة رقابية غير ذات مصلحة تراقب وتشرف على السوق وتحافظ على النزاهة والشفافية في تعاملات السوق، فضلا عن وجود خلل أساسي في القانون رقم (11) متمثلا في تبعية الهيئة لوزارة الاقتصاد بدل أن تكون تبعيتها للسلطة التشريعية كما هو متبع وفقا لأسباب واهداف تأسيس الهيئات المماثلة لأجل ضمان تأديتها لمهامها بالشكل الصحيح⁷، وبرغم تسمية الهيئة لم تمارس أيا من مهامها ولازال سوق المال يمارس اختصاصات الهيئة حتى تاريخ إتمام هذه الدراسة، وضمن المهام التي يزاولها السوق دون اختصاص وتتطوي على تعارض مصالح قيامه باعتماد المراجعين القانونيين الذين يقومون بمراجعة المؤسسات المتداول أسهمها بالسوق بما فيها مراجعة القوائم المالية للسوق نفسه.

وفيما يتعلق بلائحة الإدارة الرشيدة التي أصدرها سوق المال على رغم احتياجها للتطوير وأن تصدر عن الهيئة بدلا من السوق، ووجود تعارض في بعض نصوصها مع كل من قانون المصارف رقم (1) لسنة 2005م، والقانون التجاري رقم (23) لسنة 2010م، وعدم تناسقها معهما كما سيأتي ذكر بعض الامثلة عنها لاحقا كما أنها لم تطبق لا من السوق نفسه ولا من المؤسسات المدرجة بالسوق.

فعلى سبيل المثال رئيس مجلس إدارة السوق وعلى رغم نص المادة رقم (30) من قانون السوق على أن يمارس مهامه على سبيل التفرغ، وعلى رغم تعارض المصالح يشغل في نفس الوقت عضوية مجلس إدارة إحدى الشركات المتداول أسهمها بالسوق وهي شركة

7- جاء تأسيس اول هيئة رقابة على سوق المال (Securities Exchange Commission SEC) في الولايات المتحدة الامريكية بعد الكساد الكبير الذي انهارت فيه الاسواق المالية سنة 1929م، والذي على أثره شكل الكونغرس الامريكي لجنة من الخبراء خلصت إلى أن سبب المشكلة كون جميع المتعاملين بالأسواق المالية من سوق ومؤسسات متداول اسهمها ووسطاء هم اصحاب مصالح، وأوصت بان الحل يكمن في تأسيس جهة رقابية مستقلة تتبع اعلى سلطة بالدولة تكون مهمتها ضمان العدالة والشفافية ومنع الغش والاحتيال والتلاعب من خلال صلاحيات رقابية واسعة وكذلك صلاحيات العقوبات المختلفة، وصدر اول قانون بذلك سنة 1933.

ليبيا للتأمين، كما يشغل أيضا مهام رئيس مجلس الادارة والمدير العام لشركة أخرى مدرجه بالسوق وهي شركة الاستثمار الوطني، ونصت الفقرة (ز) من المادة رقم (12) بلائحة الادارة الرشيدة الصادرة عن السوق على ألا يشغل عضوية مجلس إدارة لأكثر من خمس شركات مساهمة في آن واحد، ويعاكس هذا الغرض من وضع ضوابط للحوكمة كونه اعطى مساحة عضويات للشخص الواحد أكثر مما يجب فضلا عن تعارضها وعدم انسجامها مع ما جاء في كل من القانون التجاري رقم (23) وقانون المصارف رقم (1)، فقد نصت المادة رقم (175) بالقانون التجاري على عدم جواز الجمع بين ثلاث عضويات مجالس إدارة لشركات مساهمة، في حين نصت المادة رقم (193) من القانون ذاته أنه لا يجوز للمدير العام أن يجمع بين عضوية مجلس ادارة لأكثر من شركتين، وان يحصل على اذن مسبق من مجلس الادارة ليكون عضوا أو رئيسا بمجلس ادارة شركة أخرى، كما نصت المادة رقم (68) بقانون المصارف على ألا يكون أي من أعضاء مجلس الادارة والمدير العام بالمصرف عضوا بمجلس ادارة مصرف محلي آخر، في حين نصت المادة رقم (70) من ذات القانون أن عضوية مجلس الادارة بالمصرف تسقط اذا عين مديرا عاما.

ويتضح مما سبق أن السوق لم يراع بلائحة الادارة الرشيدة التي اصدرها الاسس التي تخدم الحوكمة والتي جاء بعض منها في كل من القانون التجاري وقانون المصارف فضلا عن عدم شرعيتها كونها تتعارض مع القوانين المذكورة بالإضافة لسماحه بالمخالفات المذكورة اعلاه داخل السوق نفسه فضلا عن الشركات المتداول اسهمها بالسوق.

■ النتائج والخلاصة:

يتضح من تحليل بيانات سوق المال الليبي انه لا يوجد حجم تداول يومي ولا اكتتابات جديدة تسمح بتوفير التمويل للمؤسسات القائمة والاستثمارات والمشاريع الجديدة، كما انها لا توفر إمكانية البيع الآني للأسهم وتحويلها إلى سيولة، وبينت المعلومات المنشورة في موقع سوق المال الليبي قصورا كبيرا في الإفصاح وتأخر نشر القوائم المالية لسنوات عدة، كما أن السوق لم يساهم في تطوير الحوكمة والإدارة الرشيدة وعدم وجود هيئة رقابة على السوق، وممارسة السوق نفسه لدور الهيئة وبرغم إصدار السوق لائحة للإدارة

الرشيدة فإنها من ناحية خالفت في بعض موادها القوانين السارية، وقام السوق نفسه بمخالفتها في بعض النقاط، وبناء على ذلك فإن سوق المال الليبي بعيد عن تحقيق وظائفه الثلاث والمتمثلة في (i) توفير التمويل والسيولة للمؤسسات والاقتصاد (ii) توفير البيانات والمعلومات اللازمة للمستثمرين (iii) تطوير الحوكمة والإدارة الرشيدة، وهذا متوقع في الأسواق المالية النامية كما بينت دراسة Shirai (2004)، نفس النتيجة في سوق المال الصيني، فالأسواق النامية تتأثر طرديا بحال الاقتصاد ودرجة نموه وتطوره، بالإضافة إلى أهمية القطاع المصرفي ومهنة المحاسبة والمراجعة للسوق، فضعف البنية التحتية يؤثر في مستوى الأسواق النامية وبرغم ذلك يؤدي وجود الأسواق المالية ويساهم إيجابا في تطوير الاقتصاد والقطاع المصرفي ومهنة المحاسبة والمراجعة، وبرغم عمل السوق الليبي في ظل ضعف في البنية التحتية فضلا عن الظروف التي تمر بها البلاد ومحاولات السوق للتطوير، قد يكون تطوير لائحة الادارة الرشيدة في بعض الجوانب ضمن اولويات عمل هيئة السوق، فحوكمة الشركات لا يمكن أن تؤدي دورها إذا كان مجلس الإدارة غير كامل الاستقلالية وصعوبة الرقابة على الإدارة التنفيذية الناتجة عن نقص المعلومات، كما أن التنسيق والتكامل مع القطاع المصرفي قد يكون له دور هام في تطوير كل من التشريعات وأداء السوق والمصارف والذي ينعكس بدوره على النمو الاقتصادي، ويتوقع أن تكون مرحلة إعادة البناء القادمة في ليبيا فرصة لتحقيق الكثير من التطوير في البيئة الاقتصادية والمالية وما يصاحبها من تطوير وتزايد الطلب على وجود تشريعات وبنية تحتية ملائمة تشمل تقنيات ومهن وحرف متعددة يتوقع أن يكون سوق المال الليبي مساهما أساسيا وهاما في كل ذلك، ولعل تأسيس سوق المال الليبي واكتسابه لخبرات وتجارب وموارد بشرية ومادية والذي جاء في مرحلة تتسم بالكثير من الصعوبات الخارجة عن سيطرة السوق، يعد ميزة كون تلك المرحلة منحت السوق فرصة لتدريب كوادره ولنشر ثقافة السوق في البيئة الليبية وفهم دقيق لمتطلبات التطوير في ليبيا، وبالتالي يستطيع سوق المال الليبي استثمار هذه الميزة في حسن إدارة المرحلة القادمة.

■ قائمة المراجع

- 1- الجهاني، افطيم سالم، (2012)، مدى توفر متطلبات الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات في المصارف التجارية الليبية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة بنغازي.
- 2- حسين، حيدر (2007)، إمكانية استخدام السوق المالية في التنبؤ بالدورات الاقتصادية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 46، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة بغداد. 34-51.
- 3- السيجباني، صالح (2007)، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقات الارتباط والسببية. ورقة مقدمة إلى اللقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، الرياض.
- 4- التقرير الربع السنوي الأول لسنة (2007)، صادر عن سوق المال الليبي.
- 5- المولى، إيمان (2011)، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، 7، 2، 117-129.
- 6- الورد، إبراهيم (2006)، تحليل السببية بين النمو الاقتصادي ونمو الأسواق المالية للمدة 1980-2004. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة بغداد، 12، 41، 5-27.
- 7- Allen, F. and Gale, D. (2000), *Comparing financial systems*. Cambridge, MA: MIT Press.
- 8- Atje, R. and Javanovic, B. (1992), *Stock markets and developments*. New York: New York University Press.
- 9- Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (1993), Stock market development and financial intermediary growth: a research agenda. World Bank Working Paper 1159.
- 10- Devereux, M. and Smith, G. (1994), International Risk Sharing and Economic Growth. *International Economic Review*, 35, 4, 535-550.
- 11- Greenwald, B. and Stiglitz, J. (1988), Examining alternative macroeconomic theories. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 207-270.
- 12- Herring, R. and Chatusritapak, N. (2000), The case of the missing market: the bond market and why it matters for financial development, The Asian Development Bank Institute Working Paper 11.
- 13- King, K., and Levine, R. (1993), Finance and Growth; Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economic*, 108, 3, 717-737.
- 14- Levine, R. and Zervos, S. (1998), Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88, 3, 537-558.
- 15- Levine, R. (2002), Bank-based or market-based financial systems: which is better? William Davidson Institute Working Paper 442.
- 16- Obstfeld, M. (1994), Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *The American Economic Review*, 84, 5, 1310-1329.
- 17- Shirai, S. (2004), Testing the Three Roles of Equity Markets in Developing Countries: The Case of China. *World Development*, 32, 9, 1467-1486.
- 18- Stiglitz, J. (1985), Credit market and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 133-152.